

JOÃO VITOR BARBOZA DE MENEZES

A IMPORTÂNCIA DAS RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS:
uma análise do custo-benefício da utilização via política econômica com enfoque na atual
crise do sistema financeiro internacional

FLORIANÓPOLIS

2012

JOÃO VITOR BARBOZA DE MENEZES

A IMPORTÂNCIA DAS RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS:
uma análise do custo-benefício da utilização via política econômica com enfoque na atual
crise do sistema financeiro internacional

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso de Ciências Econômicas da Universidade
Federal de Santa Catarina como requisito parcial à
obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Meurer

FLORIANÓPOLIS

2012

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **9,0 (nove)** ao aluno João Vitor Barboza de Menezes na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Roberto Meurer - **Orientador**

Jaylson Jair da Silveira

Eraldo Sérgio Barbosa da Silva

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que contribuíram de alguma maneira para a concretização de mais uma etapa da minha formação profissional e pessoal.

A Deus, por me dar saúde e força para seguir em frente com meus sonhos e objetivos. A toda minha família, especialmente meus pais, Paulo e Marina, pois foram eles que me forneceram todos os ensinamentos, valores e exemplos para eu me tornar uma pessoa completa e digna, além de ter proporcionado uma ótima educação. Aos meus irmãos e a minha namorada, pelo apoio, carinho, confiança e por estarem sempre presentes na minha vida durante todos os momentos, sem medir esforços.

Ao professor orientador Roberto Meurer, pela paciência, pelos esclarecimentos e pela orientação neste trabalho. Também aos outros professores do departamento de ciências econômicas, que contribuíram para o engrandecimento da minha formação acadêmica e para a evolução do curso de economia da UFSC.

Aos meus colegas economistas e formandos da turma de 2008.1, que compartilhei angústias e alegrias durante esse período de amadurecimento e de realização profissional.

E, por fim, aos meus amigos de Santos e São Paulo, que estão trilhando seus caminhos com muito sucesso, pela amizade e parceria de sempre.

Muito obrigado!

“Você deverá tomar cada fracasso como princípio de triunfo, sempre que dele extrair o elemento que lhe faltou para vencer.”
Carlos Bernardo González Pecotche

RESUMO

MENEZES, João Vitor Barboza de. A Importância das Reservas Internacionais Brasileiras: uma análise do custo-benefício da utilização via política econômica com enfoque na atual crise do sistema financeiro internacional. 55 p. Monografia (Bacharel em Ciências Econômicas) – Graduação em Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2012.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Meurer

Atualmente, convive-se com um cenário político mundial de incertezas e instabilidade econômica. A recente crise financeira de 2008 externalizou um grave problema no processo de globalização financeira que é a falta de regulamentação do sistema financeiro, além da sua forte interligação entre as economias e da sua capacidade de propagação por elas. Constatam-se também algumas consequências no que diz respeito à atuação dos bancos centrais e as políticas de combate à crise, como, por exemplo, o alto endividamento dos países europeus e o aumento da desconfiança dos agentes econômicos. Acerca desse contexto, o objetivo desse trabalho é analisar uma das principais ferramentas das quais alguns países, principalmente o Brasil, vêm adotando como medida de proteção e combate a essas crises econômicas. Nos últimos anos, mais precisamente desde 2006, o Brasil adotou uma política de acúmulo de reservas. Com a finalidade de estimular a recuperação do crescimento econômico, reestabelecer a solidez econômica e de solvência, readquirir a confiança dos investidores e reequilibrar o fluxo de capitais, o Brasil, assim como também as maiores economias emergentes, tem utilizado as reservas internacionais como um seguro anti-crise. Essas reservas apresentam um custo de manutenção que está basicamente ligado ao *spread* entre a taxa de juros interna, que remunera os títulos públicos federais contraídos pelo BCB para retenção das reservas, e a taxa de juros externa, paga pelas aplicações delas em títulos soberanos de alta liquidez. Além desse fator, a análise do custo também leva em consideração a alteração da taxa de câmbio incidente nesses ativos estrangeiros, caracterizando-se positivamente quando há uma desvalorização do câmbio doméstico e negativamente quando há uma valorização. Em relação aos benefícios que as reservas trazem ao país, destaca-se o papel importante nas políticas de estímulo e de expansão da economia em períodos de crise, além de também influenciarem na credibilidade de um país devedor, adquirindo maior confiança externa, principalmente através dos *upgrades* atribuídos pelas agências classificadoras de risco.

Palavras-chave: Reservas Internacionais. Crise Financeira. Custo-benefício. Segurança Econômica. Solvência.

ABSTRACT

Currently, the world is facing a global political scenario of uncertainty and economic instability. The recent financial crisis of 2008 exposed a serious problem in the process of financial globalization. This problem was the lack of regulation of the financial system and its strong linkages between economies. The consequences of fiscal stimulus policies to combat the crisis, for example, the high debt of European countries and the growing distrust of investors has contributed to the slowdown in the recovery of economies. Against this point, the aim of this paper is to analyze the main economic policy in which some countries are adopting protective measures and combating these economic crises. In order to demonstrate economic strength, regain investor confidence and rebalance the flow of capital, some countries, especially the major emerging economies, has used international reserves as insurance against crisis. These reserves have a maintenance cost that is basically linked to the spread between the domestic interest rate, which compensates the federal securities contracted by the Central Bank to hold reserves, and foreign interest rate, paid by their applications in highly liquid sovereign bonds . In addition to this factor, the cost analysis also takes into account the change in the exchange rate of these foreign assets, characterized positively when there is a devaluation of the exchange domestic rate and negatively when there is an appreciation of it. In relation to the benefits that the reserves bring to its country, highlights the important role in policy stimulus and expansion of the economy in times of crisis, in addition to influencing the credibility of a debtor country, gaining more confidence outside through upgrades assigned by the rating agencies.

Key Words: International Reserves. Financial Crisis. Economic Security. Solvency. Stimulus Policies.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 – Os dez maiores detentores de reservas internacionais (US\$ bilhões)	14
Gráfico 2.2 – Saldo das transações correntes e conta capital no Brasil (US\$ Milhões).....	17
Gráfico 2.3 – Saldo do balanço de pagamentos do Brasil (US\$ Milhões)	17
Gráfico 2.4 – <i>Spread</i> entre a taxa de juros do Brasil e EUA e a taxa de câmbio (%)	20
Gráfico 2.5 – Acúmulo de Reservas Internacionais Brasileiras (US\$ Milhões) vs taxa de câmbio (%)	21
Gráfico 2.6 – Evolução das taxas de inflação do Brasil, Rússia e EUA (%)	22
Gráfico 3.1 – Taxa de desemprego (%).....	32
Gráfico 3.2 – A relação dívida bruta/PIB	32
Gráfico 4.1 – Reservas Internacionais nas maiores economias emergentes (2000-2011).....	36
Gráfico 4.2 – Reservas internacionais (US\$ bilhões).....	39
Gráfico 4.3 – Variação do PIB de 2001-2011 (%)	40
Gráfico 4.4 – Variação trimestral do PIB 2009-2012 (%).....	41
Gráfico 4.5 – Razão dívida líquida e bruta/PIB e da razão RI/PIB (%)	43
Gráfico 4.6 – Relação entre dívida/PIB dos países europeus VS Brasil (%)	44
Gráfico 4.7 – Relação das transações correntes/PIB entre os países europeus e o Brasil (%) .	45
Gráfico 4.8 – CDS <i>spread</i> dos países europeus e da argentina em 2012 (pontos-base)	46
Gráfico 4.9 – CDS <i>spread</i> dos países com alto nível de RI em 2012 (pontos-base).....	47

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

FED – *Federal Reserve* (Banco Central Americano)

BCB – Banco Central do Brasil

FMI – Fundo Monetário Internacional

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

PIB – Produto Interno Bruto

RI – Reservas Internacionais

Yields – Taxa de Rentabilidade de ativos

CDS – *Credit Default Swap*

COPOM – Comitê de Política Monetária

SMI – Sistema Monetário Internacional

FHC – Fernando Henrique Cardoso

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SMI – Sistema Monetário Internacional

SDRs – *Special Drawing Rights*

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS.....	7
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	8
1 INTRODUÇÃO.....	8
1.1 OBJETIVOS.....	10
1.1.1 Objetivo Geral	10
1.1.2 Objetivos específicos.....	10
1.2 JUSTIFICATIVA.....	11
1.3 METODOLOGIA.....	12
2 O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL	13
2.1 FINANÇAS INTERNACIONAIS	13
2.1.1 A Macroeconomia em Economias Abertas	15
2.1.1.1 Balanço de Pagamentos	16
2.1.1.2 Taxa de Juros.....	18
2.1.1.3 Taxa de Câmbio e Inflação.....	20
2.1.1.4 Papel do Banco Central	23
2.1.2 Sistema Monetário Internacional e o Pós – Bretton-Woods.....	24
3 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	29
3.1 CRISES FINANCEIRAS DOS ÚLTIMOS ANOS	30
4 ANÁLISE DAS RESERVAS INTERNACIONAIS	35
4.1 RISCO E DEPENDÊNCIA DO CAPITAL EXTERNO.....	38
4.2 RESULTADOS DA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA	42
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS	51

1 INTRODUÇÃO

Nota-se, na atual conjuntura econômica, um aumento gradativo no debate relacionado à capacidade e as necessidades de intervenção dos Estados soberanos na economia. Além disso, há inúmeras indagações sobre a formulação e a aplicação de suas políticas governamentais e das influências tanto nas variáveis macroeconômicas quanto nos efeitos e impactos globais dessas políticas.

A economia global atravessa novamente um estágio de desaceleração do crescimento. Após o rápido combate a crise financeira de 2008 – através de medidas de intervenção, pacotes econômicos e de estímulo financeiro – os países voltaram a demonstrar volatilidade e desequilíbrio no ciclo econômico com destaque para a recente crise da dívida pública na Zona do Euro e o desaquecimento do PIB dos países emergentes – como a China e o Brasil – e também dos países desenvolvidos, principalmente, dos EUA.

Inclusive, diversos acordos e medidas de combate a essa recessão tem recebido grande ênfase nos debates políticos, destacando-se a Europa, onde se nota um maior desequilíbrio das contas públicas e certo questionamento sobre a União Europeia e suas particularidades. O principal tópico colocado em discussão é a manutenção da união monetária entre seus países-membros, que impossibilita uma independência na política monetária e uma falta de coordenação e controle dos gastos públicos.

A economia brasileira, em meados do século XX, também passou por diversas instabilidades econômicas causadas pelo alto endividamento público (déficit público elevado) e pela pressão inflacionária que assolou a economia nacional. Ainda hoje, assim como naquela época, o Brasil sofre para estabilizar seu nível inflacionário e atingir um nível estável e ótimo da taxa de juros a fim de proteger suas contas públicas e garantir os investimentos e o crescimento do PIB.

Diante disso, Simonsen (1970) destacou que os obstáculos estruturais e institucionais à estabilização dos preços, atribuídos aos mecanismos de indexação, reduzem a eficácia de programas ortodoxos, baseados em políticas monetárias e fiscais restritivas.

Com o estouro da crise da dívida externa nos anos 80, o Brasil se viu forçado a adotar acordos econômicos com o FMI que buscassem a rolagem da dívida e a captação de reservas externas, já que a grande fonte de capital brasileiro (exportação) havia diminuído.

No entanto, devido a esse fator e com a diminuição efetiva de capital externo como uma alternativa de financiamento nacional, o Brasil teve de reestruturar e liberalizar sua economia, visando o cumprimento do acordo e o reequilíbrio da economia. Segundo Santiago

(2013), a solução para essa crise não foi rápida e teve um percalço, que foi a moratória da dívida em 1987. Porém, mesmo persistindo até meados da década de 1990, o Brasil lentamente amenizou essa questão.

No início da década de 90, o país passava por mudanças na estratégia econômica com a abertura da economia nacional, visando uma inserção maior na economia mundial. Durante o governo FHC, o Estado adotou medidas de estabilização monetária e combate à inflação via implantação do Plano Real. Segundo Bresser-Pereira (1994), esse plano contribuiu para a regulação do sistema econômico brasileiro, pois ele enfrentou de forma coerente as duas causas fundamentais da inflação: a inércia inflacionária e a crise fiscal.

Por outro lado, a utilização de um regime de câmbio fixo – visando uma estabilização inflacionária – gerou um desequilíbrio no balanço de pagamentos do país, culminando na necessidade de controle desse déficit. Como o país ainda passava por dificuldades fiscais e o câmbio valorizado impactava em altos déficits na balança comercial, houve a necessidade de utilização do endividamento público para conter essa política cambial. Nos últimos anos, a estratégia do BCB foi a de atuar no mercado de câmbio e mantê-lo em patamares que favorecessem o equilíbrio da balança comercial, claro que em outro cenário e com outro custo, na qual será analisado no decorrer do trabalho.

Nesse contexto, de grandes agitações econômicas marcadas por um sistema econômico mundial complexo, globalizado e de forte interação entre os mercados financeiros, o estudo das reservas internacionais e suas aplicações nas políticas econômicas nacionais tem recebido grande importância. A busca do entendimento dessas crises financeiras recentes é imprescindível na tentativa de desenvolver medidas adequadas para proteger as economias das inevitáveis alterações de fluxo de capitais pelo mundo, resultante das instabilidades financeiras.

Nos últimos anos, alguns países têm elevado suas reservas internacionais para utilizá-las como uma ferramenta providencial em tempos de crise financeira e de recessão global, além de apresentarem uma sinalização de confiabilidade e de boa saúde financeira.

Entretanto, sabe-se que essa ferramenta apresenta um custo de carregamento – que é diferente para cada país – e que esse custo é muito elevado no caso brasileiro, atingindo o patamar de US\$25,7 bilhões em 2011 e caminhando para, aproximadamente, US\$20 bilhões em 2012. O custo de 2012 equivale a um pouco mais que a metade do superávit primário de 2012, que foi R\$60,38 bilhões, representando uma queda de 34% referente ao superávit de 2011 e configurando um valor menor que a meta estipulada de R\$71 bilhões (MODÉ, 2012).

Com o exposto, apresenta-se o problema de pesquisa do presente trabalho de conclusão de curso:

Como o nível de reservas internacionais pode influenciar a posição política e econômica dos países nesse cenário recessivo atual da economia mundial e como elas se comportam diante desse contexto? Qual a relação do custo de manutenção dessas reservas e como confrontá-la com o benefício que ela traz para o Brasil?

1.1 OBJETIVOS

A fim de responder o problema de pesquisa foram estabelecidos os objetivos a seguir.

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar como foi feita a alocação das reservas internacionais brasileiras, comparadas com outros países, desde o início do século XXI e diante desse atual contexto de crise econômica, confrontando o custo de manutenção com o benefício real de retê-las e utilizá-las como seguro anti-crise.

1.1.2 Objetivos específicos

- a) Apresentar o crescimento da importância das reservas internacionais no contexto de globalização financeira mundial;
- b) Identificar a evolução das reservas brasileiras desde o início do século XXI até a atual conjuntura e comparar com os principais países detentores, em especial os emergentes;
- c) Avaliar a relação do custo de manutenção desses ativos financeiros e entender seu efeito nas relações monetárias através de indicadores econômicos, verificando o custo-benefício e as consequências do acúmulo das reservas internacionais; e
- d) Analisar as estratégias econômicas com as reservas brasileiras durante as instabilidades do período tratado.

1.2 JUSTIFICATIVA

Para constituição do tema de pesquisa alguns fatores são necessários: importância, viabilidade e originalidade (CASTRO, 1977).

No que se refere à importância de um tema, Castro (1977, p. 56) destaca:

Dizemos que um tema é importante quando está de alguma forma ligado à uma questão crucial que polariza ou afeta um segmento substancial da sociedade. Um tema pode também ser importante se está ligado à uma questão teórica que merece atenção contínua na literatura especializada [...]

Considera-se o presente trabalho importante devido à sua relação com a discussão atual no que se refere à capacidade de captação de recursos dos Estados e também no combate ao cenário recessivo instalado, atualmente, na economia mundial. Há uma necessidade de aprofundamento do estudo das reservas internacionais e seu impacto na condição de garantir segurança econômica e uma maior força política.

Para o Brasil, o estudo confere uma atenção especial, pois a nova conjuntura econômica estabelecida tem garantido uma maior capacidade de captação de recursos devido aos constantes resultados positivos da balança de pagamentos. Esses resultados dos últimos anos serão detalhados durante o trabalho, na qual nota-se o grande peso positivo dos investimentos diretos e em carteira, que atuam no equilíbrio do saldo das transações correntes e são contabilizados na conta financeira do balanço.

Portanto, o projeto de pesquisa possui razões plausíveis que garantem sua relevância e sua contribuição para o aprofundamento teórico do tema em análise, além de enriquecer o atual debate acadêmico acerca do sistema econômico e político mundial além de abordar também a questão da globalização financeira e suas consequências acerca desse tema.

Ainda no que tange a alta demanda de pesquisa sobre o tema proposto, nota-se que, através desse contexto de grande volatilidade econômica marcada por um sistema econômico mundial altamente globalizado e movido por ações e reações dos mercados, esse estudo – das reservas internacionais e suas aplicações nas políticas econômicas nacionais – é de suma importância.

Alguns economistas e, principalmente, a literatura internacional se viram diante de uma nova abordagem de pesquisa sobre esse tema, na busca do entendimento dessas crises financeiras recentes e na tentativa de desenvolver medidas adequadas para proteger as economias das inevitáveis alterações de fluxo de capitais, resultante das instabilidades financeiras.

1.3 METODOLOGIA

Segundo Gil (2002), entende-se por método o caminho para se chegar a um fim, ou seja, à monografia propriamente dita. Na metodologia devemos relatar qual método e procedimentos utilizados ao longo na monografia, na sua totalidade ou não (BOCCHI, 2004).

O presente estudo pode ser considerado como descritivo. Cervo, Bervian e da Silva (2007) afirmam que a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos sem manipulá-los, ou seja, estuda fatos e fenômenos do mundo físico e especialmente do mundo humano, sem a interferência do pesquisador. Triviños (2006, p. 110) afirma que “o estudo descritivo pretende descrever ‘com exatidão’ os fatos e fenômenos de determinada realidade”.

Segundo Vergara (1997) tal categoria de pesquisa expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Este trabalho descreve a realidade da alocação das reservas internacionais na economia brasileira desde o final da década de 1990 até a atualidade, buscando destacar como as reservas internacionais foram utilizadas nas crises econômicas durante esse período e também como o nível delas influenciou a posição política e econômica do Brasil e de outros países detentores de reservas, principalmente os emergentes.

Quanto aos procedimentos adotados para a coleta de dados, o presente estudo pode ser classificado de caráter bibliográfico. Conforme Lakatos e Marconi (1992) abrange toda a bibliografia já publicada em relação ao tema em estudo. Vergara (1997) caracteriza esta pesquisa como o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral.

Nesse sentido, para concretização dos objetivos deste estudo foram utilizadas bibliografias relacionadas a reservas internacionais na economia brasileira e em outros países em análise, conjuntura econômica, políticas econômicas e suas influências nas variáveis macroeconômicas.

Além disso, os dados coletados podem ser considerados como secundários, pois já estão disponíveis mediante pesquisa. Para a realização deste estudo serão utilizados os dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, IPEA, Banco Mundial, FMI, entre outros órgãos econômicos no que se refere à temática de pesquisa.

2 O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

A base teórica desse trabalho compreende os temas que interferem diretamente na decisão de se manter reservas internacionais e também na decisão de utilizá-las em períodos de instabilidade do setor externo da economia, que impacta na conjuntura interna dos países. Além disso, o estudo tratará de identificar a relação entre essa prática de investimento e a evolução do sistema financeiro mundial, abordando, principalmente, tópicos como a “financeirização” e a nova ordem mundial, ou seja, a globalização financeira e seus impactos na nova conjuntura econômica atual, assim como outras variáveis que também dinamizam esse sistema financeiro complexo.

A abordagem do Sistema Financeiro Internacional é imprescindível no estudo e no desenvolvimento desses conceitos pontuados acima. Nele, encontram-se os subtópicos e a definição dos conceitos macroeconômicos, como: o Balanço de Pagamentos, o Mercado de Capitais e a Economia Internacional, que demonstram os mecanismos e fornecem a explicação da evolução e da nova organização monetária, assim como também das relações internacionais entre os países desenvolvidos e emergentes, principalmente no que diz respeito às relações comerciais e cambiais entre eles.

Primeiro, é importante visualizar a estruturação do sistema comercial e financeiro internacional diante de economias cada vez mais abertas e integradas e, principalmente, a evolução desse sistema até os dias atuais, adaptando-se aos acontecimentos econômicos e políticos.

Segundo, serão detalhados os mecanismos que atuam e refletem diretamente nas decisões econômicas, como as transações correntes, investimentos e outras variáveis e operações financeiras que estruturam as variáveis macroeconômicas do balanço de pagamentos cada país.

Por fim, serão abordados alguns indicadores e estudos que demonstram o efeito das estratégias econômicas anti-cíclicas e, principalmente, do acúmulo de reservas internacionais brasileiras e dos principais países detentores, abordando uma análise da utilização delas na última década e contra as recentes crises do sistema financeiro.

2.1 FINANÇAS INTERNACIONAIS

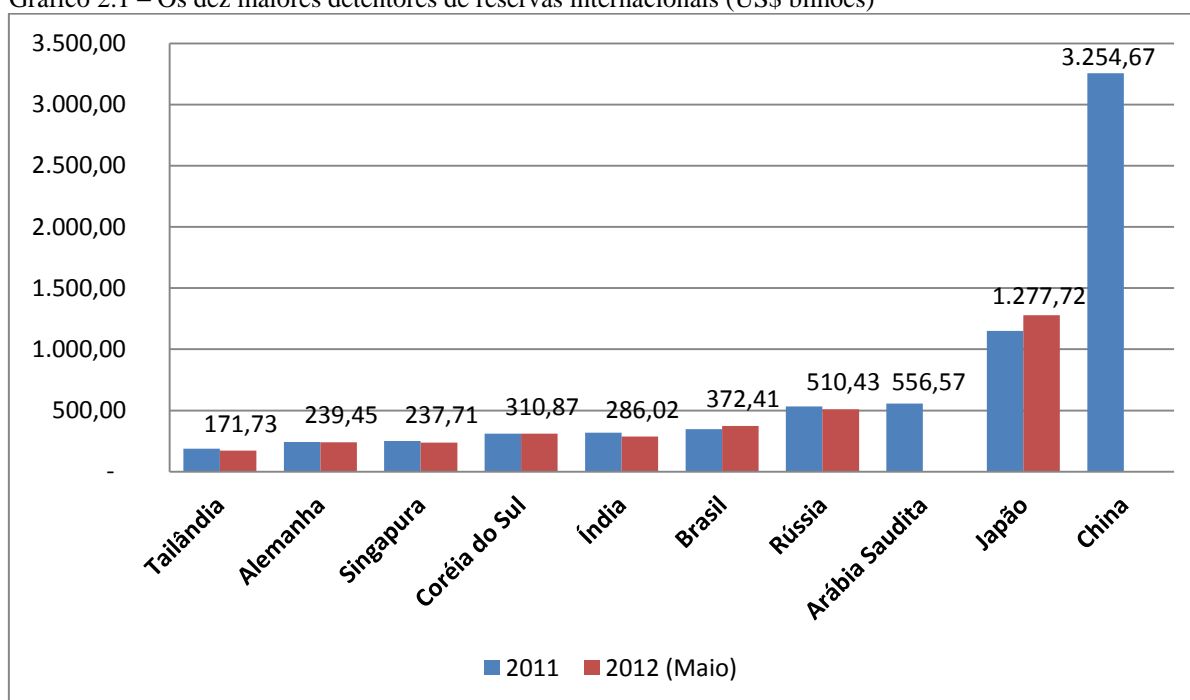
A preocupação mundial com as finanças internacionais e, principalmente, com as sucessivas recessões econômicas nesses últimos anos fez com que novas discussões sobre

políticas econômicas se tornassem pauta tanto nas reuniões internas dos países como também nos principais órgãos mundiais - que unem as principais economias do mundo e que buscam manter a estabilidade econômica e política no mundo - como o G8¹, o G20², o FMI e a União Europeia.

Nota-se, atualmente, um aumento na atenção dada por eles em relação às estratégias de defesa econômica, principalmente contra as instabilidades do sistema econômico. Além do esforço contínuo para prover uma capacidade de ajuste fiscal, monetário e cambial, esses países procuram utilizar dessas políticas econômicas para prevenção contra possíveis crises econômicas e redução de investimentos externos diretos, que possam afetar suas operações e o crescimento de suas atividades, ou seja, do PIB.

Por isso, as reservas internacionais tem recebido grande destaque nas últimas décadas, inclusive vem sendo fortemente adotada pelos países emergentes, como por exemplo, os representantes da sigla BRIC³: Brasil, Rússia, Índia e China, que configuram entre os dez maiores detentores dessas reservas, conforme gráfico a seguir.

Gráfico 2.1 – Os dez maiores detentores de reservas internacionais (US\$ bilhões)



Fonte: FMI – IMF (2012)

¹ O Grupo G8 existe desde 1997, após a inclusão da Rússia ao antigo G7, iniciado em 1975, e compreende os Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Itália, Canadá e a Rússia.

² O atual G20 é mais recente (1999) e engloba as 19 maiores economias mais a União Européia. Esse grupo tem por objetivo discutir e analisar assuntos relacionados a estabilidade financeira internacional.

³ Acrônimo criado pelo economista Jim O'Neill em 2001 e atribuído a esses países por terem algumas características semelhantes.

Entretanto, antes de abordar com mais detalhes as reservas internacionais e seus mecanismos, deve-se destacar as principais variáveis econômicas que norteiam as decisões macroeconômicas e, também, o impacto delas na política de acúmulo de reservas internacionais.

2.1.1 A Macroeconomia em Economias Abertas

Ao analisar o funcionamento das economias integradas e abertas economicamente com o resto do mundo, destacam-se os mecanismos básicos da macroeconomia. Segundo Blanchard (2007), a análise do mercado de bens é identificada pela variável da conta da balança comercial, que contabiliza a escolha dos consumidores entre os bens domésticos e os bens estrangeiros.

Por outro lado, a análise do mercado financeiro identifica a escolha dos investidores entre os ativos domésticos e ativos estrangeiros. Nesse caso, ao visar à diversificação de suas carteiras ou à especulação de ativos, os investidores buscam maximizar a rentabilidade de seus investimentos, optando por se basear nos movimentos da taxa de juros interna e externa, além da taxa de apreciação esperada da moeda nacional para a tomada de decisão.

Portanto, diante desse contexto de maior abertura econômica entre as nações, os teóricos do neoliberalismo – com destaque para Milton Friedman, que desenvolveu o pensamento monetarista e teve seu auge, na década de 1970, em meio a primeira crise do preço do petróleo de 1973 – afirmam que a maior interação do mercado, a livre circulação de capitais internacionais e a diminuição do Estado, tornando-o mais eficiente, causa um impacto positivo no desenvolvimento do comércio e no crescimento econômico das economias inseridas.

Em contrapartida, os keynesianos adotaram outra postura, na qual o mercado não é capaz de agir sozinho e de resolver todos os problemas. Por isso, o pensamento keynesiano não trata de promover uma competição entre o Estado e o mercado, mas sim obter uma adequada complementação ao mercado, em busca de uma maior eficiência geral da economia. (STIGLITZ; GREENWALD, 1986).

Complementando a visão keynesiana do funcionamento de mercado, o empresário capitalista age e baseia seus investimentos através do “espírito animal”. A atitude do Estado está no controle e na regulação de setores nos quais a iniciativa privada não tem interesse. Além disso, através de políticas econômicas, o governo buscaria atuar no estímulo da

demanda agregada, buscando sempre o equilíbrio macroeconômico e a manutenção de seu crescimento.

Segundo Stiglitz (1998), não se analisa essa questão do envolvimento do estado na economia, mas, sim, como ele se envolve. Dessa forma, a questão central não deve ser o tamanho do estado, mas as atividades e as ferramentas do governo. Os países desenvolvidos têm governos que estão envolvidos em um amplo espectro de atividades.

Nesse cenário, as decisões econômicas são tomadas com base na análise dessas variáveis macroeconômicas, que retratam o funcionamento das “engrenagens” que movem a economia de um país.

2.1.1.1 Balanço de Pagamentos

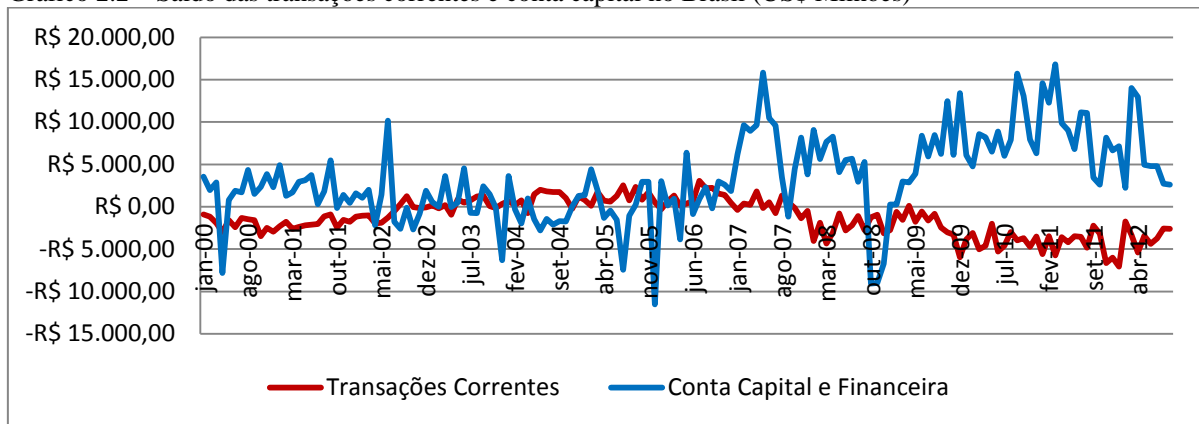
Segundo Blanchard (2007), o balanço de pagamentos trata de resumir um conjunto de contas de transações de um país com o resto do mundo. Dentro dela, há a conta das transações correntes, a conta capital e a conta financeira. Na primeira, são registrados os saldos da balança comercial - tanto de bens como de serviços - e também da renda dos investimentos em ativos estrangeiros tomados pelos residentes, da remessa da renda de ativos domésticos tomados por não-residentes e das transações unilaterais.

Portanto, a soma dos pagamentos líquidos com o resto do mundo é chamada de saldo em transações correntes, que podem ser tanto positivas (superavitárias) como negativas (deficitárias). Esse saldo vai fornecer o posicionamento dos pagamentos do país e a necessidade de financiamento para cobrir as suas operações, assim, se for deficitário, ele deverá ajustar suas contas através de empréstimos ou de negociação de ativos domésticos para equilibrá-las.

Segundo o Banco Central do Brasil (2012), esses ajustes - através do fluxo de capital e de transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não-residentes - são contabilizados nas contas capital e financeira. A conta capital registra as transferências de capital relacionadas com patrimônio de migrantes e a aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos, tais como cessão de patentes e marcas. Já a conta financeira engloba os fluxos decorrentes de investimento direto, investimentos em carteira, derivativos e outros investimentos (empréstimos, créditos comerciais e outros ativos).

O gráfico 2.2 demonstra o movimento do saldo das transações correntes e da conta capital e financeira, que compõem o balanço de pagamentos da economia brasileira, desde 2000:

Gráfico 2.2 – Saldo das transações correntes e conta capital no Brasil (US\$ Milhões)



Fonte: BCB-Depec (2012)

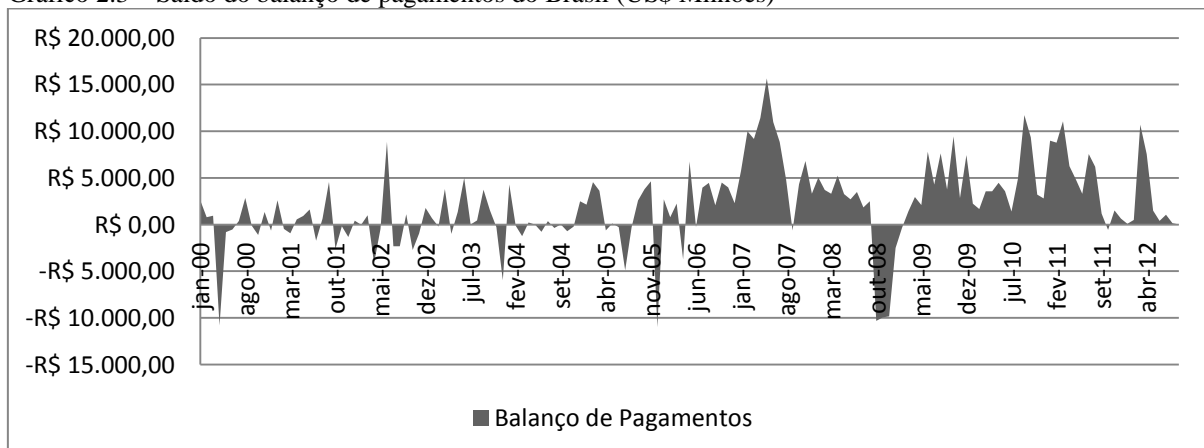
Nota-se que, durante o período de meados de 2002 até final de 2007, houve um saldo positivo nas transações correntes, causado principalmente pela diminuição de remessa de lucro ao exterior devido ao real desvalorizado nesse período e puxado também pelos saldos da balança comercial, que teve um forte salto também devido ao câmbio valorizado.

A conta capital e financeira apresentou volatilidade por causa do forte fluxo de capital estrangeiro durante esses anos, atraídos por uma taxa de juros interna elevada em relação aos patamares de juros externo e também pela volatilidade da taxa de câmbio desse período.

Ainda de acordo com a definição de Blanchard (2007), o resultado do balanço de pagamentos representa a variação das reservas internacionais do país, detidas pelo Banco Central, no conceito de liquidez internacional, deduzidos os ajustes relativos à valorizações/desvalorizações das moedas estrangeiras e do ouro em relação ao dólar americano e os ganhos/perdas relativos a flutuações nos preços dos títulos e da cotação do ouro.

O gráfico 2.3 aponta o saldo da conta do balanço de pagamentos do Brasil no mesmo período:

Gráfico 2.3 – Saldo do balanço de pagamentos do Brasil (US\$ Milhões)



Fonte: BCB-Depec (2012)

Destacam-se os movimentos acentuados de superávit do balanço de pagamento no ano de 2006 até meados de 2008, quando houve aumento no fluxo de capital estrangeiro para dentro da economia brasileira, fazendo com que o saldo da conta de capital e financeira fosse superior ao saldo da conta corrente. Nesse período, observou-se o início da expansão e aceleração da política de acúmulo de reservas internacionais pelo BCB, que em 2008 seria convertida em moeda nacional para parcialmente despejar liquidez na economia e estimular a demanda agregada interna, amenizando os impactos da crise de 2008.

Dessa forma, o controle do balanço de pagamentos é uma medida importante para basear e ajustar as decisões estratégicas dos países. Nele, são agrupadas as variáveis que refletem as atividades e as transações de um país com o resto do mundo, mostrando assim sua capacidade comercial e de solvência financeira. Tal fato, agregado também ao nível de reservas internacionais de um país, serve como balizador de risco para os investidores estrangeiros, que procuram mitigar os riscos e otimizar o retorno na alocação de seus recursos.

2.1.1.2 Taxa de Juros

Diversas decisões econômicas – como, por exemplo, os investimentos, as aplicações financeiras e o próprio consumo – são influenciadas pela taxa de juros. Além disso, também são ajustadas, levando em consideração as expectativas futuras dos investidores sobre ela. O conceito econômico da taxa básica de juros da economia é entendido como o prêmio pela abdicção da liquidez ou pelo adiantamento do consumo. O valor desse prêmio é conduzido pelos detentores de riqueza, que cobram um determinado valor para concederem seu direito sobre sua liquidez monetária por certo prazo de tempo.

Sabe-se que os investimentos e, principalmente, os empresários dependem das expectativas tanto do nível de consumo como também da taxa de juros para analisar a viabilidade de seus investimentos e decidir aumentar sua capacidade de produção. Além deles, o governo também utiliza da taxa de juros para controlar o nível de liquidez na economia e equilibrar o nível da atividade e do crescimento com o nível inflacionário, através da política monetária. Dessa forma – a fim de manter um maior controle da política monetária e, principalmente, estabilizar as expectativas futuras da taxa de juros para garantir os investimentos e o crescimento equilibrado da economia – o BCB, desde 2006, instituiu uma política de metas para a taxa Selic.

Essa taxa é determinada oito vezes por ano pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e é utilizada pelos bancos comerciais como base para a taxa de financiamento no mercado interbancário para operações de um dia. Portanto, ela reflete o custo do dinheiro para empréstimos entre os bancos, com base na remuneração dos títulos públicos federais.

A taxa de juros de longo prazo (TJLP), segundo o Banco Central do Brasil, foi criada em 1994 com a finalidade de estimular os investimentos nos setores de infra-estrutura e consumo. Atualmente ela é utilizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para seus empréstimos e financiamentos. Apesar do custo da TJLP ser variável, calculado com base na inflação média dos próximos doze meses e acrescido de um prêmio de risco, ela permanece fixa e estável a cada trimestre. Isso garante aos empresários uma maior confiabilidade e certeza em seus investimentos de longo prazo.

Outro fator importante que determina a expectativa da taxa de juros e o valor dela nos diversos prazos é a estrutura a termo da taxa de juros. Ela identifica a ponderação da taxa de juros para o curto, médio e longo prazo, levando em consideração a expectativa para o cenário macroeconômico e a precificação do risco dos agentes econômicos. Portanto, pode haver um cenário onde a taxa de juros de curto prazo esteja mais alta do que a taxa de juros de longo prazo devido a uma disfunção momentânea da economia, que o mercado entende que será sanada no longo prazo.

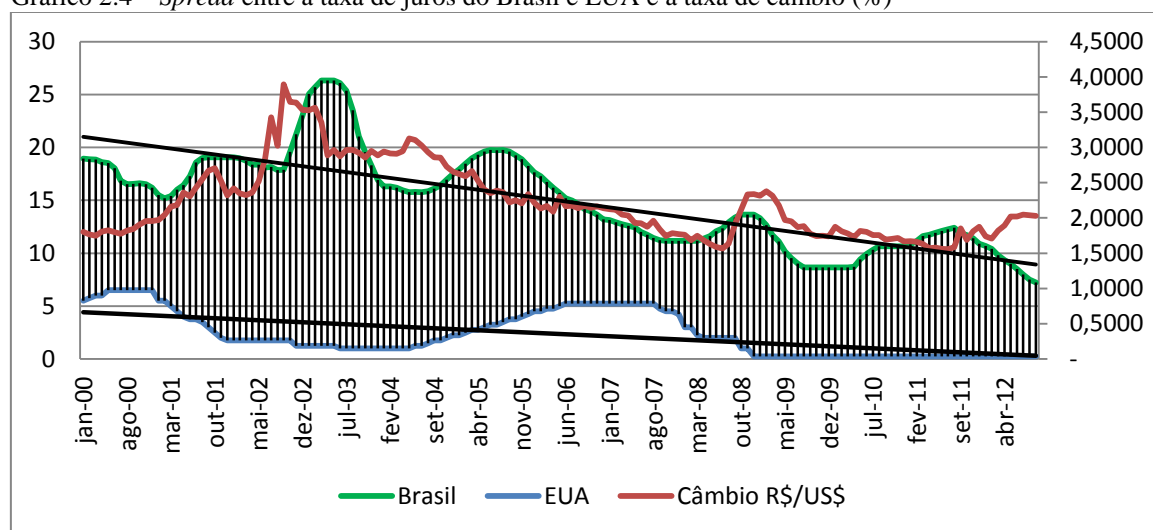
Retomando o principal objetivo deste trabalho, a abordagem do papel da taxa de juros na definição dos custos de manutenção das reservas internacionais é de extrema importância e será analisado de forma mais detalhada no decorrer do trabalho. Por enquanto, será tratado o mecanismo e a função da taxa de juros na análise do custo-benefício do acúmulo de reservas.

A forma pelo qual o governo acumula essas reservas se dá pelo mecanismo de captação do recurso interno – através do excedente de dólares no balanço de pagamentos e da emissão de títulos para captação dessas divisas, evitando superliquidez de moeda na economia – e a alocação desse recurso em ativos estrangeiros, ou melhor, em títulos públicos de alta liquidez e baixo risco.

Porém não cabe apenas essa abordagem simplista, tendo em vista existirem outros fatores, que serão abordados ao longo da análise e envolvem esse mecanismo. Dessa forma, a retenção de riqueza sob a forma de reservas internacionais de alta liquidez apresenta um custo explícito dado pelo *spread* entre a taxa de juros obtida pela aplicação em ativos no mercado financeiro internacional – grande parte está alocada em títulos do tesouro norte-americano e europeu - e a taxa de juros interna atrelada aos títulos da dívida pública federal.

Portanto, para obter o custo real das reservas internacionais, devem-se analisar as taxas reais de juros (taxa nominal menos a inflação esperada) das duas aplicações e as subtrair, além do custo dos recursos utilizados pelo BCB na compra de dólares. Outro fator é a análise do impacto cambial nas reservas, tanto positivo quanto negativo. No gráfico abaixo, nota-se a evolução da taxa nominal de juros do Brasil e dos Estados Unidos e também a taxa de câmbio, desde 2000:

Gráfico 2.4 – *Spread* entre a taxa de juros do Brasil e EUA e a taxa de câmbio (%)



Fonte: BCB-Demab e FED (2012)

Percebe-se uma grande diferença no comportamento das duas curvas. A curva de juros brasileira demonstra períodos de volatilidade, ou seja, o desvio padrão da curva é muito maior que a americana, que demonstrou um movimento de ciclos e atualmente configura em patamares próximos a zero. Em 2003, observa-se um período onde a diferença da rentabilidade das reservas era alta, porém havia uma desvalorização do real em relação ao dólar. Atualmente, esse *spread* vem caindo gradativamente e o volume de reservas vem aumentando em conjunto com um arrefecimento da taxa de câmbio, conforme a política econômica brasileira e o cenário global.

2.1.1.3 Taxa de Câmbio e Inflação

Outra variável macroeconômica que norteia as decisões econômicas e que está presente principalmente no ajuste da medida da riqueza dos países, além de possuir alto grau de influência sobre a balança comercial é a taxa de câmbio. Ela pode ser utilizada pelos

consumidores na escolha entre bens domésticos e bens estrangeiros como também na escolha de investimentos externos.

Porém, há a diferença entre taxa nominal e taxa real de câmbio. Ao escolher entre bens domésticos e bens estrangeiros, deve-se avaliar não apenas a quantidade de moeda nacional que se pode obter com a moeda estrangeira, mas também quanto custa um bem nacional em relação a um bem estrangeiro.

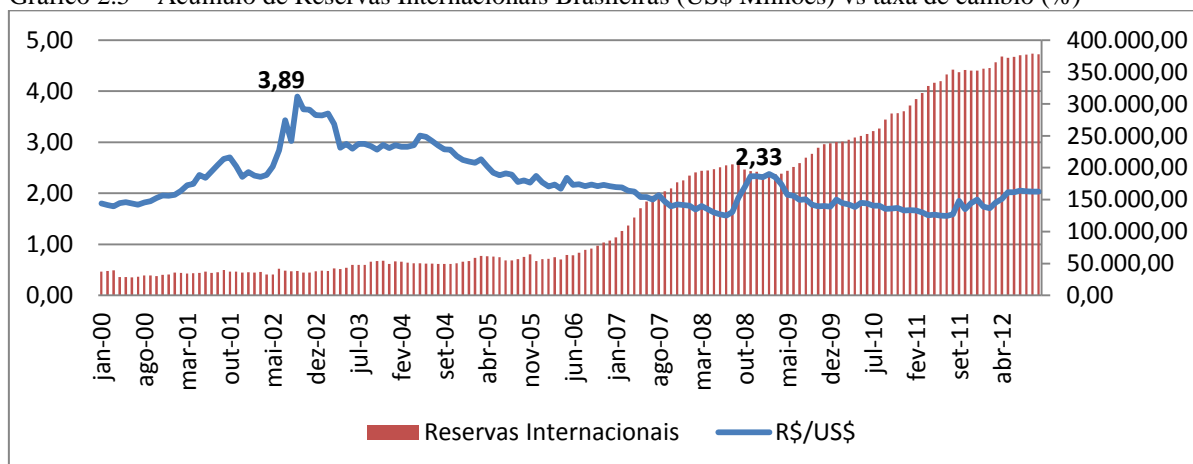
Segundo Blanchard (2007), a taxa real de câmbio é obtida pela multiplicação da taxa nominal de câmbio – que é expressa pelo diferencial entre a oferta de moeda doméstica e a oferta de moeda estrangeira – com o nível de preços doméstico dividido pelo nível de preços estrangeiro, conforme a equação a seguir, onde e é a taxa real de câmbio, E é a taxa nominal, P se refere ao nível de preços domésticos e P^* o nível de preços estrangeiro:

$$e = E \frac{P}{P^*}$$

Uma taxa real de câmbio mais alta representa uma depreciação da moeda nacional em relação à estrangeira, enquanto que uma taxa mais baixa representa uma valorização da moeda. Portanto, essa relação é interessante para concluir que não basta apenas analisar a variação nominal do câmbio de um país em relação a outro, mas também se deve levar em consideração a variação real dos preços entre eles.

Conforme o gráfico 2.5, destaca-se uma apreciação da moeda brasileira em relação ao dólar americano no período de 2002 até 2005, retomando a forte depreciação do período de 2001 e 2002 – quando ainda não se configurava uma política de maior acumulação de reservas internacionais, iniciada em 2006.

Gráfico 2.5 – Acúmulo de Reservas Internacionais Brasileiras (US\$ Milhões) vs taxa de câmbio (%)



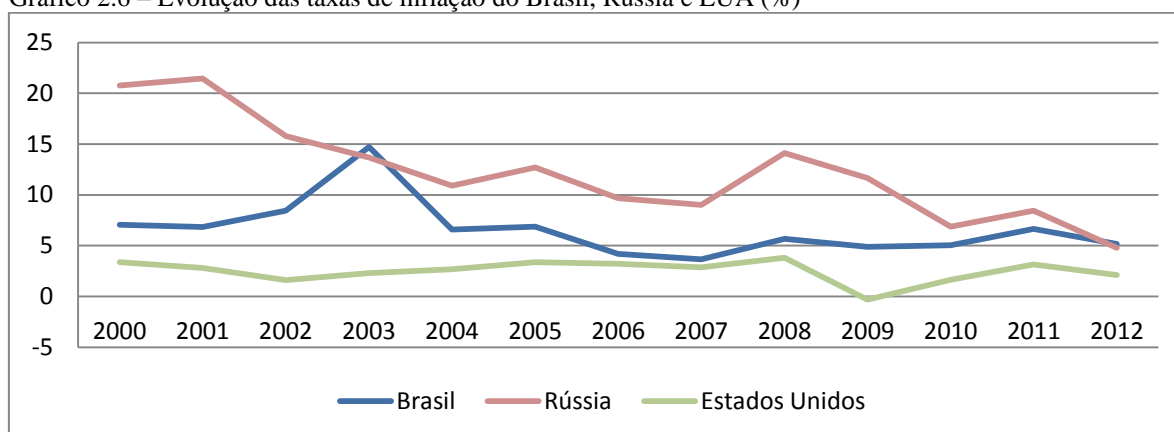
Fonte: Sisbacen PTAX800 e BCB (2012)

A taxa de câmbio atingiu o patamar de R\$3,89/US\$, que foi o estopim da crise cambial com a decisão do fim da paridade com o dólar, adotada na implementação do real, que marcou o retorno ao regime de câmbio livre flutuante em 1999. Além da pressão dos altos custos do equilíbrio da conta corrente e do aumento da remessa de lucros para o exterior e da saída de capitais, o governo FHC sofreu influência da crise asiática em 1997 e russa em 1998 sobre essa decisão.

Como, na época, o BCB não disponibilizava de recursos para manter a economia nessas condições de paridade com o dólar e o país necessitava de capital externo e empréstimos – inclusive recebendo um pacote de resgate de US\$30 bilhões do FMI – houve essa decisão de desafixar o câmbio. Ele permaneceu durante três anos em patamares elevados, prejudicando as importações e impactando na dívida externa do país.

Ainda nesse período, no início do século XXI, analisando o movimento da taxa de juros e do câmbio – no gráfico 2.4 e 2.5, respectivamente – e confrontando com o gráfico 2.6 da inflação brasileira comparada com alguns países, observa-se que o impacto da taxa de câmbio depreciada na inflação foi relevante, atingindo a taxa de 15% ao ano em 2003. Em contrapartida, o BCB adotou uma política monetária austera, visando o controle da inflação, que foi mantido durante o primeiro mandato do presidente Lula, no início do século XXI.

Gráfico 2.6 – Evolução das taxas de inflação do Brasil, Rússia e EUA (%)



Fonte: FMI (2012)

Outro fator interessante contido nesse gráfico é a tendência de convergência da inflação desses países para patamares semelhantes em 2012. Após os efeitos da crise financeira de 2008, que impactaram no arrefecimento da demanda mundial, as taxas de inflação desses e de outros países – como a Coreia do Sul e o México – também caminham para patamares abaixo de 5%. Esses três países configuram entre os maiores detentores de reservas internacionais e apresentam uma evolução diferente da taxa de inflação nesse

período, principalmente a Rússia, que apresenta o maior volume de reservas dentre eles e viu sua taxa de inflação cair de 20% ao ano em 2001 para 5% em 2012.

Entretanto, abordando a política atual das reservas internacionais e sua relação com a política cambial, observa-se que há uma tendência na utilização de recursos das reservas para um ajuste regulatório na taxa de câmbio. Essa política gera um impasse entre os exportadores e as empresas que detêm dívida e empréstimos externos. Porém, o governo defende essa estratégia a fim de manter a entrada de investimentos externos e também um controle da inflação interna. Além disso, segundo o governo, a desvalorização da moeda aliada a uma taxa de juros ainda alta e atrativa atrairia uma “chuva de dólares” e muitos deles especulativos, que impactaria na inflação interna e na taxa de câmbio.

Essa prática do BCB no ajuste cambial é chamada de esterilização cambial. Segundo o Banco Central do Brasil (2012), a atuação na política cambial consiste em manter reservas internacionais – através das operações de mercado aberto, ou seja, nos mecanismos da dívida pública federal – para atuação nos mercados de câmbio, de forma a contribuir para evitar a volatilidade excessiva da moeda e dos preços e garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos, seguindo as diretrizes da política econômica. Munido dessas reservas, o Bacen atua diretamente na compra e venda de ouro, moeda estrangeira e na realização de operações de crédito interno, através do Tesouro Nacional.

2.1.1.4 Papel do Banco Central

O Banco Central é uma entidade ligada ao Estado cuja missão institucional é administrar e gerir a política econômica para garantir a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez do sistema financeiro. Segundo o Banco Central do Brasil (2012), no que diz respeito ao sistema de pagamentos, atendendo a Resolução 2.882, cumpre-lhe atuar no sentido de promover sua solidez e o contínuo aperfeiçoamento.

O principal instrumento de política monetária que será abordado nesse trabalho são as operações de mercado aberto, conhecidas como operações de *open-market*. Além dela, também é instrumento o depósito compulsório, a taxa de redesconto de empréstimos a bancos comerciais e a política de crédito.

Segundo Blanchard (2007), o modo como o Banco Central altera a oferta de moeda consiste na compra ou venda de títulos no mercado de títulos. Nesse caso, se ele desejar aumentar o montante de moeda em circulação compra títulos e paga por eles por meio da criação de moeda. Caso deseje diminuir o montante de moeda, vende títulos e retira de

circulação a moeda que recebe em troca desses títulos. Atualmente, o que os Bancos Centrais modernos fazem é instituir uma meta para a taxa de juros – no caso brasileiro, a taxa Selic.

2.1.2 Sistema Monetário Internacional e o Pós – Bretton-Woods

Do ponto de vista histórico, político, econômico e, principalmente, comercial – que envolveu a evolução do sistema financeiro internacional e guiou seu desmembramento em um cenário globalizado – é importante apresentar as principais características que desenvolveram o Sistema Monetário Internacional. O desenvolvimento das relações comerciais entre os países é um processo que esteve sempre ligado à visão de prosperidade e crescimento sustentado da economia mundial, mesmo que houvesse interesse política envolvido. O princípio das vantagens comparativas, abordado pelo economista clássico David Ricardo em 1817, coloca que cada país deve se especializar em produzir a mercadoria com a maior eficiência e o custo menor.

Segundo Holanda (1996), essa lógica ricardiana fornecia o substrato para a defesa de um sistema de comércio mundial ancorado no padrão-ouro e no livre-cambismo, porém a necessidade dos países subdesenvolvidos se industrializarem e a incapacidade de equilibrar o nível de renda e do volume de comércio entre os países trouxe a tona um debate em relação à tendência de deterioração da relação de troca entre os países.

Recentemente, o SMI passou por algumas fases de adaptação, como a evolução do padrão-ouro para as premissas de Bretton-Woods (dólar-ouro) e, posteriormente, a nova adaptação do sistema com o fim desse regime monetário, no início da década de 1970, marcando a sua ruptura e a instauração do dólar como a principal moeda de troca.

O SMI, ao longo dos últimos cento e cinquenta anos, percorreu uma trajetória com períodos de crise dos sistemas vigentes seguidos de instabilidade e aumento do nível inflacionário. Tais movimentos levaram também a atitudes não cooperativas em termos de relações cambiais entre as nações.

A atual crise financeira de 2008 – que teve início nos EUA e se espalhou por todo o sistema financeiro internacional, perdurando até hoje – tem demonstrado essa dificuldade cambial na qual os países têm enfrentado para controlar seus níveis inflacionários. Devido as recentes políticas de estímulo à liquidez, com a compra de títulos e um cenário de juros baixos (próximo à zero), a crise tem marcado certo enfraquecimento do dólar como padrão monetário dominante.

O quadro a seguir apresenta de forma temporal a evolução do SMI, com a moeda dominante como reserva de valor em cada período da evolução do capitalismo comercial e, posteriormente, financeiro.

Quadro 2.1 – Fases do Sistema Monetário Internacional

Período	Duração (anos)	Fases	Reserva dominante
1870-1913	43	Padrão ouro	Ouro e Libra
1914-1919	5	I Guerra Mundial	Ouro
1919-1925	6	Regime flutuante	
1926-1931	5	Retorno ao padrão ouro	Ouro, Libra, Dólar e Franco
1932-1939	7	Regime flutuante	Ouro
1939-1945	5	II Guerra Mundial	
1946-1970	25	Bretton-Woods	Ouro, Dólar e Libra
1946-1958	13	Fase pré-conversível	
1959-1970	12	Fase conversível	
1971-2011	40	Regime flutuante	Dólar

Fonte: Pereima (2011)

Mesmo assim, diante da atual globalização do sistema financeiro, a principal moeda de reserva do sistema monetário internacional ainda configura o dólar norte-americano. A moeda adquiriu essa característica desde as convenções estipuladas na reunião em Bretton-Woods, quando ficou acordado que ela seria utilizada para estabelecer a regularização nas relações monetárias e comerciais, garantindo, principalmente, as três funções da moeda (unidade de valor, reserva de valor e meio de pagamento) e uma melhoria do comércio internacional e das relações financeiras entre os países.

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, além de servir como referência cambial para autoridades monetárias de grande maioria dos países. Como reserva de valor, é a unidade em que se referenciam a maior parte das reservas cambiais dos governos e bancos centrais e da riqueza financeira dos agentes privados, configurando ao dólar e aos títulos americanos uma enorme confiança e segurança.

Além dos manuais de economia internacional, Serrano (2002) também 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. Portanto, a emissão de moeda, por parte do Federal Reserve (FED), o banco central americano, pode ser

tomada como uma medida com poucos custos sociais para os Estados Unidos, apesar de influenciar a liquidez monetária internacional.

Pelo fato de ser o emissor do dólar, ele faz operações com títulos da dívida que são os ativos de maior liquidez do sistema econômico, podendo financiar seus déficits e rolar suas dívidas quase que indefinidamente, inclusive expandindo constantemente o teto de sua dívida.

O resultado disso, porém, é um sistema de financiamento inesgotável, que tem gerado impactos negativos no resto do mundo. Atualmente, ainda existe um impasse na política econômica americana em relação a um ajuste fiscal e no arrefecimento desse sistema de injeção de liquidez na economia, porém ainda é um tema em pauta no atual debate.

Outro ponto, ainda seguindo esse contexto de hegemonia da moeda americana e de políticas econômicas de estímulo ao crescimento, Tavares (1985) caracteriza essa medida americana como a diplomacia do dólar forte, de modo que 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, que apresentou sinais de desregulamentação durante a crise de 2008.

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.

Porém, apesar desse domínio norte-americano e da elevada confiança em seus ativos, conferindo uma alta liquidez no mercado financeiro, a hegemonia econômica americana encontrou outras barreiras, resultado dos próprios déficits em sua conta externa, que eram pagos com mais injeção dólar no comércio internacional. Inclusive esse aumento de liquidez internacional contribuía para enfraquecer a confiança na moeda americana (CARVALHO, 2004).

Carvalho (2004) também cita o “paradoxo de Triffin” na qual ele explica que uma das explicações correntes sobre a crise que levou o fim do regime monetário de Bretton-Woods se refere à combinação de dois fatores. Em primeiro lugar, o forte aumento da circulação de dólares devido aos sucessivos déficits no Balanço de Pagamentos após a Segunda Guerra Mundial. Em segundo lugar, o crescimento exponencial do mercado de Eurodólares, na segunda metade dos anos 1960, que levou ao aumento desordenado da liquidez internacional, fora do controle do FED.

Com isso, apoia-se que esses dois acontecimentos criaram um excedente de dólares incompatível com a quantidade de ouro disponível no *Fort Knox*, que deveria servir de lastro para o dólar. Diante disso, em agosto de 1971, incapaz de conter a especulação no mercado cambial, o governo Nixon anunciou que o dólar não poderia mais ser trocado por ouro e decidiu abolir o acordo que previa a conversibilidade do dólar em ouro. Na tentativa de manter o sistema de Bretton-Woods, o governo americano teria de manter um balanço de pagamentos superavitário para reconquistar a confiança do dólar.

Nesse contexto, já no início de 1973, Krugman (2005) já destacava o caráter do liberalismo econômico, que tomou conta das economias e do sistema cambial (flutuante). Os bancos centrais passaram a não intervir no câmbio para fixar seus valores. Ainda segundo o economista, Paul Krugman (2005), a manutenção das taxas de câmbio oscilantes tornava a política monetária mais autônoma, além de apresentar uma função de estabilizador automático. Ainda de acordo com o autor, a intensificação da globalização econômica mundial tornou impossível a manutenção de taxas de câmbio fixas, no longo prazo.

Por outro lado, os defensores das taxas de câmbio fixas afirmam que o sistema de câmbio flutuante não está livre de graves problemas, aliás, esse regime cambial apresentou uma atenuação nas desigualdades econômicas entre os países e suas respectivas vulnerabilidades (PRATES, 1997). Além disso, provocaria uma ruptura na disciplina monetária alcançada com o câmbio fixo, causaria especulações cambiais, perturbações no mercado financeiro e também danos ao comércio e investimentos internacionais, com políticas econômicas não mais coordenadas.

Dessa forma, durante a recessão de 2008, observa-se um forte cenário na qual o SMI vem sofrendo ajustes e as relações monetárias adquiriram novas características. Segundo Anderlini (2012), durante os efeitos da crise, o presidente do banco central chinês, Zhou Xiaochuan, propôs a criação de uma reserva de valor ou moeda que não tivesse ligação com nenhuma nação e que fosse capaz de se manter estável no longo prazo, sendo controlada pelo FMI. De acordo com Zhou, a China estaria preocupada com o risco inflacionário e o impacto negativo que a impressão de moeda causaria na economia chinesa e no resto do mundo, principalmente porque a China detém grande parte de suas reservas internacionais em dólar, assim como o Brasil.

Entretanto, apesar da sugestão chinesa de expandir a utilização dos *SDRs*, criado pelo FMI em 1969 – remetendo, inclusive, ao projeto de John Maynard Keynes para a criação da moeda internacional *bancor*, entre 1940-42, que perdeu para o projeto de Harry Dexter White na conferência de Bretton-Woods – “poder monetário americano” ainda é uma realidade que

influencia as relações comerciais e financeiras. As consequências e os efeitos das políticas econômicas americanas afetam o dólar e, conseqüentemente, as reservas internacionais.

3 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Nessa última década, a economia mundial passou por um período de aprofundamento da globalização financeira, regida pelo forte avanço tecnológico, a revolução nos meios de comunicação e a transferência de informações entre as nações num espaço curto de tempo. Desde a crise do sistema de Bretton-Woods, esse processo vem se destacando por períodos de instabilidade econômica e pelo retorno de práticas liberais em detrimento das práticas keynesianas (SOLOMON, 1999).

Esse fato é retratado pela evidência da desregulamentação do setor financeiro com um aumento expressivo dos derivativos e da expansão do capital financeiro nos mercados globais; também pelo enfraquecimento do poder regulatório do Estado mesmo com inúmeras rodadas de políticas econômicas de estímulo e reequilíbrio econômico.

No combate a essa desregulamentação e, conseqüentemente, aos impactos da crise no mercado financeiro, os governos tiveram de buscar estratégias keynesianas na utilização de políticas anticíclicas de intervenção, principalmente no que diz respeito à redução da taxa de juros, ao controle do nível de preços, entre outras medidas de controle de liquidez monetária.

Além disso, para reforçar esse cenário recessivo, Corazza (1996 e 1997) diz que a globalização financeira não difere de uma tentativa de estabelecimento de uma nova ordem internacional, pois ela é caracterizada, principalmente, por um período de instabilidade e de desordem internacional, e não como um período virtuoso de crescimento, estabilidade e melhora nas condições sociais, como foi, por exemplo, o período da ordem de Bretton-Woods.

Ainda assim, a principal característica do processo de globalização financeira é que os efeitos se espalham rapidamente pelas outras economias interligadas por esse complexo sistema financeiro global. Entretanto, diferente das ordens estabelecidas anteriormente, essa nova ordem deriva de um período na qual se observa uma financeirização das relações econômicas, marcadas por um alto endividamento dos Estados, pela transferência de recursos públicos para o controle e reestruturação da economia e, conseqüentemente, pela maior concentração de renda nos setores financeiros, tendo em vista o controle acionário das empresas multinacionais estarem no poder de grandes conglomerados financeiros e bancos.

Para Chesnais (2005), a nova configuração do capitalismo financeiro ainda apresenta como formas de organização mais facilmente identificáveis as empresas multinacionais, que têm como objetivo organizar a produção de bens e serviços, captar o valor e organizar de maneira direta a dominação política e social do capital em face dos assalariados. Além delas,

as instituições financeiras e não-financeiras vem concentrando cada vez mais capital, advindo dos juros de empréstimos e spreads dos títulos e derivativos despejados na economia mundial, impactando negativamente para o crescimento das economias.

3.1 CRISES FINANCEIRAS DOS ÚLTIMOS ANOS

É possível observar transformações contínuas na economia mundial provinda da financeirização da economia mundial e dessa grande interdependência entre os sistemas financeiros. Tais mudanças, constantes na ordem mundial, atingem com inusitada velocidade as formas de existência dos Estados, as relações entre eles e até mesmo o cotidiano das sociedades civis contemporâneas.

As recentes crises do sistema financeiro – a crise asiática de 1997, a russa de 1998, a crise financeira de 2008 e a atual crise fiscal da zona do euro – tem posto a prova tanto as condições de ajuste e controle dos países e seus bancos centrais como também a incapacidade de solução das principais causas delas. Em outras palavras, pode-se dizer que essas recentes depressões econômicas tem gerado debates em relação à atuação corretiva dos órgãos internacionais e, também, dos países desenvolvidos.

Antes de detalhar as consequências, deve-se pontuar uma característica interessante do início desse período de crises, na segunda metade da década de 1990, cujos protagonistas foram as economias emergentes. Havia uma forte dependência de capital externo dessas economias emergentes. Por serem devedores dos países desenvolvidos, as economias emergentes dependiam do fluxo de capital desses países para cobrirem seus saldos em conta corrente, porém muitas vezes o capital se dirigia para setores especulativos, que não trazia um retorno em produtos de exportação e, por isso, afetava a balança comercial e, conseqüentemente, a conta corrente.

Entretanto, a crise financeira atual originou-se na economia americana, ou melhor, nos países credores e, agora, perpetua-se pelas economias europeias, contaminando os demais países desenvolvidos e em desenvolvimento. Nessa lógica, os países emergentes trataram de utilizar dos mesmos artifícios dos quais os países desenvolvidos utilizaram para reanimar suas economias. Atuação na depreciação de suas moedas, ajustes na taxa de juros e acumulação de reservas internacionais, ou seja, tornando-se credores mundiais. Dessa forma, a postura desses governos na sustentação de suas atividades econômicas, com a utilização de políticas anti-cíclicas, tem sido criticada pelas economias desenvolvidas, alegando, pois essa estratégia impacta na dominação econômica dos credores, que sempre buscaram os países com taxas de

juros altas e câmbio apreciados, já que seus produtos possuem melhor qualidade e custo menores.

Essa perda de espaço dos países desenvolvidos para as economias emergentes pode ser comprovada pelos recentes rebaixamentos dos títulos soberanos de grandes países pelas principais agências classificadoras de risco, como a *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*. Em agosto de 2011, a agência de classificação de risco *Standard & Poor's* penalizou a nota dos EUA, rebaixando-a de “AAA” para “AA+”. Assim, configurou-se a primeira vez, desde 1917, que o país teve sua nota de investimento reduzida.

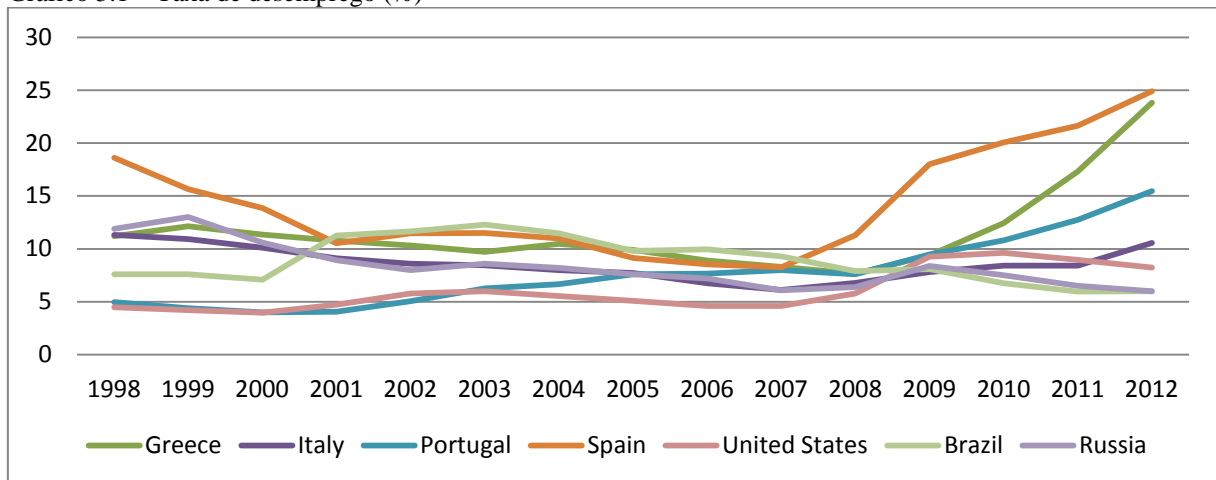
A justificativa para esse rebaixamento foi o desgaste político interno do congresso americano em decidir seus pacotes econômicos expansionistas e suas estratégias de gestão da dívida pública, que, nesse caso, foi a de aumentar o teto da dívida. Esse impasse político e econômico de indecisão na rolagem da dívida e com uma taxa de desemprego em níveis indesejados pode ter guiado a decisão da agência.

Além da nota americana, diversos outros títulos europeus tiveram suas notas rebaixadas durante a recessão de 2008. Não obstante, observam-se novas análises e rebaixamentos de países como Espanha e Grécia, refletindo o grave problema da crise fiscal europeia, que ainda persiste e contamina diversos setores dessas economias, como o bancário, o de seguradoras e o de construção civil. Esses setores são considerados grandes *players* da economia, principalmente do mercado de crédito, pois consolidam o estímulo do governo ao crédito, retomando o nível de atividade da economia com o setor de construção civil, através dos financiamentos imobiliários proporcionados pelos bancos.

Recentemente, em novembro de 2012, o rebaixamento dos títulos franceses gerou um sinal de alerta sobre a UE e o resto do mundo. As agências classificadoras de risco analisaram algumas variáveis importantes de confiabilidade econômica de curto prazo – que impactam nas expectativas de investidores e da população sobre uma recuperação econômica – como, por exemplo, a relação risco-retorno e a qualidade dos títulos europeus (análise dos *yields* dos principais títulos soberanos de dois anos e a evolução dos *spreads* de CDS de cinco anos das economias europeias⁴) e também a taxa de desemprego dos países europeus dos EUA, conforme gráfico a seguir.

⁴ Os *yields* soberanos correspondem aos rendimentos dos títulos soberanos, que são as principais fontes de financiamento e endividamento público dos países. Já os *spreads* de CDS (credit default swaps), são os ativos que correspondem a seguros contra a insolvência dos países, que servem como termômetro da solvência e da confiança das economias.

Gráfico 3.1 – Taxa de desemprego (%)

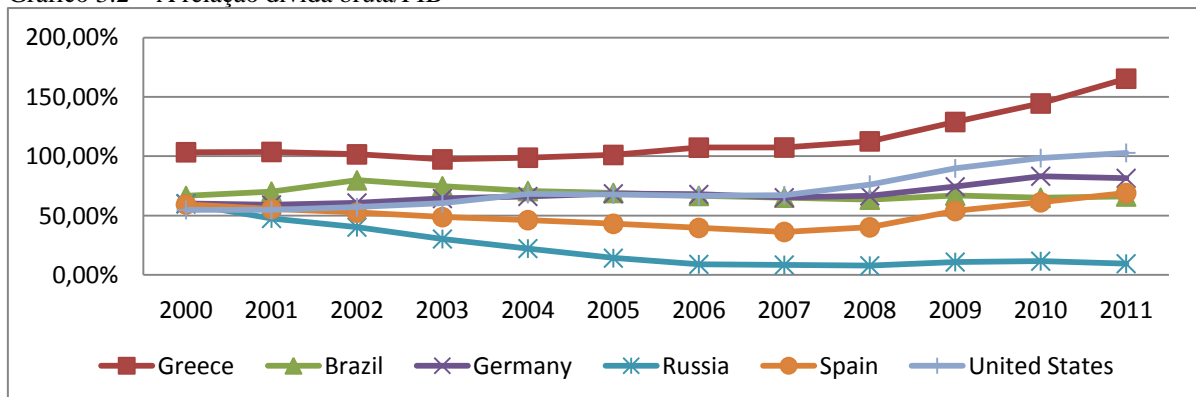


Fonte: FMI (2012)

Analisando o gráfico, verificamos que as taxas de desemprego de Portugal, Espanha e Grécia estão aumentando gradativamente, principalmente após a recessão de 2008. Em um cenário na qual seriam necessárias políticas de estímulo fiscal em setores estratégicos, com o intuito de reanimar a economia e abrir espaço para a atração de mais investimentos externos que pudessem realocar essa força de trabalhadores no mercado de trabalho.

Porém, observa-se uma decisão de adotar políticas de austeridade e corte de gastos, além de uma forte imposição dos órgãos e fundos para que os países adotem essa política rígida de austeridade, principalmente na adequação das contas públicas para combater o “grande vilão” fiscal. No gráfico 3.2, detalha-se esse atual problema europeu e também americano⁵, contrastado com o quadro brasileiro e russo. Ambos são detentores de reservas internacionais e apresentam as duas menores taxas entre esses países, no ano de 2011.

Gráfico 3.2 – A relação dívida bruta/PIB



Fonte: FMI (2012)

⁵ Após a reeleição de Barack Obama a presidência americana, em Novembro de 2012, fala-se muito da adoção de um “abismo fiscal” americano, que seria a adoção de uma política fiscal contracionista de corte nos gastos públicos e corte de isenção e aumento de alguns impostos.

Atenta-se para um quadro delicado da dívida grega, destacando o aumento desde o período da crise financeira de 2008. Nota-se também a evolução da dívida americana para mais que o valor do seu PIB de 2011, demonstrando também um impacto da política anticíclica de afrouxamento monetário e de gastos excessivos do governo. Apesar de volátil, o quadro brasileiro apresentou certa estabilidade devido à agilidade da política econômica e a resposta no combate à crise.

Desse modo, pode-se verificar que a razão entre dívida bruta/PIB tem relação com o acúmulo de reservas e a maior estabilidade das finanças dos países. Ainda analisando o gráfico 3.2, o Brasil e a Rússia configuram os dois países com o menor índice e que pode ser explicado pela segurança econômica que as reservas internacionais proporcionam, já que ambos os países se destacam entre os maiores detentores.

Nota-se que os antigos credores mundiais, como Estados Unidos e Alemanha, viram suas dívidas aumentarem ao longo desse período. Pode ser que seja uma estratégia das economias desenvolvidas, porém, atualmente, as antigas estruturas foram substituídas por um novo ordenamento internacional, tanto no nível internacional como também no nível nacional. Nesse caso, a principal reestruturação pode ocorrer na zona do euro, com a readequação de suas políticas e até mesmo de seus membros.

[...] O mercado global está, segundo eles dizem, muito mais desenvolvido do que estava em épocas recentes, nos anos 60 e 70, por exemplo, e é indiferente às fronteiras nacionais. As nações perderam uma boa parte da soberania que detinham e os políticos perderam muita da sua capacidade de influenciar os acontecimentos. [...] O volume do comércio externo de hoje é superior ao de qualquer período anterior e abrange uma gama muito mais extensa de bens e serviços. Mas a maior diferença registra-se a nível financeiro e nos movimentos de capitais. (GIDDENS, 2000, pg.57).

De acordo com Giddens (2000), houve uma grande deterioração macroeconômica e financeira dos mecanismos e instrumentos institucionais de regulação dos fluxos de capitais a partir dos anos 80. Neste contexto, o próprio ciclo econômico assumiu uma forma imprevisível e passou a ser comandado pelo constante ciclo de valorização e desvalorização dos ativos financeiros em escala global, inseridos, assim, em um sistema sem regulamentação.

Portanto, como resultado da globalização e da internacionalização das políticas e das relações econômicas em escala mundial, esses períodos de instabilidades trouxeram a tona um debate importante em relação aos Estados frente ao liberalismo desregulatório, não apenas no que tange à capacidade de desenvolver políticas regulatórias e específicas no campo econômico, mas também, a capacidade estrutural relativa às questões sociais e ao

desenvolvimento de uma solução definitiva de combate a essas depressões que assolam constantemente as economias mundiais.

Se o papel da crise econômica é trazer junto com o perigo e a incerteza as oportunidades de crescimento, essa estratégia dos países emergentes em acumular reservas internacionais pode ser uma oportunidade de mostrar a segurança e o controle econômico estabelecido e mostrar a força econômica e política deles frente a esse novo cenário globalizado.

4 ANÁLISE DAS RESERVAS INTERNACIONAIS

Com base nos tópicos anteriores, foram destacados os principais mecanismos que tem relação direta com a movimentação e a manutenção das reservas internacionais. Os países europeus, e até mesmo os Estados Unidos, têm apresentado uma postura diferente em relação ao acúmulo de reservas internacionais e no combate contra crises e instabilidades no fluxo de capital internacional.

Porém, algumas nações, principalmente as maiores economias emergentes, tem demonstrado um movimento semelhante quanto ao acúmulo de reservas e a sua utilização para fins de controle cambial como também para controle de liquidez monetária, entre outras estratégias econômicas neokeynesianas de combate à crise.

Antes de iniciar a análise dos indicadores que abrangem os reflexos da crise e das políticas econômicas – com a apuração do custo-benefício das reservas internacionais, a verificação do acúmulo e do uso dela como política de estímulo contra crises – será apresentada a estrutura das reservas internacionais, como: custos, ativos estrangeiros e alguns indicadores de nível ótimo.

A apresentação do conceito das reservas internacionais pode ser dada como uma modalidade de investimento na qual o investidor (país) opta por investir o capital (dólares excedentes no saldo do balanço de pagamentos, quando superavitária) em ativos estrangeiros. Segundo consta nas condicionalidades do FMI, os países devem expor seu capital em ativos estrangeiros de alta liquidez e baixo risco.

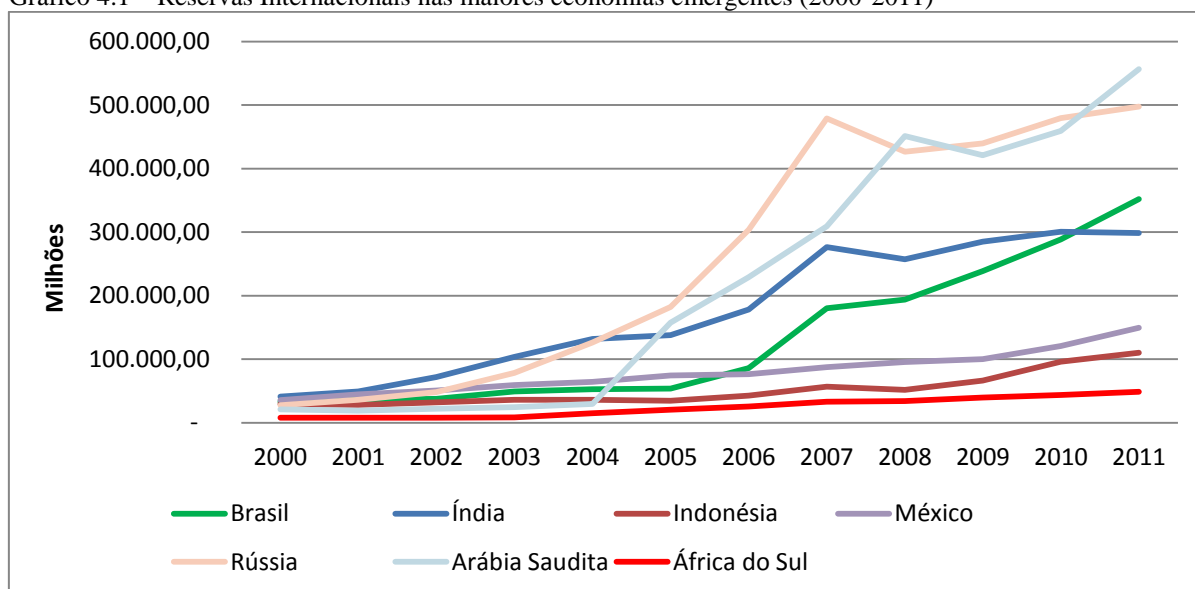
Um exemplo clássico de um ativo de altíssima liquidez é o ouro, já que seu volume de negociação na bolsa de mercadorias é alto, ou seja, a demanda é muito maior que a oferta. Seguindo dele, destacam-se os títulos da dívida soberana de países como Estados Unidos e Alemanha, que são países com um baixo risco de *default*, ou seja, de calote da dívida pública, que os tornam ativos seguros.

Antes do colapso de Bretton-Woods, no início de 1970, grande parte dos países utilizavam as reservas internacionais com o intuito de se proteger do regime de câmbio fixo e permitir ao Banco Central a possibilidade de estabilização da emissão de moeda e dos preços internos com a negociação desses ativos em moeda estrangeira. Em outras palavras, eles atuavam no ajuste dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, através de intervenções diretas em sua taxa de câmbio, ou seja, interferiam na taxa de câmbio de modo a equilibrar suas contas internas.

Hoje, sabe-se que as maiores economias emergentes – que estão tão vulneráveis a essa grande interação do mercado financeiro quanto as economias desenvolvidas – mantêm estoques de reservas internacionais mais elevados como estratégia de precaução contra eventuais instabilidades financeiras internacionais.

Nota-se no gráfico 4.1 esse *boom* das reservas internacionais, com destaque para o período entre crises (2003 a 2008) na qual os países emergentes registraram taxas elevadas de acúmulo em relação aos países desenvolvidos – como Japão e Estados Unidos – com destaque para o Brasil, Rússia, Índia e Arábia Saudita, esse último país compreende aos países ricos em petróleo, que ainda se beneficiam do grande superávit comercial proporcionado pela exportação dessa importante commodity.

Gráfico 4.1 – Reservas Internacionais nas maiores economias emergentes (2000-2011)



Fonte: The World Bank (2012)

Essa manutenção de grandes reservas de capital em moeda estrangeira tem um custo operacional e que difere de país para país. Conforme demonstrado no tópico da taxa de juros, os custos de captação delas estão relacionados à diferença entre a taxa de juros interna – na qual o Banco Central remunera seus títulos – e a taxa de juros obtida pela aplicação das reservas em ativos estrangeiros – geralmente aplicadas em títulos do Tesouro norte-americano, mas podendo ser aplicado também em ouro ou outro título soberano estrangeiro com alta liquidez, baixo risco e baixa rentabilidade. Além disso, também existe a possibilidade de valorização ou desvalorização cambial, que afetam as reservas tanto positivo quanto negativamente.

A grande discussão se dá em torno desse alto custo e do *trade-off* dele em relação ao investimento desse montante na economia real, que poderia ser mais produtivo do ponto de vista social - por exemplo, no aumento do investimento agregado da economia ou no gasto com programas sociais, como por exemplo, o Bolsa-Família. Entretanto, existe um benefício e uma segurança em se manter as reservas internacionais em um nível ótimo, relacionando-a com a dívida externa de curto prazo, com o PIB e com o nível da dívida interna.

Para a obtenção da estabilidade dessas relações entre dívida pública e PIB, deve-se destacar a importância da obtenção de superávits orçamentários primários (MEURER, 2006). Ainda segundo o autor, se a relação dívida/PIB crescer indefinidamente o risco estará aumentando, devido ao aumento dos juros exigidos pelos compradores de títulos. Nesse caso, as reservas internacionais estariam contribuindo mais para a instabilidade do que para a segurança econômica da economia.

Para Feldstein (1999), a conclusão foi de que, após a crise na Ásia, em 1997, os países em desenvolvimento não poderiam depender apenas da ajuda via FMI e de reformas na arquitetura financeira internacional, sendo assim necessária uma busca pelo aumento da liquidez de seus ativos internacionais.

A iniciativa desses países em adotar medidas de combate à crise semelhante às medidas usadas pelos países desenvolvidos, inclusive gerando uma discussão e uma indisposição deles com essas políticas econômicas dos emergentes, já que eles são os maiores credores da dívida. Nesse caso, os países desenvolvidos e, principalmente seus empresários e investidores se sentem atingidos, pois suas operações financeiras ficaram menos atrativas. O governo desses países, então, utiliza de políticas comerciais (subsídios) e outras medidas para defender seus interesses e de seus investidores.

Portanto, os países emergentes procuraram estabelecer um maior nível de ativos internacionais líquidos, pois assim, ao ser atingido por uma eventual redução de fluxo de capitais, seria capaz de suavizar os impactos sobre sua economia real e tornar possível uma manutenção dos fluxos financeiros e dos investimentos produtivos ao reforçar a qualidade dos fundamentos da economia interna.

Esse processo ocorre quando os países intercambiam suas reservas internacionais por moeda doméstica e as despeja na economia através da política monetária de redução de juros básicos. Dessa forma, a atividade econômica é retomada e os fluxos de capitais e investimentos retomam o seu ciclo virtuoso na economia.

4.1 RISCO E DEPENDÊNCIA DO CAPITAL EXTERNO

O Brasil passa por um período de seis anos no qual se observou uma queda relativa da taxa básica de juros e a manutenção em patamares menores a 15% ao ano (7,25% no final de 2012 e manutenção no início de 2013, segundo a ata do COPOM). Tal fato vem sendo explicado, pelo BCB, como parte da estratégia de política econômica de combate à recessão mundial. O principal ponto dessa estratégia é a política de estímulo interno e de controle da taxa de câmbio para manter a competitividade da indústria e das exportações, objetivando a expansão da atividade econômica e seu reaquecimento.

O objetivo dessa seção é destacar o risco e a dependência do capital externo ainda existente na economia brasileira. Sabe-se que essa relação de dependência e de devedor internacional existe há muitos anos, porém também vale pontuar a ascensão ao posto de credor internacional desde a última década, quando o Brasil começou a fazer parte dos países credores do FMI e também quando iniciou a política de acúmulo de reservas internacionais.

Acerca dessa questão, é importante detalhar a análise do custo-benefício das reservas ao país, que obtiveram um custo de US\$ 38,8 bilhões em 2009, US\$ 25,7 bilhões em 2011 e, aproximadamente, US\$20 bilhões em 2012. Conforme dados expostos nesse trabalho, o Brasil não possui a prerrogativa de ter um saldo positivo em sua conta corrente e também apresenta uma volatilidade em seu resultado fiscal primário – quando analisado o superávit primário subtraído dos pagamentos de juros.

Apesar das receitas do governo exceder as despesas, o que caracteriza um superávit primário – seguindo a meta de manutenção do superávit fiscal adotado pelo governo há mais de dez anos – os recursos destinados ao pagamento de juros e amortizações ainda são elevados e atingem as divisas nacionais (45% do PIB). Na conta externa da economia, as saídas de dólares de remessas de lucros e dividendos, somados a queda no saldo da balança comercial, acarretam também em um déficit da conta corrente, visto no gráfico 2.2.

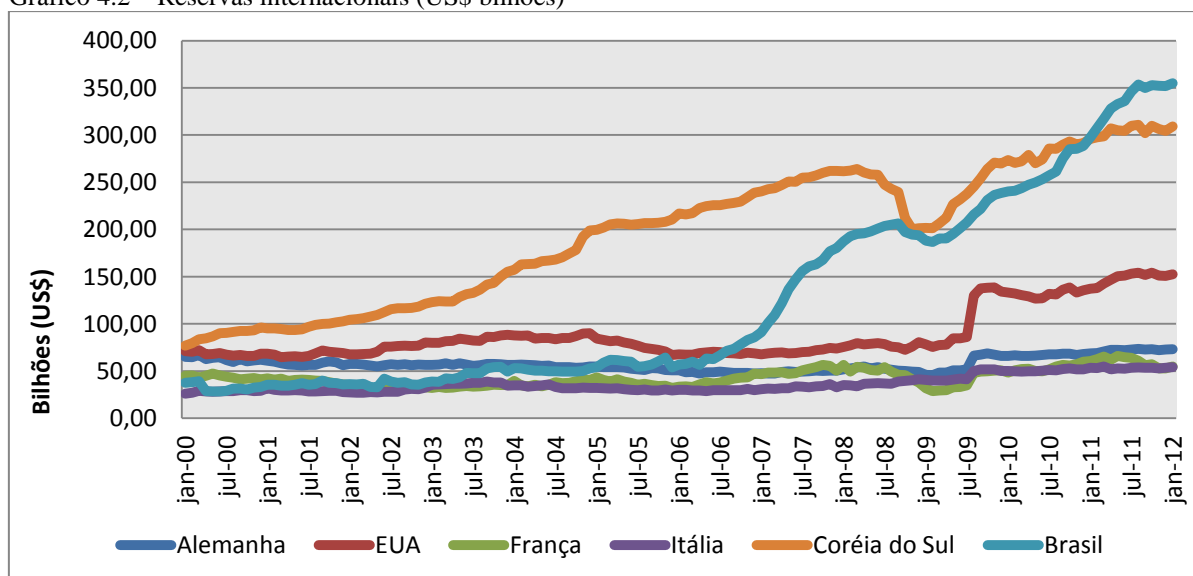
Nesse mesmo gráfico, observa-se a grande dependência do fluxo de capital externo para cobrir a balança de pagamentos e, inclusive, excedê-la. Os investimentos diretos estrangeiros ainda seguem trazendo grande volume de capital para o país, assim como os empréstimos. Porém, um fator importante para se observar é a razão entre o déficit da conta corrente e a conta capital e financeira. Em 2011, ela cobria 171% da conta corrente. Já em 2012, cobre apenas 65,9%. O que explica um arrefecimento no fluxo de capital externo para o país.

Voltando a análise para o gráfico 2.2 e 2.3, observa-se, no período de 2000 até 2005, que os saldos da conta corrente e da conta capital oscilavam muito e não contribuíam para um saldo do balanço de pagamento positivo e propício ao acúmulo de reservas. No período de 2006 em diante, o saldo da conta de capital foi positiva e contribuiu para o saldo positivo do balanço de pagamento, o que proporcionou um excedente de divisas estrangeiras no mercado interno.

O governo, nesse último período até 2012, vem adotando a estratégia de esterilização do câmbio, comprando os dólares e evitando que o câmbio se desloque com muita força e que eles inflem a economia, gerando inflação. O primeiro objetivo dessa estratégia, declarado pelo Ministro da Fazenda do Brasil, Guido Mantega, era recompor as reservas, consideradas importantes para estabilizar a economia em momentos de crise. O segundo objetivo é evitar oscilação do real em relação ao dólar, intercedendo para que a cotação da moeda americana fique por volta de R\$2,00/US\$ e complique as exportações, a competitividade interna e as empresas endividadas em moeda estrangeira.

Detalhando mais a política de esterilização cambial, o governo atua na retenção das divisas americanas excedentes no balanço de pagamentos, dando reais em troca. Porém, para evitar que essa moeda circule no mercado, resultando em uma “superoferta” de moeda, que levaria ao aumento da inflação, o governo faz o que se chama de esterilização. Essa operação compreende na emissão de títulos públicos, que são trocados com esses reais. Os dólares retidos pelo governo são, então, direcionados aos ativos de alta liquidez do mercado externo, inflando a conta das reservas internacionais brasileiras.

Gráfico 4.2 – Reservas internacionais (US\$ bilhões)

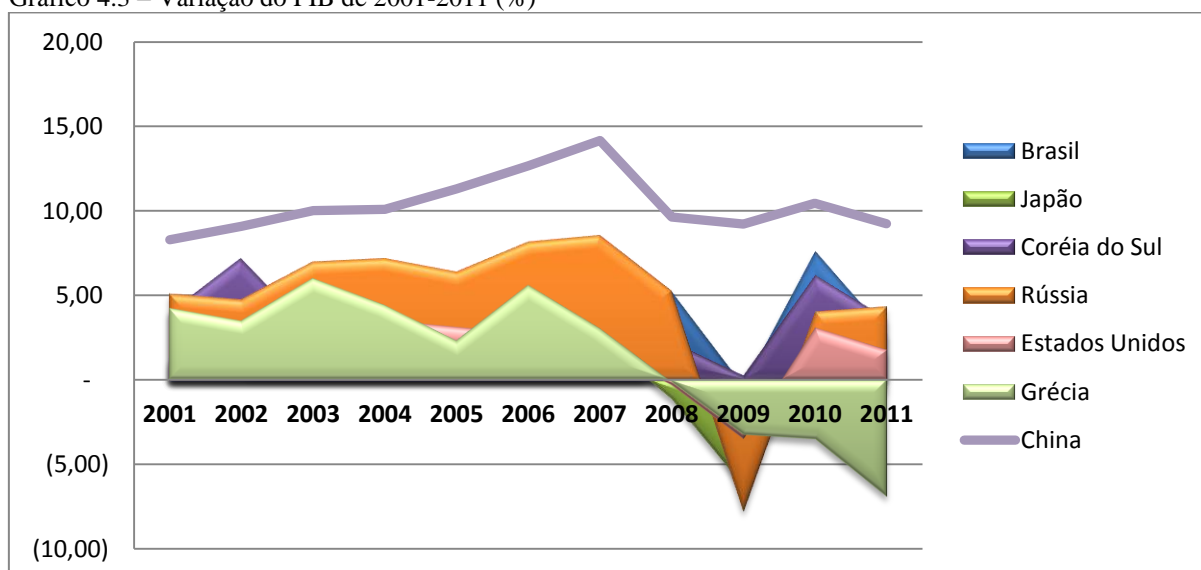


Fonte: FMI – IFS (2012)

O gráfico 4.2 demonstra a evolução das reservas internacionais brasileiras em comparação com os países europeus, os EUA, a Coréia do Sul e o México. Destaca-se o grande salto que ela deu no final de 2006, ultrapassando a Coréia do Sul no início de 2011. No gráfico 4.1, percebe-se um movimento de forte acúmulo russo e indiano, até mesmo anterior ao salto dado pelas reservas brasileiras, em 2006. Porém, ainda assim, a partir de 2010, o nível de reservas brasileiras ultrapassou o nível indiano, permanecendo apenas atrás da Rússia e da China (US\$3,2 trilhões em 2011) dentre as maiores economias emergentes.

O gráfico 4.3 mostra a variação anual de 2001 até 2011, na qual podemos identificar um período de reaquecimento do nível de crescimento econômico mundial, destacando a Rússia, o Brasil e a China. Porém, em 2008, observa-se a queda abrupta das taxas de crescimento, caracterizada pela crise financeira de 2008 que assolou os EUA e impactou instantaneamente todas as economias interligadas.

Gráfico 4.3 – Variação do PIB de 2001-2011 (%)



Fonte: IMF.Stat (2012)

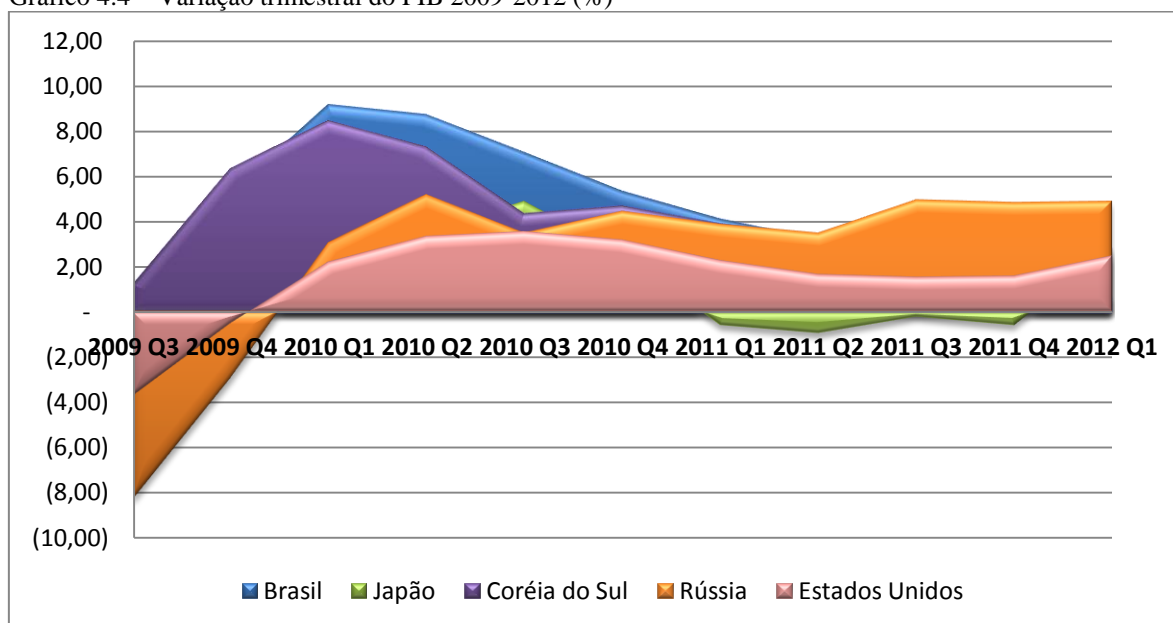
Interessante notar que a economia chinesa sentiu menos o impacto da crise e se manteve instável durante o epicentro da crise de 2008, apesar de ver sua taxa cair em cinco pontos percentuais de 2007 para 2008. Com uma recuperação rápida e com o respaldo das reservas para injetar liquidez na economia, o Brasil se recuperou e atingiu uma taxa de crescimento alta, logo após o estouro da crise financeira, em 2010. Entretanto, o cenário externo não demonstrou uma reação positiva e a taxa de crescimento do PIB retornou a patamares modestos, inferiores as expectativas do governo brasileiro.

Entretanto, a crise financeira ainda vem causando alguns efeitos profundos e duradouros na dinâmica econômica mundial que, conseqüentemente, acaba retardando todo o processo de recuperação mundial. Algumas economias, principalmente as europeias, sentiram a crise de uma forma diferente, expondo algumas fragilidades e cicatrizes talvez difíceis de serem reparadas.

A economia grega apresentou uma grande oscilação na sua taxa de crescimento, apresentando uma forte depressão, que parece tomar uma dimensão duradoura em suas atividades econômicas. Por não ter uma quantidade razoável de reservas, o país luta diariamente ante a dura tarefa de ajustar as contas públicas e arrumar uma saída para reequilibrá-las, ficando preso aos empréstimos, ao capital externo e às políticas contracionistas e de enxugamento do gasto público.

Desde a instauração da crise, o governo brasileiro já vem atuando com ênfase em sua política econômica para manter seus indicadores econômicos estáveis. O próximo gráfico aborda a variação trimestral do PIB após a eclosão da crise, na qual se pode notar um reaquecimento das economias logo após as políticas econômicas de estímulo ao consumo e ao reaquecimento das atividades econômicas. Mesmo assim, percebe-se um arrefecimento do movimento de recuperação já na metade de 2010, tendo conseguido, apenas a China e a Rússia, uma taxa de crescimento acima de 4%, que são grandes detentores de reservas.

Gráfico 4.4 – Variação trimestral do PIB 2009-2012 (%)



Fonte: IMF.Stat (2012)

4.2 RESULTADOS DA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA

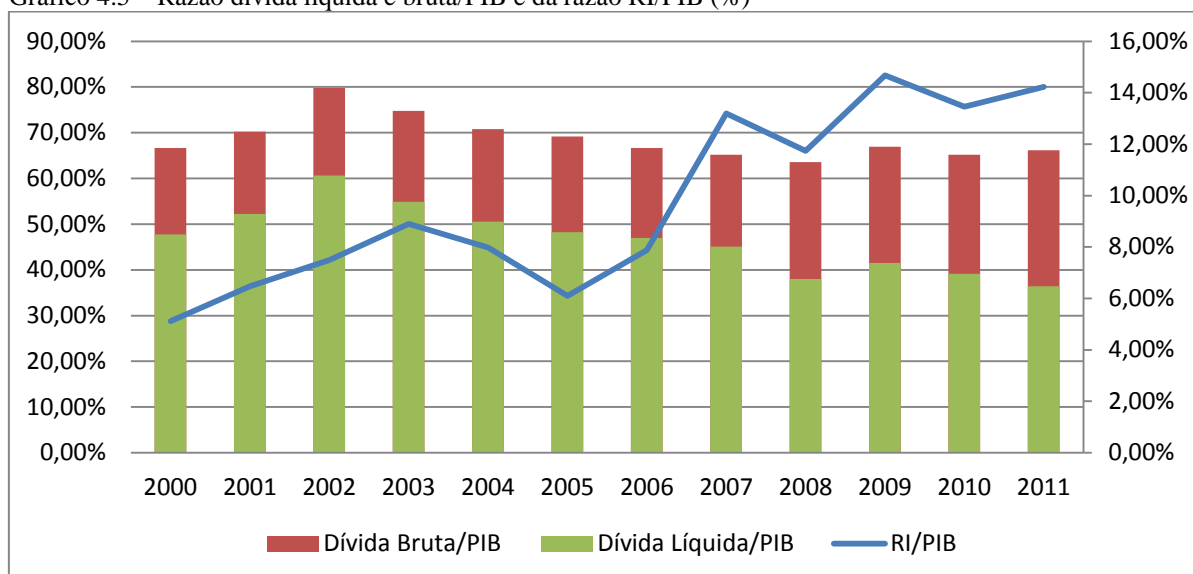
O governo brasileiro respondeu à crise de 2008 rapidamente, através de políticas de estímulo econômico. Ele atuou na economia com o uso das reservas internacionais para transferir liquidez monetária à economia, além de também fomentar políticas fiscais e de controle cambial. Essa última, adotada recentemente com mais ênfase, visa à absorção de dólares excedentes da conta financeira, através da esterilização do câmbio. O BCB troca essas divisas por reais. Esse montante aumenta a base monetária da economia, que por sua vez, é enxugada através da emissão de títulos de dívida pública pelo próprio BCB. Como se pode notar, o incremento das reservas internacionais é viabilizado através do aumento da dívida pública e seu prêmio de risco é muito superior ao rendimento das aplicações das reservas, já que, em sua maioria, são aplicados em títulos do governo norte-americano.

Diferente da postura brasileira, alguns países europeus – como a Grécia, Espanha e Portugal – tiveram restrições quanto a suas políticas de combate à crise. Esses países amarguravam problemas fiscais gravíssimos e tiveram grandes dificuldades em equilibrar suas contas, já que não podiam atuar diretamente no afrouxamento monetário, já que essa prerrogativa compete apenas à União Europeia⁶ e envolve a decisão de todos os países em querer rebaixar ou não a taxa de juros. Além disso, observa-se que esses países não possuíam reservas em ativos estrangeiros que podiam assegurar uma maior capacidade de intervenção e de estímulo em suas economias, tendo que recorrer ao capital externo.

Retornando ao cenário brasileiro, nota-se – ao analisar o gráfico 4.5 que mostra a variação da razão dívida/PIB e da razão RI/PIB – que a primeira decresceu devido a uma queda da taxa de juros do período. Por outro lado, a relação entre as reservas internacionais e o PIB atingiu patamares maiores, após a adoção da política de acúmulo de reservas em 2006. Em 2008, percebe-se uma queda no volume de reservas devido ao uso delas a fim de cobrir a fuga de capitais e estimular a demanda agregada interna com o estímulo ao consumo e ao reaquecimento dos principais setores da economia.

⁶ Essa condição se dá pelo fato desses três países serem membros da União Europeia e adotarem o euro como moeda comum. Nesse caso, a política monetária fica a cargo do Banco Central Europeu (BCE).

Gráfico 4.5 – Razão dívida líquida e bruta/PIB e da razão RI/PIB (%)



Fonte: BCB (2012)

Além do aumento da razão reservas/PIB – que dobrou nos últimos sete anos, mas ainda é baixa em relação a outros países detentores, como China e Japão – os custos para mantê-las reduziu no mesmo passo em que a taxa de juros caiu, portanto, a relação dívida/PIB.

Segundo a tese de doutorado de Nunes (2009), a autora desenvolveu uma análise econométrica da influência das reservas internacionais sobre o custo de novas emissões de dívida externa, medido pelo *spread* soberano. Segundo o modelo desenvolvido, a melhor especificação dentre as testadas foi a variável das Reservas, em detrimento das medidas alternativas, incluindo a dívida pública, tanto a total quanto a externa.

Nunes (2009) chegou à conclusão de que no século XXI, para o caso brasileiro, as reservas desempenharam importante influência não apenas na maior credibilidade de um país devedor, mas também o benefício do custo marginal decrescente da manutenção de reservas internacionais, devido à diminuição do *spread* soberano.

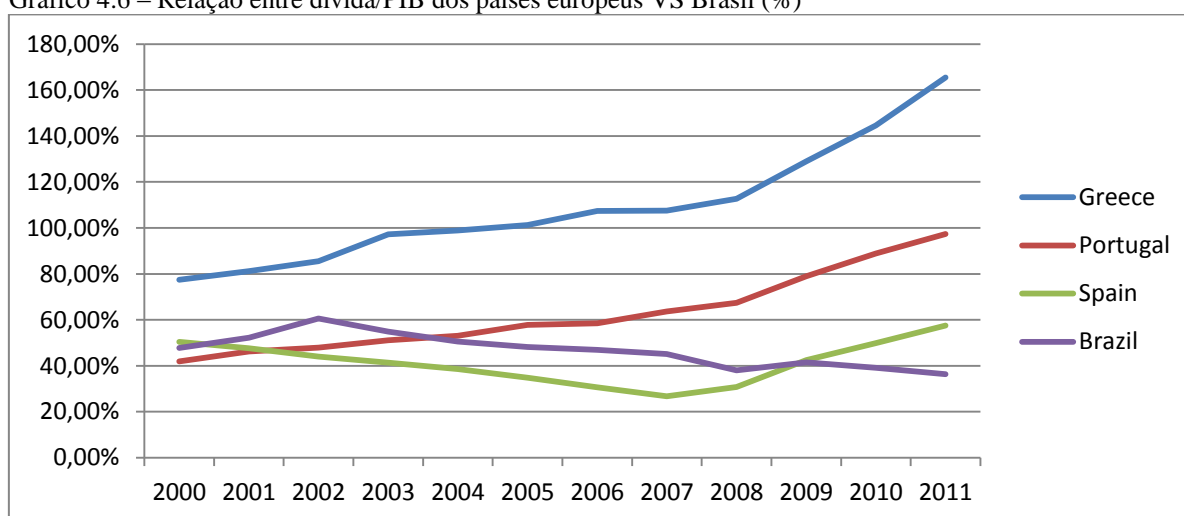
Por outro lado, segundo Meurer (2006), um aumento mais agressivo das reservas geraria efeitos consideráveis e imediatos na dívida. O aumento da dívida será tanto maior quanto mais elevado o *spread* entre as taxas de juros interna e externa. No caso atual, após 2006, observa-se que os efeitos secundários desse *spread* sobre a dívida não incentivaram a recomposição mais acelerada das reservas.

Entretanto, no caso dos países europeus citados e postos em comparação com o caso brasileiro, observa-se um movimento delicado da relação entre dívida/PIB. Desde 2008, acentuou-se o processo de déficits fiscais constantes e uma política de forte endividamento

para financiar e equilibrar as contas públicas, combatendo a fuga maciça de capital desses países. Porém, o cenário se manteve negativo e a impossibilidade de realização de um ajuste monetário piorou a retomada do equilíbrio das contas desses países.

Conforme retratado no gráfico 4.6, as taxas de endividamento público europeu, que tem sofrido um aumento considerável em relação às demais economias detentoras de reservas, representam a grande variável explicativa da dificuldade de atração de fluxos financeiros e capital externo. A desconfiança dos investidores em relação ao cumprimento das medidas de austeridade desses países agrava ainda mais o cenário e alerta para a necessidade urgente de uma intervenção nas contas públicas desses países.

Gráfico 4.6 – Relação entre dívida/PIB dos países europeus VS Brasil (%)

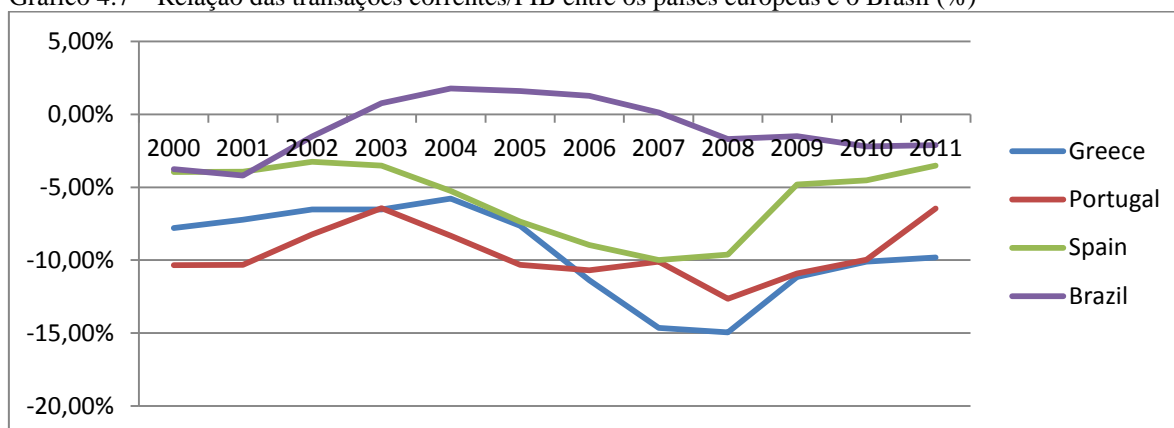


Fonte: FMI (2012)

Complementando esse gráfico, a análise do saldo das transações correntes em relação ao PIB também mostra a diferença da abordagem de políticas anticíclicas entre os países. Enquanto o Brasil adotou um regime de acúmulo de reservas internacionais – configurando a taxa de RI/PIB em 14%, em 2011 – como proteção à crise, os países europeus não adotaram a estratégia de manter ativos financeiros externos de alta liquidez e resolveram adotar o endividamento interno maciço com déficits em conta corrente.

Esse quadro, aliás, ainda permanece em pauta e vem demonstrando um maior desgaste dos fundamentos econômicos desses países. Recentemente, observam-se diversos movimentos sociais contra as medidas tomadas por esses governos contra a crise. A intolerância da população é unânime quanto às políticas austeras de redução de gastos públicos, que contribui para uma recuperação mais lenta e põe as economias numa zona de maior risco de insolvência.

Gráfico 4.7 – Relação das transações correntes/PIB entre os países europeus e o Brasil (%)



Fonte: FMI (2012)

Dessa forma, a análise do custo-benefício em se manter reservas internacionais como um “colchão” anti-crise tem tomado corpo com a observação do comportamento dos indicadores desses países. Porém, antes de afirmar isso, deve-se avaliar essa diferença de custo entre a abordagem keynesiana brasileira e a dos países europeus.

Apesar do custo da dívida desses países europeus serem historicamente baixos, inclusive abaixo do patamar dos *yields* pagos pelos títulos americanos, após o estouro da crise de 2008, eles atingiram patamares altos, conforme a tabela 4.1. Nota-se também a queda dessa taxa de rentabilidade dos títulos europeus, principalmente a partir da metade de 2012, devido aos acordos e pacotes de ajuda da União Europeia, que trouxeram um pouco de otimismo quanto à recuperação desses países de volta ao mercado financeiro.

Tabela 4.1 – Yield dos Títulos Soberanos de 10 anos (%)

País	2011	Nov/12	Variação
Grécia	35,06	15,11	19,95
Brasil	12,55	9,19	3,36
Índia	8,52	8,17	0,35
Portugal	13,00	7,57	5,43
Colômbia	7,62	6,08	1,54
Espanha	5,74	5,48	0,26
Indonésia	6,23	5,42	0,81
México	6,40	5,39	1,01
Irlanda	8,21	4,59	3,62
Itália	6,35	4,58	1,77
China	3,49	3,55	0,06
Estados Unidos	2,05	1,58	0,47
Alemanha	2,15	1,30	0,85
Japão	1,02	0,69	0,33

Fonte: Trading Economics (2012)

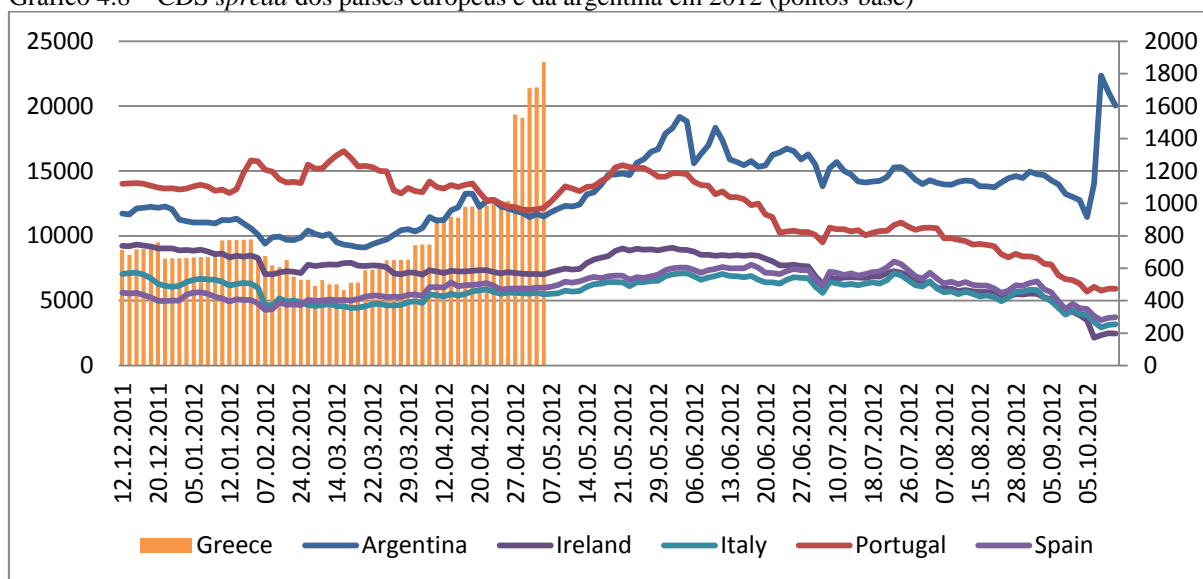
Outro indicador que demonstra esse descontentamento externo quanto à recuperação dessas economias endividadas é a taxa do *spread* do CDS. Segundo Hull, Predescu e White (2004), CDS é um derivativo de seguro contra uma possível insolvência de uma empresa ou entidade. O comprador do seguro faz pagamentos periódicos ao vendedor para receber o direito de vender o título do derivativo pelo seu valor de face, caso o evento de falência ocorra.

A taxa desses pagamentos feitos ao ano pelo comprador é chamada de *CDS spread*, que são apontados por pontos-base. Ou seja, essa operação consiste na troca de riscos entre os agentes econômicos, tomando por base a relação de risco-retorno de uma entidade ir à falência ou as dívidas de um país se tornar insolventes.

No gráfico 4.8, tem-se a taxa desses derivativos para os países com altos índices de endividamento e que tem tido seus títulos soberanos rebaixados pelas agências classificadoras de risco. Além disso, esses países não adotaram medidas efetivas de controle e combate as instabilidades em suas contas correntes, resultando em um déficit em seus saldos de balança de pagamentos e demandando uma contração maior de dívidas e empréstimos externos.

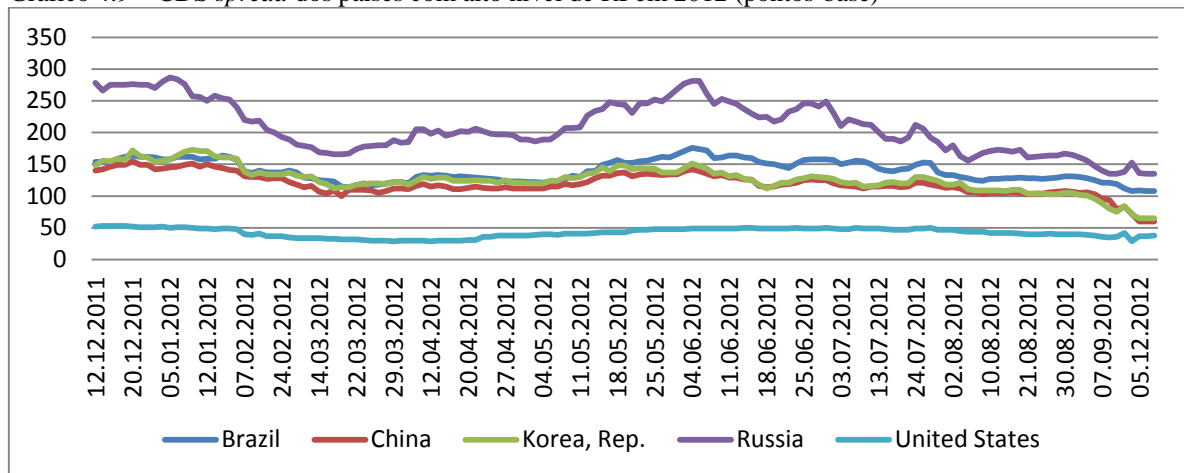
O período retratado no gráfico é o ano de 2012, quando a discussão da insolvência desses países foi colocada em pauta. Ressalta-se que a disponibilidade dos dados do CDS grego é limitada até a metade do período.

Gráfico 4.8 – CDS *spread* dos países europeus e da argentina em 2012 (pontos-base)



Fonte: Bloomberg e Deutsche Bank Research (2012)

Por outro lado, os países que adotaram uma política de acúmulo de reservas internacionais observaram uma redução da taxa dos CDS *spread*, conforme o gráfico 4.9.

Gráfico 4.9 – CDS *spread* dos países com alto nível de RI em 2012 (pontos-base)

Fonte: Bloomberg e Deutsche Bank Research (2012)

Apesar da oscilação das taxas na metade do ano de 2012, elas tiveram uma queda significativa e se mantiveram em patamares estáveis e seguros. A confiança dos investidores em relação a esses países se dá justamente por esse nível de reservas seguras e também por apresentarem uma resposta mais ágil às políticas de estímulo impostas por seus governos.

Nos últimos anos, observa-se uma tendência mundial de busca por ativos mais seguros e confiáveis, além dos investidores optarem também por alocarem seu capital em locais menos voláteis, muitas vezes até com taxas negativas de retorno, mas com um respaldo de segurança e confiabilidade dos ativos.

A figura 1 denota a evolução dessa confiabilidade dos investidores internacionais em relação aos títulos soberanos brasileiros e outros ativos nacionais. A evolução é acompanhada por esse movimento de maior acumulação de reservas internacionais e uma melhor visibilidade da economia brasileira em relação a outras economias.



5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante desse cenário mundial, na qual a globalização financeira integra cada vez mais as principais economias mundiais em um complexo sistema financeiro, as estratégias e políticas econômicas adotadas frente às instabilidades definem a posição política e econômica delas. Desde a crise de 2008, a discussão sobre a atuação do Estado tem recebido grande destaque, inclusive sendo abordada por alguns políticos e pessoas ligadas as decisões econômicas dos países como um fator imprescindível para alguns setores da economia, principalmente nos setores onde a regulação privada se torna incapaz de garantir o bem estar social da população.

Em relação aos períodos de instabilidade financeira abordados no trabalho, conclui-se que os países em desenvolvimento tem obtido maior êxito em suas políticas anticíclicas e de combate a fuga de capital e investimentos, principalmente após os episódios do final do século XX na qual eles foram protagonistas e tiveram suas economias gravemente afetadas. Em comparação com países também dependentes do capital externo e que não dispunham dos mesmos níveis de reservas, percebe-se uma diferença notável nos efeitos da crise sobre os indicadores econômicos e também no ritmo de recuperação dessas economias.

Com base nas análises tanto dos efeitos da crise como da recuperação dela, a estratégia de acúmulo de reservas internacionais se mostrou uma ferramenta importante no combate a essa redução do fluxo de capitais externos e na dificuldade de obtenção de empréstimos e financiamentos externos, mesmo que ela incorresse em custos de carregamento. Outro fator importante atribuído às reservas é o seu efeito significativo na explicação do rating soberano de crédito, realizado pelas agências classificadoras de risco.

No caso brasileiro, o objetivo de reduzir a vulnerabilidade externa perante as crises financeiras, através do aumento das reservas internacionais, surtiu efeito e refletiu em uma recuperação ágil da economia, além de resultar em uma melhor visibilidade externa, com respaldo da nota de avaliação das agências classificadoras de risco, observado na figura 1 desse trabalho. Além disso, a indicação de um custo marginal decrescente das reservas brasileiras, observado nesses últimos anos com a queda da razão dívida pública/PIB e um *spread* menor entre a taxa de juros interna e a externa, também conferiu um caráter ainda maior de segurança econômica.

No gráfico 4.5, pode-se concluir que houve uma diminuição da relação dívida pública/PIB do país, enquanto que a evolução do nível de RI/PIB aumentou até atingir 14% do PIB em 2011. Esse quadro ratifica a posição de maior credibilidade do Brasil frente ao

cenário externo, conferido pelas recentes avaliações das agências classificadoras de risco. Além disso, a política de maior acúmulo de reservas, adotado pelo BCB, refletem outro benefício importante que é o custo marginal decrescente da manutenção de reservas, com a diminuição do *spread* soberano.

Entretanto, há ainda uma falta de regulamentação do setor bancário e financeiro, principalmente americano, que acabaram sendo salvos pelo governo americano durante a crise de 2008, criando um mercado financeiro paralelo de títulos e derivativos podres, negociados pelos *bad banks*⁷. Esse novo mercado traz uma desconfiança no mercado financeiro, pois há a possibilidade de negociação desses títulos com os mercados emergentes através de grandes corporações financeiras detentoras de capital, transmitindo os títulos sem lastro para outros países.

Portanto, apesar de haver um custo oneroso nas operações de esterilização do câmbio, a taxa de juros brasileira ainda estar em um patamar alto em relação às taxas internacionais e o PIB não acompanhar uma evolução satisfatória, a política de retenção de reservas internacionais está trazendo uma confiabilidade importante para o país. O Brasil é um dos poucos países que apresentam uma razão decrescente do indicador dívida/PIB, que acaba contribuindo ainda mais no modelo de avaliação das agências classificadoras de risco.

Além disso, a alteração do quadro de devedor para credor junto ao FMI foi o primeiro passo em direção à sustentabilidade dessa posição de destaque no cenário financeiro mundial. O fluxo de investimentos diretos externos ainda é alto e promove um otimismo em relação à recuperação da taxa de crescimento do país, enquanto que a contribuição do governo em relação ao controle cambial e aos ajustes da conta corrente também contribui para reequilibrar o fluxo de divisas ao país.

Nessa perspectiva, acredita-se que esse trabalho seja apenas uma retomada do debate em relação a importância das reservas internacionais, com destaque para a posição brasileira frente a essa modalidade de investimento. Sabe-se que esse debate se concentrou na análise do nível ótimo de reservas e do seu custo para o país, porém vale ressaltar também os benefícios que elas trazem para a visibilidade externa da economia, assim como no aumento da confiança de agentes econômicos que avaliam o risco dos países.

Como sugestão para trabalhos futuros, a pesquisa sobre a manutenção da união monetária na zona do euro com uma análise do engessamento das políticas monetárias dos

⁷ Essa expressão “*bad banks*” é dada aos bancos salvos durante a crise americana. Esses bancos possuíam os títulos de hipotecas que perderam seu valor durante a crise imobiliário desse período. Porém, ao serem salvos pelo pacote do governo americano, esses títulos permaneceram sendo negociados em um mercado paralelo sem um lastro nem valor atribuído.

países membros em períodos de instabilidade. A utilização das reservas internacionais retidas pelo Banco Central Europeu no controle e estímulo fiscal de seus países membros. E, por último, uma análise dos custos de manutenção de reservas frente aos benefícios concretos que a retenção delas traz, avaliando essa estratégia com a estratégia de endividamento externo.

REFERÊNCIAS

- ANDERLINI, Jamil. **China calls for new reserve currency**. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7851925a-17a2-11de-8c9d-0000779fd2ac.html#axzz2JKcW7wnj>>. Acesso em: 23 dez. 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balanco de Pagamentos**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/sddsp/balpagam_p.htm>. Acesso em: 30 set. 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão das Reservas 2012**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2012/06/relatorio_de_gestao_das_reservas_2012.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2012.
- BELUZZO, L. G. M. (1997) Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (org.), **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, p. 151-193.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 4ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- BOCCHI, João Ildebrando (Org.). Conhecimento Científico: Desafios e Práticas da Pesquisa Econômica. In: BOCCHI, João Ildebrando. **Monografia para Economia**. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 2-35.
- BRESSER PEREIRA, L. C. **A economia e a política do Plano Real**. *Revista de Economia Política*, vol. 14, nº 4, (56), outubro de 1994.
- CARVALHO, Fernando Cardim de. **Bretton Woods aos 60 anos**. *Novos Estudos*, Rio de Janeiro, n.70, p.51-63, 01 nov. 2004.
- CASTRO, Cláudio de Moura. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1977.
- CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; DA SILVA, Roberto. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- CHESNAIS, F. **O capital portador de juros**. In: CHESNAIS, F. (Org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo. Editorial, 2005.
- CORAZZA, Gentil. **Comentários à perspectiva do Brasil contemporâneo**. In: *Olhares sobre o futuro*. São Leopoldo. Adunisinos. 1996
- CORAZZA, Gentil. **Globalização: realidade e utopia**. Porto Alegre:, vol. 15, n. 27, 1997. p. 16-27.
- FELDSTEIN, Martin. **Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management**. NBER Working Paper 8837. 1999
- GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 1999.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica: ciência e conhecimento científico, métodos científicos, teoria, hipóteses e variáveis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

GIDDENS, A. **O Mundo na Era da Globalização**. Lisboa: Editorial Presença, 2000.

HULL, John; PREDESCU, Mirela; WHITE, Alan. **The Relationship Between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements**. 2004. Disponível em: <http://www.einstitutional.com/geodesicweb/papers/Hull_Predescu_White.pdf>. Acesso em: 03 dez. 2012.

KEYNES, J.M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KITCHIN, Joseph. **Cycles and Trends in Economic Factors**. Review of Economics and Statistics (The MIT Press) 5 (1), 1923. p. 10–16

KRUGMAN, P. OBSTFELD, M. **Economia Internacional: Teoria e Política**. 6ªed. São Paulo: Pearson, 2005.

LOPES, D. A. R. **Reservas internacionais: Proteção em Sudden Stops?**. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, abr. 2005. 83p.

MEURER, R. **Custo na dívida pública interna da redução da vulnerabilidade externa brasileira através do aumento das reservas internacionais**. Análise Econômica, vol. 24 n 46. p. 41. 2006.

MINAYO, M. Cecília de S. et al. **Pesquisa social: teoria, método e criatividade**. Rio de Janeiro: Petrópolis, 1994.

MODÉ, Leandro. **Custo das reservas cambiais será de US\$ 20 bi este ano**. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia+geral,custo-das-reservas-cambiais-sera-de-us-20-bi-este-ano,135700,0.htm>>. Acesso em: 18 dez. 2012.

NUNES, Danielle Barcos. **Três estudos econométricos sobre o papel das reservas internacionais brasileiras**. 2009. 111 f. Tese (Doutorado) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

PEREIRA, João Basílio. **Desafios atuais para o Sistema Monetário Internacional**. Economia & Tecnologia - Ano 07, Vol. 27 - Outubro/Dezembro de 2011.

PRATES, D. **Abertura financeira e vulnerabilidade eterna: a economia brasileira na década de 90**. Campinas. Dissertação de mestrado. Instituto de economia, Unicamp, 1997.

RICARDO, David. **Princípios de Economia Política e Tributação**. Tradução: Paulo Henrique Ribeiro Sandroni. Apresentação: Felipe Macedo de Holanda. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., 1996. 295 p. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/7004034/David-Ricardo-Principios-de-Economia-Politica-e-Tributacao#page=56>>. Acesso em: 20 nov. 2012.

SANTIAGO, Emerson. **Crise da dívida no Brasil**. Disponível em:
<<http://www.infoescola.com/historia/crise-da-divida-no-brasil/>>. Acesso em: 22 jan. 2013.

SCHUMPETER, Joseph. **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, 1939.

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

SIMONSEN, Mário Henrique. (1970). **Inflação: gradualismo versus tratamento de choque**. Rio de Janeiro, ANPEC.

SOLOMON, R. **Money on the move: the revolution in international finance since 1980**. Princeton: Princeton University Press, 1999.

STIGLITZ, Joseph. **More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus**. The 1998 WIDER Annual Lecture. Helsinki, Finlândia,

STIGLITZ, Joseph; GREENWALD, Bruce. **Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets**. Harvard: Quarterly Journal Of Economics, 1986. 90 v.

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

TRADING ECONOMICS. **Government bond yield**. Disponível em:
<<http://www.tradingeconomics.com/brazil/government-bond-yield>>. Acesso em: 17 dez. 2012.

TRIVIÑOS, Augusto N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. 1. ed. 14. reimp. São Paulo: Atlas, 2006.

VERGARA, Sylvia Maria. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.