

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Cesar Rodrigues van der Laan

PROPOSTA DE PARAMETRIZAÇÃO PARA A GESTÃO DE  
RECURSOS CAMBIAIS NO DEPARTAMENTO DE OPERAÇÕES  
DAS RESERVAS INTERNACIONAIS DO BANCO CENTRAL DO  
BRASIL

Porto Alegre, 2007.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Cesar Rodrigues van der Laan

PROPOSTA DE PARAMETRIZAÇÃO PARA A GESTÃO DE  
RECURSOS CAMBIAIS NO DEPARTAMENTO DE OPERAÇÕES  
DAS RESERVAS INTERNACIONAIS DO BANCO CENTRAL DO  
BRASIL

Trabalho de conclusão de curso de  
graduação apresentando ao  
Departamento de Ciências  
Administrativas da Universidade Federal  
do Rio Grande do Sul, como quesito  
parcial para obtenção do grau de  
Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Kloeckner

Porto Alegre, 2007.

À minha mãe, Marja,  
por seu incentivo ao estudo acadêmico.  
(C.R.v.d.L.)

## **Agradecimentos**

De forma enfática, gostaria de agradecer, sobretudo, à Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, e, particularmente, à Escola de Administração – EA/UFRGS, que proporcionou o incentivo e apoio para a realização e desenvolvimento deste projeto com toda sua estrutura e profissionalização.

Além de proporcionar a base institucional necessária para sua concretização, possibilitando o desenvolvimento deste estudante, agradeço também pelo acolhimento no Curso e pela oportunidade ímpar de participar de seu programa de ensino de qualidade, com um ambiente propício ao crescimento intelectual.

Particularmente, a meu orientador nesse trabalho, Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner, por sua condução e atenção para com este projeto, oferecendo sua experiência nos comentários e sugestões certamente integralizados nas páginas seguintes. Agradeço também aos membros da Banca que se dispuseram gentilmente em participar de meu processo de avaliação.

Por fim, gostaria de mencionar as contribuições também inestimáveis dos demais professores e colegas que conheci aqui na EA/UFRGS, com os quais tive a oportunidade de conviver e aprender nesse período de estudos. A todos, minha profunda gratidão, e meu sincero obrigado.

## Lista de Gráficos

Gráfico 1. Nível de Reservas e Regra Parametrizadora Vigente (Abril/06 a Setembro/07).....	11
Gráfico 2. Reservas Internacionais do Brasil (1970-2007/07) .....	27
Gráfico 3. Comportamento da Conta-Corrente dos EUA (1980-2006) .....	27
Gráfico 4. Fluxos de Capitais Estrangeiros ao País – modalidade IED e Ações (1980-2006) .....	29
Gráfico 5. Comportamento das Reservas Cambiais de Países Selecionados (1990/2007) .....	55
Gráfico 6. Comportamento das Reservas Cambiais por Bloco de Países (1990/2007) .....	55
Gráfico 7. Comportamento das Reservas Cambiais na América Latina (1990/2007).....	56
Gráfico 8. Comportamento das Reservas Cambiais em Países Asiáticos (1990/2007).....	57
Gráfico 9. Evolução do IAF para Países Asiáticos (1990/2006).....	59
Gráfico 10. Evolução do IAF em Países na América Latina (1990/2006).....	59
Gráfico 11. Dívida Externa Brasileira (1995/2007).....	67
Gráfico 12. Evolução Temporal das Reservas Internacionais como Percentual do PIB (1995/07) ..	75

## Lista de Quadros e Tabelas

Quadro 1. Principais Medidas Liberalizantes na década de 1990 .....	37
Quadro 2. Principais Medidas Liberalizantes no período 2001-2007.....	43
Quadro 3. Rubricas do Balanço de Pagamentos componentes do IAF.....	58
Quadro 4. Rubricas Contábeis da Posição de Obrigações Externas (1990/2007) .....	63
Quadro 5. Evolução recente das Reservas Cambiais Oficiais de Países Selecionados (USD bi) .....	64
Quadro 6. Custo de Manutenção das Reservas Internacionais (Jan-Set/2007) .....	81
Tabela 1. Evolução das Reservas Cambiais de Países Selecionados (1997/2007, USD mi) .....	53
Tabela 2. Evolução do IAF (1990/2006, em % do PIB) .....	58
Tabela 3. Evolução da Relação Reservas/ Fluxos Financeiros (1990/2006) .....	60
Tabela 4. Reservas Cambiais Oficiais de Países Selecionados (em USD milhões) .....	62
Tabela 5. Evolução das Obrigações Externas Acumuladas no período 1990/2006 (USD bi) .....	63
Tabela 6. Evolução Recente da Dívida Externa Brasileira e Relação Reservas/Dívida Externa (1996/2007) .....	66
Tabela 7. Calibragem dos Parâmetros.....	74
Tabela 8. Comparação entre Retorno e Custo de Captação Financeira das Reservas Cambiais e Países Selecionados (% ao ano, 2003/2007) .....	77
Tabela 9. Comparação Internacional das Reservas Cambiais (2007).....	87

## Sumário

1. Introdução .....	7
1.1. Definição do Problema .....	9
1.2. Objetivos .....	12
1.2.1. Objetivo Geral.....	12
1.2.2. Objetivos Específicos .....	12
1.3. Justificativa .....	12
2. Método.....	15
2.1. Limitações da Pesquisa.....	15
3. O Novo Contexto de Inserção Externa das Economias Emergentes: o Brasil diante dos abundantes Fluxos Financeiros Internacionais .....	18
4. A Liberalização Financeira no Brasil (1990-2005).....	33
4.1. Mudanças Estruturais na Gestão Externa do País: da Escassez de Divisas à Liberalização Gradual da Conta Capital .....	33
4.2. O Regime Atual: Principais Alterações Consolidadas (2001-2007) .....	38
4.3. Considerações finais.....	44
5. Uma avaliação Empírica sobre a Política de Acumulação de Reservas no Brasil (1990/2007)....	45
5.1. Características da Organização .....	45
5.2. Referencial Teórico Recente .....	46
5.3. Comparação Internacional das Reservas Brasileiras .....	53
5.4. A Regra Guidotti-Greenspan .....	65
5.5. A Proposta de Jeanne & Rancière (2006).....	70
5.5.1. Derivação do Modelo Paramétrico .....	72
5.5.2. Calibragem dos Coeficientes .....	73
5.6. Saldos Elevados em Reservas Cambiais: a Discussão dos Custos e Benefícios .....	76
5.6.1. A Estimativa dos Benefícios.....	83
6. Considerações Finais.....	86
Referências Bibliográficas .....	90
Apêndice.....	99

## 1. Introdução

A partir dos anos 1980 e, especialmente, nos anos 1990, ocorreram importantes transformações que apontavam para um período de economias mais abertas. O ressurgimento dos fluxos internacionais de capitais, a partir de 1990, foi traduzido por uma maior integração financeira e um vasto processo de desregulamentação, ocorrido tanto nos países desenvolvidos como em desenvolvimento. O Brasil acompanhou essa tendência, com um processo notório de liberalização financeira comandado pelo Banco Central do Brasil (BC, doravante), que criou, num primeiro momento, condições favoráveis aos influxos de capitais internacionais, complementado, posteriormente, pela desregulamentação mais acentuada dos fluxos de residentes a partir do ano 2000, no intuito da aceleração do crescimento econômico e da criação de uma maior estabilidade macroeconômica. Assim, o período recente pode ser caracterizado pela queda de barreiras comerciais entre os países mas, principalmente, a maior “novidade” esteve na queda das barreiras financeiras, constituindo um processo que ficou conhecido como globalização financeira.

Ao mesmo tempo em que as transações financeiras internacionais estão mais desreguladas, com um volume transacional muito mais amplo do que até então se tenha verificado, tal fato trouxe consigo uma série de crises financeiras de caráter também global, inclusive com efeitos deletérios sobre a economia brasileira. Nesse contexto de fluxos de capitais desregulamentados, as economias emergentes, especialmente na Ásia, mas também mais recentemente na América Latina e entre os países exportadores de petróleo, passaram, mais recentemente, a adotar uma política mais ativa de acumulação de reservas monetárias em moeda estrangeira, sobretudo em dólar americano. Assim, pode-se entender essa política como, nos termos de Stiglitz (2006), uma resposta dos governos ao aumento da instabilidade, financeira e real, em ambiente de liberalização do mercado de capitais, através da tomada de medidas defensivas, constituindo reservas precaucionais em moeda internacional em grandes volumes na tentativa de redução da vulnerabilidade externa das economias emergentes.

O Brasil também seguiu essa tendência. Desde meados de 2005, verifica-se um maior ativismo da autoridade monetária na compra de dólares, formando níveis recordes e, ao mesmo tempo, questionáveis de reservas internacionais. Este é o objeto central deste estudo. A posição das reservas brasileiras ultrapassou a barreira inédita dos USD 100 bilhões em março de 2007, atingindo o marco histórico de USD 164 bilhões em 22/10/2007<sup>1</sup>. Entretanto, a regra vigente indica que o estoque de reservas internacionais do País está atrelado à

---

<sup>1</sup> Dado divulgado diariamente pelo Banco Central em seu sítio na *internet*.

capacidade de importação da economia durante 4 meses, o que equivaleria, grosso modo, a um montante de reservas internacionais de USD 35 bilhões em setembro/2007<sup>2</sup>. Assim, parece que a regra legal definidora da política de acumulação de reservas não está sendo norteadora da atuação da autoridade monetária. Ao mesmo tempo, não existe uma regra alternativa, no sentido de otimização ou de uma limitação superior para o nível de acumulação de reservas, o que levanta dúvidas quanto à sua adequação. Nesses termos, pode-se inferir pela falta de sintonia entre a regra *de jure* e a gestão *de facto* das reservas internacionais no Banco Central – tema e problema central deste estudo –, com um aparente sobre-investimento numa estratégia de acumulação de reservas, hipótese básica inicial subjacente a este estudo. Considerando-se que o parâmetro vigente parece estar defasado, é necessário constituírem-se novos parâmetros, como se tem registrado nos trabalhos específicos disponíveis na literatura internacional mais recente a esse respeito.

Tal discrepância torna-se ainda mais relevante no momento em que se verifica que uma política de reservas com essa magnitude de valores associa-se a custos não-negligenciáveis, onerando a esfera pública brasileira, na ordem de bilhões de reais por ano. Por exemplo, somente em Abril de 2007, o acúmulo adicional de reservas internacionais, que subiram de US\$ 109,531 bilhões para US\$ 121,830 bilhões, provocou uma expansão de R\$ 21,392 bilhões na base monetária (dinheiro em circulação na economia), que foi enxugada pela colocação de títulos no mercado. Dado que o governo brasileiro paga uma remuneração estimada de R\$ 2,7 bilhões ao ano por esses títulos, considerando uma taxa Selic então vigente de 12,5% ao ano e, na aplicação das reservas, obtém uma receita em torno de R\$ 1,2 bilhões, a uma taxa de 5,5% ao ano vigente no mercado internacional, a diferença entre um valor e outro, R\$ 1,5 bilhão, é o custo anual do acúmulo de reservas ocorrido apenas com esse aumento realizado no mês de Abril<sup>3</sup>.

Nesse sentido, uma acumulação indiscriminada de reservas, no sentido de formação de um colchão de segurança, ou um “war chest” como se tem chamado mais recentemente essa função de constituição de um seguro frente a crises financeiras internacionais, não é somente benéfica, dado que esta posição desconsidera os custos envolvidos que são desviados do orçamento público para a área de gestão externa do País, deixando de se canalizar recursos públicos escassos para investimentos nas áreas sociais e em suas necessidades ilimitadas, por

---

<sup>2</sup> A Resolução 82, de 18/12/1990, do Senado Federal, estabelece como nível mínimo aquele que assegura recursos suficientes para manter a média mensal das importações dos últimos 12 meses por um período mínimo de 4 meses.

<sup>3</sup> Estimativa com base nas taxas de juros vigentes no mês de Abril/2007. Vide matéria “Compras do BC já superam US\$ 33 bi”, no Jornal Valor, de 03/05/2007.



exemplo. Ainda que uma política de acúmulo de reservas sirva para reduzir os efeitos de uma eventual crise externa, é preciso identificar seus parâmetros e limites prudenciais. Nesse caso, aquele parâmetro legal vigente estaria sendo desconsiderado e sobrepujado por uma política mais forte de acumulação de reservas sem, entretanto, que se tenha definido publicamente regras observáveis.

É esse fato que abre espaço para o questionamento acerca da adequação da política de acumulação de reservas no país, que não possui critérios públicos e referendados inclusive na esfera legislativa brasileira – o que levanta a hipótese da falta de transparência na gestão externa dos recursos em moeda conversível do país. Em um contexto de câmbio flutuante, com livre formação da taxa, que em tese é auto-ajustável e prescinde de acúmulo de reservas por parte das autoridades monetárias<sup>4</sup>, uma estratégia de retenção de moeda conversível, para utilização em casos de *sudden stops*<sup>5</sup> dos fluxos de capitais, requer que se adotem, no mínimo, parâmetros objetivos, transparentes e testáveis. Nesses termos, concebe-se que existe possibilidade de se implementar uma gestão mais eficaz e menos custosa na gestão externa do País. É nesse contexto e com essa perspectiva de proposição de parametrização para o nível de reservas internacionais do país que se pretende trabalhar nas páginas seguintes.

### 1.1. Definição do Problema

Diante desse contexto, o problema que se verifica está na discrepância entre a regra *de jure* e a prática *de facto* da atuação do Departamento de Operações das Reservas Internacionais do Banco Central (Depin), no que se refere à gestão das reservas cambiais do país. Pode-se, atualmente, inferir que o Depin está acumulando reservas sem considerar uma limitação superior ou um nível ótimo previamente estabelecido, até em concordância com os as declarações do Ministro da Fazenda, Guido Mantega, nesse sentido, de que “não há limites para o acúmulo de reservas”<sup>6</sup>. Assim, entende-se como conveniente definir, com maior precisão, o nível de reservas cambiais a serem retidas pelo Depin, buscando a otimização dos recursos aplicados na gestão externa do País, já que a regra vigente de acumulação de reservas de quatro meses claramente não está balizando a política efetiva de reservas.

Frise-se que há custos nessa política, em montante no mínimo superior a 16 bilhões de reais como registrado em 2006, conforme divulgado recentemente pelo próprio BC, o que já

<sup>4</sup> Parte-se do pressuposto básico (teórico) de que demanda por reservas depende negativamente da flexibilidade de um regime cambial (IMF, 2003, p.80).

<sup>5</sup> Paradas bruscas. Optou-se por trabalhar com o termo em inglês, mais comum na literatura.

<sup>6</sup> Vide matéria “Mantega afirma que não há teto para as reservas brasileiras”, no Jornal Folha de São Paulo, de 16/04/2007; ou “Reservas podem ir a USD 160bi”, no Jornal OESP, de 16/04/2007.

justifica, *per se*, qualquer proposta de aprimoramento, na direção do aumento da eficiência da gestão externa executada pelo Banco Central<sup>7</sup>. Há, portanto, um amplo espaço para se propor novas regras de parametrização para a gestão das reservas cambiais com base em parâmetros mais críveis e que busquem a otimização entre custos e benefícios nessa esfera.

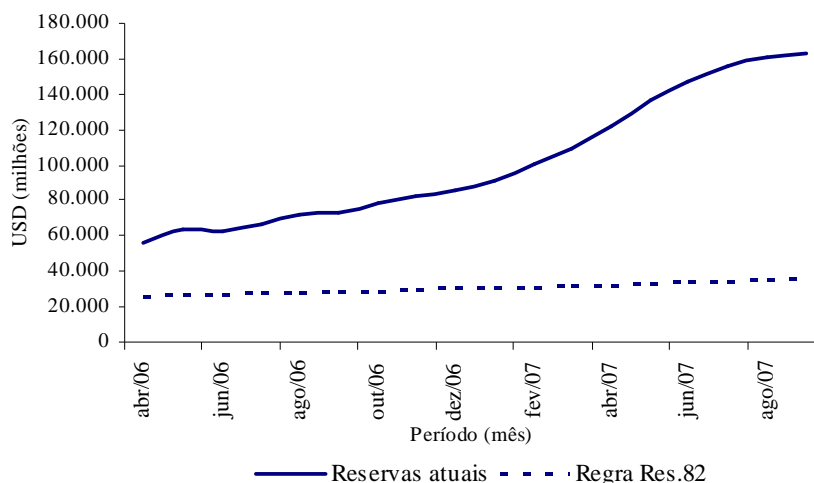
Alternativamente, poder-se-ia pensar em manter a situação como está, num primeiro momento, o que considero não ser a melhor opção, pelos motivos expostos anteriormente. Também se poderia pensar em eliminar a distorção entre a regra e a prática do Depin, voltando à normalidade da regra vigente, sem implementar nenhuma solução alternativa. Da mesma forma, não seria a solução mais indicada, num cenário econômico internacional marcado pelo predomínio de fluxos financeiros voláteis e de maior magnitude – contexto distinto daquele em que se forjou a resolução 82 do Senado Federal no ano de 1990 –, os quais passam a exigir, em contrapartida, reservas de capitais internacionais nos países receptores em maiores níveis do que os verificados em contrapartida aos fluxos comerciais de importação, por exemplo. Por fim, poder-se-ia apresentar novos critérios de parametrização alternativos, nos termos disponíveis na literatura. Trabalha-se aqui com a última alternativa como a mais viável e condizente com a conjuntura de fluxos financeiros cada vez mais globais, a caracterizar uma dinâmica transacional muito mais integrada entre as economias nacionais.

Portanto, o trabalho enfoca a busca de parâmetros balizados para um nível ótimo para as reservas cambiais do país, com base nos modelos mais atuais indicados na literatura específica. Se se considerar que a regra brasileira está baseada num patamar de reservas equivalente a quatro meses de importações, e, por outro lado, entende-se que hoje esse parâmetro está defasado, dada a prática distoante do Depin no acúmulo mais forte de reservas internacionais, isso dá espaço para a constituição de novos parâmetros, como se tem verificado a respeito na literatura específica. O gráfico ilustra o atual descolamento entre a esfera real e a regra normativa vigente, denotando seu acentuamento nos últimos doze meses:

---

<sup>7</sup> Vide matéria “Manutenção de reservas custa R\$ 16,9 bilhões ao BC”, no Jornal Valor de 15/03/2007. A manutenção das reservas internacionais teria custado ao Banco Central R\$ 16,9 bilhões em 2006, mas representaria aproximadamente metade dos R\$ 33,4 bilhões do ano anterior. Entretanto, esses números são questionados por cálculos de outros economistas, que chegam a apontar um custo de mais de R\$ 100 bilhões entre 2006 e 2007 com a manutenção das reservas. Vide matéria “Reservas custam mais de R\$ 100 bilhões ao País em 2 anos”, no Jornal OESP, de 24/10/2007. Segundo recente estudo de Nathan Blanche, o custo de manutenção das reservas, que em 2006 foi de R\$ 42,7 bilhões, será de R\$ 68,7 bilhões este ano (2007) e a projeção para 2008 é de R\$ 37,1 bilhões. Os valores consideram a perda de valor das reservas devido à valorização do real e ao fato de a remuneração delas ser menor que o custo da dívida interna emitida por causa da compra de dólares.

Gráfico 1. Nível de Reservas e Regra Parametrizadora Vigente (Abril/06 a Setembro/07)



Dessa forma, propõe-se nortear a implantação de novos parâmetros para a gestão externa, tendo em vista a ausência atual de debate técnico mais objetivo sobre o tema, considerando o alto custo de manutenção de reservas internacionais do país. Vale citar que não consta ter havido no passado iniciativa e disposição para avaliá-lo mais abertamente e em profundidade, além dos comentários na mídia escrita, restando a conjuntura atual propícia para se trabalhar com o assunto.

O trabalho está estruturado da seguinte forma. No restante deste capítulo inicial, apresentam-se os objetivos, geral e específicos, a justificativa, o método e as limitações desta pesquisa. Após, identificam-se algumas novas características do cenário econômico atual de integração dos fluxos financeiros internacionais, com o simples intuito de contextualizar a discussão atual sobre o nível de reservas em busca do nível ótimo, trazendo subsídios que sustentem a hipótese de defasagem da regra *de jure* atual. No capítulo 3, resumem-se as principais modificações na legislação brasileira que propiciaram a maior integração do país com o novo contexto de globalização financeira, com a finalidade de indicar que a gestão externa do país baseia-se hoje no livre fluxo de recursos financeiros com o exterior junto de uma política mais ostensiva de acumulação de reservas internacionais nessa situação. No capítulo 4, aborda-se propriamente a literatura específica sobre reservas internacionais, desenvolvendo a análise propriamente dita do nível de reservas do país. Conclui-se ao final, condensando-se os resultados e propondo-se uma agenda de pesquisa.

## **1.2. Objetivos**

### **1.2.1. Objetivo Geral**

O foco deste trabalho é fazer uma avaliação de um problema administrativo e apontar uma alternativa como solução para o problema delimitado – no caso, sobre a gestão das reservas internacionais no Depin. Nesses termos, o *objetivo geral* é contribuir para o aprimoramento da política de acúmulo de reservas, principalmente através da formulação de regras e modelos de estimação de reservas, com a proposição de novos parâmetros que balizem a gestão de reservas do Banco Central, nos termos apontados pela literatura e/ou já adotados por outros países. Busca-se elevar e aprimorar o nível de conhecimento técnico sobre o assunto, desenvolvendo uma maior potencialidade teórica num tema relevante e atual, que ultrapassa a esfera do Banco Central e também a acadêmica, mas que é relevante para o País, num momento em que se discute e questiona as ações do Banco Central na área internacional.

### **1.2.2. Objetivos Específicos**

Como objetivos específicos, podem ser elencados os seguintes:

1. Identificar o novo contexto econômico internacional, cuja característica predominante passa pela esfera da globalização financeira, que passa a exigir novos parâmetros para a gestão das reservas internacionais;
2. Comparar o nível de acumulação de reservas em relação a outras economias com inserção externa semelhante;
3. Estimar os efeitos da gestão de reservas internacionais, nos tradicionais moldes de custos e benefícios para uma economia;
4. Delimitar parâmetros para estimar um nível ótimo de reservas internacionais para uma economia emergente como o Brasil, com base nas regras e modelos da teoria de demanda por reservas.
5. Consolidar os resultados e apresentar conclusões.

### **1.3. Justificativa**

A contribuição acadêmica que pode ser dada ao assunto é ampla, ultrapassando a esfera da gestão das divisas dentro do Depin, como já se frisou, sendo que o interesse também não é apenas acadêmico. De sua parte, os resultados do trabalho certamente constituirão subsídio importante a ser considerado pelo Depin na gestão externa brasileira, o que, em se

tratando de gerenciamento de recursos públicos expressivos, significa, ao mesmo tempo, que os benefícios se refletem também para o conjunto da sociedade brasileira. No limite, serve também como modelo para outras economias emergentes, com inserção externa semelhante, defrontando-se com o mesmo cenário internacional de excesso de liquidez internacional.

Acredita-se que os parâmetros e as especificações desenvolvidas que derivarão do trabalho avançarão na compreensão e verificação da adequação da gestão das reservas internacionais do Depin. A partir dessa perspectiva, este estudo pode servir de base para porventura se corrigir uma gestão excessivamente custosa, procurando reduzir os efeitos deletérios da globalização financeira sobre os países periféricos – dentre os quais se inclui o Brasil –, representado pela necessidade de acumulação excessiva de reservas cambiais, como se tem verificado de maneira generalizada dentre as economias emergentes, disponibilizando recursos que poderão ser voltados ao alcance de outros objetivos macroeconômicos como o crescimento e o progresso.

Vale dizer, o diagnóstico identificado de discrepância no gerenciamento das reservas está atrelado, sobretudo, a esse contexto de globalização financeira, explicitado no capítulo seguinte. Após a série de profundas crises financeiras iniciadas em 1997 a partir da Ásia, uma estratégia dos países emergentes, diante do quadro de eliminação de barreiras aos fluxos financeiros internacionais, passou a se dar através da acumulação de reservas em moeda conversível, inclusive no Brasil, como mecanismo de auto-proteção a mudanças súbitas nos fluxos de capitais que possa vir a configurar uma crise externa, com reflexos negativos sobre o encadeamento normal das relações transacionais entre os agentes. É esse novo contexto que passa a requerer, da mesma forma, uma nova gestão no Depin. É a partir desse quadro que se procura encaminhar a pesquisa e resolver o problema, aumentando o conhecimento prévio existente.

O Brasil é hoje dono da oitava maior reserva internacional do mundo, com mais de USD 165 bilhões (posição de 23/10/2007)<sup>8</sup>. Entretanto, enquanto outros países com grandes recursos imobilizados em reservas internacionais estão discutindo a melhor forma de aplicação desses recursos, dado o baixo rendimento das aplicações de baixo risco que caracterizam esse tipo de poupança em moeda conversível dos países, especialmente alocados em títulos públicos dos EUA que remuneram a uma taxa em torno de 4,5% ao ano, no Brasil a discussão passa pelo custo de manutenção dessas reservas, em decorrência do custo fiscal de captação e manutenção de recursos imobilizados em dólares. Enquanto países como a China,

---

<sup>8</sup> Vide matéria “Brasil tem entraves para fundo soberano, dizem economistas”, no Jornal Folha de São Paulo, de 24/10/2007.

Japão, Cingapura, Emirados Árabes e Arábia Saudita, a taxa básica de juros não representa um impedimento para a acumulação indiscriminada de dólares, no Brasil, ela é substancialmente mais alta, o que define *per se* uma remuneração negativa para os recursos alocados em reservas internacionais. Ou seja: os custos de captação acabam sendo especialmente mais expressivos do que os de aplicação dos recursos<sup>9</sup>.

Ainda que se possa falar dos benefícios subjacentes da manutenção de elevadas reservas internacionais, muitas vezes de difícil mensuração, como no caso de constituir uma espécie de seguro contra crises externas, não se pode deixar de se considerar o custo dos recursos alocados ns reservas internacionais, na ordem de R\$ 33 bilhões estimados para 2007<sup>10</sup>. Ao mesmo tempo, se atentarmos para as declarações recentes do Ministro da Fazenda no sentido de que o processo de acumulação de reservas ora em curso não tem um limite superior, podendo ultrapassar USD 200 bilhões<sup>11</sup>, torna-se plenamente justificável uma avaliação mais metódica acerca do patamar de reservas dessa política de gestão externa. Se ainda se considerar, por outro lado, que os investimentos públicos do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), anunciados na página do governo federal na *internet*, totalizam menos de R\$ 15 bilhões por ano, pode-se ter a dimensão do custo de oportunidade dos recursos públicos alocados em moeda estrangeira.

Na falta de uma avaliação adequada, não é possível determinar se é eficiente a gestão externa no sentido de que os recursos alocados em reservas estejam otimizados. Esse aspecto torna-se ainda mais relevante se se considerar que as reservas são aplicadas, tradicionalmente, em papéis de curto prazo, líquidos e de baixíssimo risco, emitidos por governos de países ricos, em sua maioria restrita a títulos AAA (classificação para papéis de risco próximo de zero). Nesse contexto, é de relevância econômico-financeira a pesquisa, no sentido de que o nível das reservas internacionais do país efetivamente tragam benefícios reais para a economia de modo que sobrepujem os custos incorridos, considerando os retornos marginais decrescentes existentes no aumento das reservas já constituídas em um patamar elevado.

---

<sup>9</sup> A taxa básica de juros no Japão, por exemplo, está em 0,5% ao ano. Vide matéria “Japão revê para baixa o crescimento e a inflação”, no jornal Valor, de 01/11/2007.

<sup>10</sup> Vide matéria “Reservas custam mais de R\$100 bilhões em 2 anos”, no Jornal OESP, de 24/10/2007.

<sup>11</sup> Vide matéria “BC nega divergências sobre o Fundo”, no Jornal OESP, de 23/10/2007.

## 2. Método

O trabalho, de caráter exploratório, fará uso das três vertentes fundamentais de pesquisa acadêmica, englobando aspectos históricos, conceituais e empíricos sobre o tema proposto.

Preliminarmente, será realizada uma resenha da literatura envolvendo o tema de globalização financeira, abertura financeira do país e acumulação de reservas, procurando explicitar os fundamentos teóricos subjacentes que norteiam a parte empírica subsequente. Procura-se avançar na literatura sobre acumulação de reservas, apresentando o contexto conjuntural recente e o desenvolvimento da pesquisa no campo da teoria de demanda por reservas. Adicionalmente à etapa prévia, incluir-se-á a abordagem dos modelos que avaliam níveis ótimos de reservas, custos e benefícios, suas limitações, etc. Isso servirá de base para a compreensão da gestão de acumulação de reservas no Brasil. Essa parte se apoiará principalmente em fontes secundárias – livros, artigos em revistas acadêmicas, pesquisas em revistas especializadas, como *The Economist*, relatórios e *papers* dos organismos multilaterais e de institutos de pesquisa especializados etc.

Por outro lado, com relação à adequação da gestão das reservas internacionais no Depin, preliminarmente, partir-se-á da avaliação da adequação de seu nível numa comparação com as demais economias emergentes. Para tanto, utilizar-se-á como subsídio os dados do *International Financial Statistics*, disponibilizado no site do FMI. Além disso, usar-se-á três metodologias disponibilizadas na literatura. Ao lado do parâmetro de importação e da regra de Guidotti-Greenspan como subsídio para esta etapa, a metodologia mais recente, proposta por Jeanne e Rancière (2006), será aplicada para o caso brasileiro.

Em seguida, uma abordagem paralela utilizada na avaliação do nível ótimo de reservas consiste na análise de custos e benefícios. Fontes primárias serão consultadas para verificar dados relativos a estoques de reservas, que serão obtidos em consulta ao sítio do BC e do IPEA na *internet*. Dessa forma, feita a pesquisa bibliográfica, a coleta e tratamento de dados, elaborar-se-á a análise dos resultados, a serem consolidados no capítulo final do trabalho.

### 2.1. Limitações da Pesquisa

Os esforços de pesquisa ora apresentados não se destinam a compreender a gestão externa da economia brasileira como um todo. Nessa nova conjuntura global mais integrada financeiramente, a literatura tem procurado identificar e avaliar os efeitos dessa política de retenção de moeda conversível, nos tradicionais moldes de custos e benefícios para uma economia, mas também sob dois outros aspectos relevantes. Por um lado, parte da pesquisa

tem buscado delimitar um nível ótimo de reservas enquanto, por outro lado, parte dos trabalhos procura verificar a motivação subjacente da nova política dos países emergentes.

Em um regime de câmbio flutuante, em tese prescinde-se do acúmulo de reservas por parte das autoridades monetárias. Entretanto, essa não é a opção dos bancos centrais do mundo. Nesses termos, a retenção de moeda pode ser explicada pela tese mercantilista<sup>12</sup>, associando-se a manutenção de uma moeda mais desvalorizada a políticas comerciais de um país – cujo exemplo mais notório é o caso chinês –, ou através de uma política mais tradicional de colchão de segurança – a chamada função *buffer* –, ou *war chest*, como se tem chamado mais recentemente na literatura especializada, para utilização em casos de *sudden stops*<sup>13</sup> dos fluxos de capitais<sup>14</sup>.

Este trabalho insere-se na avaliação da adequação da política de reservas cambiais, sem abordar a discussão acerca de sua motivação subjacente, se existe ou não no país uma política cambial mais forte no sentido de evitar a apreciação da moeda local para incentivar o crescimento econômico via *drive* exportador. Nesse sentido, assume-se a independência da política de reservas cambiais em relação a um objetivo mercantilista, não apenas pela constatação da forte valorização do Real nos últimos meses, expressiva dentre as demais economias emergentes, mas também em decorrência de que a apreciação cambial representa um componente importante no controle de preços internos no país. Assim, uma contribuição deste estudo é agregar parâmetros que possam justificar a manutenção de um nível ótimo de reservas como um seguro contra *sudden stops*, em que pese se possa estar acumulando mais ou menos reservas que o estimado por razões não contempladas na pesquisa.

Considerando ser a taxa cambial um dos principais preços de uma economia emergente como o Brasil, e, por outro lado, a missão precípua do BC em termos de política monetária está na execução do Sistema de Metas de Inflação, a hipótese mercantilista acaba tendo pouca aceitabilidade no contexto brasileiro. Portanto, assume-se que a elevação do nível das reservas teria decorrido de políticas determinadas pelo objetivo fulcral de resguardar o país no caso de súbita reversão dos fluxos de capitais, fenômeno que atingiu a economia mundial nos anos 1980 e 1990, incluindo o Brasil, com efeitos deletérios sobre a economia real. Nesse contexto, as intervenções do BC focam a compra de dólares “em excesso” no

---

<sup>12</sup> Estratégia adotada pelos países emergentes da Ásia, reconhecida já em 2003 pelo FMI (IMF, 2003, p.79). Vide Aizenman e Lee (2006)

<sup>13</sup> Interrupções súbitas. Optou-se por trabalhar com o termo original, mais difundido na literatura, o mesmo ocorrendo com os demais termos em língua estrangeira.

<sup>14</sup> Nesse sentido, há trabalhos que procuram avaliar a eficiência dessa política de acumulação de reservas como um mecanismo precaucional de gestão externa dos países em desenvolvimento. Vide, por exemplo, Caballero & Panageas (2004), Lee (2004) e Rodrik (2006).



mercado, procurando suavizar as oscilações cambiais, sem, entretanto, definir um patamar para a taxa cambial, preservando o regime flutuante autônomo do mercado de câmbio.

Dado o enfoque do trabalho, por outro lado, pode-se indicar desde já a dificuldade em avaliar e mensurar o nível ótimo de reservas internacionais do país. A resposta não é trivial. Há que se considerar também que o mundo vive um momento inédito em termos de sua história financeira. Nesse sentido, não há precedente comparável com a profundidade atual da globalização financeira e com o uso de intensivo de inovações financeiras como os derivativos, securitização e transferência de risco de crédito e fundos de *hedge* alavancados, o que constitui um desafio teórico mais amplo.

Sendo assim, a limitação mais forte encontra-se na definição de parâmetros ótimos para a determinação de um nível de reservas cambiais. Por exemplo, a probabilidade de ocorrência e o tamanho de um próximo choque de liquidez são de muito difícil antecipação, inclusive sua magnitude, o que representa *per se* um alto grau de indeterminação de parâmetros que possam nortear definitivamente uma política de reservas cambiais para uma economia emergente. Com o intuito de minimizar esse fato, seguem-se os parâmetros adotados com base no histórico recente de crises financeiras mundiais, como os fatores mais corretos a serem observados.

Uma limitação mais forte esteve na obtenção de dados referentes aos efeitos das reservas sobre a redução das taxas de juros pagas pelo Tesouro Nacional, não tendo sido identificado a divulgação de dados a esse respeito em seus relatórios periódicos. Assim, a análise custo-benefício parte de dados e parâmetros macroeconômicos mais generalizados, sem mensurar especificamente a redução dos *spreads* pagos pelo Tesouro Nacional em decorrência do acúmulo expressivo de reservas. Outra dificuldade foi a pequena literatura desenvolvida sobre o assunto em nível nacional, tendo sido contornada através de consulta à literatura internacional.

### **3. O Novo Contexto de Inserção Externa das Economias Emergentes: o Brasil diante dos abundantes Fluxos Financeiros Internacionais**

Nos anos 1990, ocorreram importantes transformações que apontavam para um período de economias mais abertas, acelerando o ritmo da globalização da economia mundial que se verificava já na metade dos anos 1980. Como destacam Cunha & Prates (1999), o período envolvendo as décadas de 1980 e 1990 foi marcado por profundas transformações no mercado financeiro internacional e nas estruturas financeiras dos países centrais, destacando a globalização financeira – que compreende o processo de liberalização ou desregulamentação financeira doméstica –, a securitização das dívidas, a proliferação de novos instrumentos financeiros e a institucionalização das poupanças financeiras. O ressurgimento dos fluxos internacionais de capitais, a partir de 1990, tanto para o Brasil quanto para muitos outros países emergentes, teria, portanto, sido reflexo dessa maior integração financeira e de um vasto processo de desregulamentação – de caráter, portanto, político –, ocorrido tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento (Cardoso & Goldfajn, 1997)<sup>15</sup>.

Um importante ponto de inflexão para o avanço dos fluxos financeiros globalizados pode ser identificado através do equacionamento das dívidas externas dos países emergentes ao final da década de 1980. Até então, vários países emergentes, inclusive o Brasil, estavam endividados e não conseguiam honrar seus compromissos externos, numa década caracterizada pela falta de dólares na economia mundial. Do outro lado, os bancos credores estrangeiros insistiam em receber seus créditos o mais rápido possível. Como resultado desse impasse, eram acordadas prorrogações de prazos curtos, as quais, no vencimento, não eram honradas, sendo novamente alongadas um pouco mais – o que para os bancos até chegou a ser confortável, dada a impossibilidade de assumirem perdas nas proporções de bilhões de dólares.

Finalmente, surge o ministro norte-americano Brady com um plano que veio a ser conhecido como Plano Brady, através do qual os países teriam até 25 anos para pagar suas dívidas e os bancos assumiam algum prejuízo, com desconto de até 35% das dívidas. Muitas

---

<sup>15</sup> Ressalta-se a diferenciação entre *liberalização* e *integração financeira*, que indica a distância entre a abertura da conta capital por parte das autoridades de um país e sua efetiva relação com os fluxos de capitais *de facto*. Nesse sentido, a liberalização da conta capital não pressupõe uma integração financeira com os mercados mundiais, ou vice-versa. Por exemplo, Kose & Prasad (2004) indicam que alguns países latino-americanos na década de 1970 e 1980 tiveram dificuldades em conter saídas de capitais em períodos de recessão econômica, mesmo diante de seus amplos controles, o que constituiria uma integração financeira *de facto*, involuntária de um país, mesmo sem uma liberalização financeira *ex ante*. Em contraste, muitos países periféricos, sobretudo alguns na África, possuindo poucas restrições na conta capital, experimentaram apenas influxos mínimos de capitais – um caso de liberalização sem integração com os mercados financeiros internacionais.

discussões, diversas modalidades de títulos foram criados, alguns com garantias e outros simplesmente *clean*, e finalmente os acordos foram implementados. O Brasil iniciou o processo de adesão ao Plano Brady com negociações a partir de 1991, finalizadas em 1994, o que deu início a uma nova etapa de suas relações financeiras internacionais, a exemplo das demais economias emergentes.

Um ponto de destaque nesse novo cenário é a modificação da qualidade dos fluxos privados de capitais, representando uma ampliação do poder de transmissão de crises entre os países, alterando a própria dinâmica das crises. Como bem salienta Cunha (2004) neste ponto, com a globalização financeira dos anos 1980 e 1990, passaram a predominar os fluxos de IED e em portfólio. Houve uma ampliação tanto no volume de recursos – em termos absolutos e relativos – quanto no número de agentes envolvidos. Nesse contexto, a natureza das crises financeiras alterou-se, com um predomínio de crises da conta capital do balanço de pagamentos, e não mais na conta corrente, como caracterizou a história econômica brasileira até os anos 1980. Ou seja, são crises decorrentes de reversões súbitas nos fluxos privados de capitais, motivadas por problemas domésticos ou pelo efeito-contágio – “a faceta mais aparente dos comportamentos miméticos e irracionais dos mercados internacionais de capitais” (idem, p.7).

Dessa forma, independentemente da economia real, o processo de globalização – que tem por fundamento a crescente importância das finanças de mercado traduzida na desregulamentação ou liberalização dos sistemas financeiros – passa a caracterizar-se por uma autonomia dos fluxos de capitais frente às necessidades de transações correntes (Carneiro, 1999). Nesse sentido, “é o setor financeiro global que representa a *força predominante* do processo de globalização” (Kregel, 1996, p.32, grifo adicionado). Como sintetiza Tobin (2000), o processo de globalização financeira é muito mais fácil de se implementar do que em *commodities* e força de trabalho, tendo avançado muito rapidamente com a revolução das comunicações, o que facilitou, barateou e acelerou as transações, fato associado à liberalização das regulações nacionais. Assim, “ (...) *market participants can move funds from one country to another in nanoseconds with a few clicks on the computer keyboard or a quick telephone call to some international market at any time of day or night*” (Davidson, 1997, p.671).

Essa liberalização dos fluxos de capitais e da maior escala das transações financeiras internacionais teria contribuído para o aumento da volatilidade e mudança de direção dos fluxos, criando a figura de comportamentos miméticos dos investidores internacionais (Unctad, 2004). Ou seja, as crises financeiras internacionais estão hoje mais globalizadas do

que estavam nos anos 1990<sup>16</sup>. O maior volume da liquidez e a facilidade com que passou a transitar de um lado para outro neste começo do século XXI faz com que todos os mercados, mais ou menos desenvolvidos, sejam afetados, não apenas os chamados “emergentes” – até porque o epicentro de crises financeiras internacionais não mais necessariamente está localizado nesses países periféricos, mas nas economias centrais, como a crise do mercado imobiliário *subprime* norte-americano ilustrou recentemente (julho de 2007), cujos efeitos deletérios tiveram alcance mundial.

Cunha & Prates (1999) ressaltam a crescente instabilidade econômica que teria caracterizado a economia internacional nas últimas décadas. Especificamente, os esforços de liberalização e de maior integração econômica, sobretudo na sua dimensão financeira, teriam sido acompanhados por crises frequentes e de escopo cada vez maior, ultrapassando os países e regiões inicialmente afetados, tanto centrais quanto periféricos. Ou seja, um efeito contágio disseminador de efeito muito maior, dadas as maiores relações transacionais entre os países. Assim, a liberalização financeira carregaria consigo essa contradição de gerar uma forte instabilidade nos mercados financeiros liberalizados, com impacto sobre economias com distintos arcahouços institucionais e desempenho econômico.

Para ilustrar esse período de crescente instabilidade econômica, os autores mapeiam 158 episódios de crises financeiras no período pós-Bretton Woods, entre 1975-97 – não contabilizando portanto as crises mais recentes, dentre elas a asiática, brasileira e argentina –, para 53 países – 22 industrializados e 31 em desenvolvimento –, juntamente com o registro de 54 crises bancárias (Cunha & Prates, 1999). Uma conclusão importante do estudo está em que o número de crises cambiais nos mercados emergentes foi duas vezes maior do que nos países industrializados, com custos de reestruturação financeira e perda de produto significativas, muito mais elevados nos mercados emergentes<sup>17</sup>. Dessa forma, a globalização financeira e a crescente instabilidade econômica mostraram-se como “duas faces de uma mesma moeda” (idem, p.16).

---

<sup>16</sup> O FMI calcula que o fluxo de capital externo para países emergentes atingirá neste ano quase US\$ 500 bilhões, mais do que o dobro do volume observado no ano anterior. Em termos relativos, comparado com o Produto Interno Bruto (PIB) desses países, o fluxo atual é mais intenso que o verificado na primeira parte da década de 90, antes da crise asiática de 1997-98. Vide matéria “Reserva elevada é equívoco, diz FMI”, no Jornal Valor, de 10/10/2007.

<sup>17</sup> No caso dos países latino-americanos, crises cambiais sempre foram recorrentes ao longo da história e não apenas delimitado a esse período analisado, dado o histórico de vulnerabilidade externa dos países da região – que se refere à vulnerabilidade das economias nacionais às mudanças na dinâmica econômica e financeira internacional – se caracterizar como um elemento estrutural. Rogoff (2004) também salienta o número de *defaults* das dívidas externas nos mercados emergentes, no período abrangente de 1824-2004, contabilizando aí sete episódios para o Brasil, o que se estenderia por um espaço temporal de 25% desse período, ilustrando a presença de crises externas em economias emergentes.

Para o período mais recente, Cunha (2005) aponta que, depois da Ásia, o mundo foi abalado pela crise russa e a falência de um importante fundo *hedge* norte-americano — o *Long Term Capital Management* —, em 1998; pelas crises cambiais brasileiras de 1999 e 2002; e pelas crises da Argentina e Turquia (2000-2002), além de uma série de episódios de menor visibilidade fora dos meios especializados. Tais eventos deram margem a dúvidas crescentes sobre a capacidade dos arranjos institucionais vigentes em dar suporte ao processo de globalização (p.154)<sup>18</sup>.

“Os problemas que os fluxos de capital podem causar a países em desenvolvimento têm sido destacados nos últimos vinte anos. A lição fundamental é que o excesso (os anos 70) é tão ruim quanto a falta (os anos 80) e, o que é ainda pior, a passagem rápida de um para o outro (os anos 90)” (Kregel, 1996, p.34).

Dessa forma, em contraste com os mercados fechados do passado, os fluxos de capital no presente podem ter uma ação disruptiva sobre países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas.

Com relação aos países periféricos, Freitas & Prates (2001) já identificaram sua natureza volátil e, em conseqüência, a vulnerabilidade acentuada desses países às mudanças nas condições econômicas e financeiras nos países centrais. As crises nos mercados emergentes, características na segunda metade dos anos 1990, naturalmente exerceram impactos estruturais sobre os investidores externos, os quais optaram por reduzir suas atividades nos mercados emergentes, após as perdas incorridas naqueles episódios. Assim, o contexto de abundância de recursos externos para os países periféricos, que predominou já a partir da década de 1990, não levou a uma supressão ou redução da vulnerabilidade externa desses países, pois “esses continuam sujeitos a uma ameaça constante de retração da oferta de capitais externos voluntários, que impõe fortes constrangimentos às políticas macroeconômicas nacionais” (idem, p.2), explicitadas pelas sucessivas crises do México, Ásia, Rússia e Brasil.

Biancareli (2004) também aponta a presença de flutuações bruscas dos fluxos como uma decorrência dessas sucessivas crises em outros mercados emergentes, que, além de representarem interrupções súbitas no ingresso de recursos (gerando apertos adicionais na política econômica), constituíram um desafio maior para a política cambial no período, diante da saída dos capitais de curto prazo, sob a lógica do *money chasing yield*.

“Nos portfólios dos grandes investidores dos mercados globalizados, os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente

---

<sup>18</sup> Para Carneiro (1999), o movimento da globalização durante os anos 1990 apresenta como característica a ocorrência de crises – México, Ásia, Rússia, América Latina –, com a sua generalização em uma crise global contaminando inclusive os países centrais.

os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro” (Biancareli, 2004, p.5).

Nesse mesmo sentido, Cooper (1999) entende que os mercados financeiros são *potencialmente instáveis*, dado que envolvem no mínimo uma significativa transformação da maturidade das obrigações financeiras. Emprestadores, incluindo depositantes, querem manter suas poupanças o mais líquido possível, de forma que possam dispor delas em caso de imprevisto. Tomadores precisam fundos por longos períodos, especialmente para efetuar novos investimentos. Assim, as instituições financeiras têm a tarefa de lidar com essas necessidades conflituosas e o fazem via diversificação. Essa transformação de maturidade ocorre não apenas em instituições bancárias, mas também está presente nos mercados de capitais: os detentores de títulos esperam poder liquidar suas ações rapidamente no mercado secundário, mesmo que as empresas emissoras tenham captado fundos para investimento de longo prazo.

Assim, se os aplicadores querem seus fundos de maneira mais rápida do que os intermediários financeiros possam providenciar, isso configura uma crise financeira, que geralmente se transmite à economia real, dado que novas captações tornam-se mais difíceis, empréstimos antigos não são renovados, e a demanda agregada cai, desperdiçando recursos produtivos e reduzindo a renda real. A abertura dos mercados financeiros domésticos a competidores internacionais ou o acesso a fundos externos ou outras oportunidades de investimento *pode agravar* sua instabilidade potencial, mesmo um país dispondo de um aparato institucional de regulação e supervisão do sistema.

Segundo Stiglitz (2000), a abertura financeira pode levar à instabilidade, especialmente a crises nos mercados financeiros, com efeitos adversos sobre o crescimento econômico. Além disso, não seriam só em função de crises *per se* os efeitos negativos, mas pela própria presença do risco inerente de instabilidade, provável de desencorajar o investimento, variável chave para o crescimento do produto. Ou seja, criar-se-iam efeitos adversos na performance econômica dos países emergentes, os quais poderiam acabar sendo persistentes a longo prazo.

Mollo & Silva (1999) também entendem a abertura como fator de aumento da instabilidade ao invés de redução da mesma, seja em um regime de taxa de câmbio fixa ou flexível, em comparação com uma economia relativamente mais fechada. Concebe-se, portanto, que, sob qualquer regime cambial, o movimento de capitais liberado e a facilidade com que se deslocam entre moedas, outras aplicações e países diversos “tende a provocar problemas”. A volatilidade cambial esperada com o câmbio flexível é grande. O efeito das

novidades e boatos sobre as condições da economia tende a exercer grande influência nos movimentos do câmbio. Além disso, num mundo de finanças globalizadas, é de se esperar que a depreciação cambial leve por vezes a expectativas de novas depreciações, conduzindo a fugas especulativas de capitais que só agravam a situação, se apresentando como um caso de profecias auto-realizáveis (ou um pessimismo que se confirma). A tentativa de evitar tais problemas num contexto de liberdade para o movimento de capitais é outro fator que tende a pressionar a taxa de juros para cima, com reflexos sobre o crescimento e o desemprego crescente.

Por outro lado, Singh (2002) aponta características próprias do sistema financeiro como geradoras da própria volatilidade cambial. Nesse sentido, a competição bancária global e a visão imediatista dos principais *players*, associadas a um sistema de *rewards* sobre resultados para os gestores de fundos, ajudariam a reforçar o caráter de curto prazo sobre as decisões de fluxos de capitais, caracterizando as oscilações a que os países acabam assistindo. Nesse contexto em que predomina uma visão de retorno de curto prazo, um problema seria a instabilidade ampliada quando a moeda é negociada como ativo no mercado financeiro internacional, concorrendo com outras divisas, também negociadas como ativos financeiros. O que se percebe, nestas circunstâncias, é que a divisa-chave que deveria cumprir o papel de unidade de conta comum e permitir alguma estabilidade de contratos, divide tal papel com o de ativo financeiro. Desta tensão resultaria uma maior ou menor instabilidade internacional. “It was originally thought by many (...) that freely flexible exchange rates provide insulation from world conditions of instability for a given country. Experience both in the 1930s and in the 1970s, however, seems to indicate otherwise” (Kindleberger, 1986, p.293).

De qualquer forma, entende-se que o atual contexto internacional de globalização financeira é um fenômeno irreversível (Chachamovitz, 2007) e, assim, o desafio apresentado às economias é tirar o maior proveito da situação evitando ao máximo os prejuízos que possam vir a se concretizar, como é o caso das crises financeiras internacionais. Como Mauro e Ostry (2007) apontam, a globalização financeira está aqui para ficar e todos países, essencialmente, são afetados por ela em diferentes graus. Mesmo aqueles países que ainda utilizam controles de capitais, como a China e Índia, também experimentaram um grande crescimento em suas posições ativas e passivas externas. Ou seja, não apenas os países avançados como também os mercados emergentes e os países em desenvolvimento também se tornaram mais integrados aos fluxos financeiros internacionais.

Entretanto, segundo Rodrik (2006, p.3), a globalização financeira tem sido acompanhada por freqüentes e dolorosas crises financeiras, com “regularidade alarmante”.

Vale dizer, a elevação do fluxo de capitais internacionais no período recente se associa, entretanto, à recorrente ocorrência de crises de caráter financeiro em escala mundial. A crise asiática ilustra como a globalização financeira havia transformado o mundo. No passado, um problema ocorrido em um país como a Tailândia atingiria no máximo seus maiores parceiros comerciais e alguns países da sua região, mas não foi o que ocorreu há uma década atrás naquela ocasião. Talvez por nutrirem grandes expectativas com relação aos países emergentes, os investidores, ao verem frustradas suas expectativas em um desses países, automaticamente saíram em retirada dos demais mercados. Logo, apesar dos problemas econômicos que de fato existiam nos países atingidos, parte daquela crise pode ser atribuída ao pânico, muitas vezes irracional, dos investidores internacionais – preocupação que não deixou de ameaçar os mercados emergentes nos dias atuais.

Como ressaltado por Stiglitz (2006), economias de mercado são, por princípio, sujeitas a níveis altos de volatilidade, característica que tende a ser mais acentuada nos países emergentes num contexto de fluxos de capitais internacionais desregulamentados – verdade que tende a ser esquecida em fases de euforia durante a ascensão do ciclo econômico, mas reafirmada diante de novas turbulências econômicas. Enquanto a volatilidade econômica nos EUA tem sido menor desde o Pós-Guerra, com períodos expansionistas mais amplos e *downturns* mais curtos, os países em desenvolvimento experimentaram alguma forma de crise a partir dos anos 1980 até o início do século XXI, justamente no período de maior desregulamentação dos fluxos financeiros e de predominância de regimes de câmbio flutuante – auto-reguláveis, em teoria – no período pós-Bretton Woods. Em particular, a experiência da América Latina nesse processo de integração à globalização financeira foi “desastrosa” nos últimos 20 anos (Mishkin, 2006)<sup>19</sup>. Assim, o período é marcado por um *aumento de crises financeiras*:

“...the period since the collapse of the Bretton Woods system has been marked by an increasing incidence of financial crises, (in both developed and developing countries), and their growing virulence in terms of lost output and jobs” (Unctad, 2004, p.93).

Como avalia Stiglitz (2006), uma resposta dos governos ao aumento da instabilidade, financeira e real, em ambiente de liberalização do mercado de capitais, tem-se dado pela tomada de medidas defensivas, tais como o aumento de reservas precaucionais em moeda internacional para a redução da vulnerabilidade externa das economias emergentes. Essa

---

<sup>19</sup> Segundo Aizenman (2005), a liberalização financeira na América Latina estava associada, no início dos anos 1990, com expectativas – não concretizadas – de que o financiamento externo aliviaria a escassez de poupança na região e, portanto, aumentaria o investimento e o crescimento. Entretanto, os novos *inflows* externos não chegaram a constituir uma fonte de financiamento que elevasse as taxas de crédito e o crescimento sustentável nos países emergentes, como era esperado (World Bank, 2005, p.227).



parece ser a mesma posição de Aizenman, Lee e Rhee (2004), que apontam que a maior exposição a choques financeiros nos países emergentes explica, em grande medida, a acumulação de reservas internacionais. Ainda que tais medidas defensivas estejam associadas a custos, parece que o entendimento tem sido de que o caso de uma gestão mais passiva diante do aumento da volatilidade real e financeira seria mais oneroso para o desenvolvimento econômico.

Essa tendência parece corroborar a hipótese de que, mesmo com a predominância de regimes cambiais flexíveis, as economias emergentes não se encontram em uma posição “confortável” diante dos fluxos financeiros globais desregulados. Como Davidson (2003, p.13) ressalta, tanto sob um regime cambial fixo quanto flexível, os desbalanceamentos dos fluxos financeiros podem levar a crises de liquidez internacionais, inserindo um viés depressivo sobre o ritmo de atividade global, o que pode explicar esse comportamento de caráter mais precaucional.

A despeito dos desafios, entretanto, não se verificou, em nível mundial, uma tendência generalizada de reversão dos marcos institucionais da abertura financeira, especialmente nos países com uma inserção externa predominantemente *capital account*<sup>20</sup>, o que corrobora a hipótese de que os mercados domésticos caminham para uma integração financeira cada vez maior. Esse também é o caso do Brasil, que segue a tendência de aprofundamento da desregulamentação no mercado cambial e nos fluxos de capitais, como será exposto no capítulo seguinte.

Todavia, nesse contexto de fluxos financeiros globalizados e desregulados, alguns países emergentes passaram a adotar algumas estratégias macroeconômicas mais ativas de gestão externa. Numa conjuntura internacional marcada por “excesso de liquidez” e pressão baixista sobre o dólar – que equivale a um viés de apreciação das outras moedas –, impondo novos desafios de política macroeconômica aos países em desenvolvimento, alguns países, mesmo mantendo o arcabouço liberalizante, passaram a adotar estratégias mais ativas de “gestão cambial e de fluxos financeiros”. Sobretudo, economias emergentes estão adotando políticas de acumulação ostensiva de reservas em moeda internacional, sobretudo o dólar

---

<sup>20</sup> Essa é uma classificação de inserção externa dos países no contexto de globalização econômica, proposta inicialmente por Dooley *et al.* (2003). Basicamente, são países mais desregulamentados com relação aos fluxos financeiros globais, que constitui o caso predominante na América Latina. Nesse modelo de inserção externa, permite-se o deslocamento dos fluxos de capitais com base no risco/retorno associado, o que introduz *per se* uma pressão altista sobre as moedas domésticas. Esse seria o caso do Brasil, dados os influxos de capitais privados e a apreciação da taxa cambial após 2002, com efeitos prejudiciais sobre a competitividade do País (Dooley *et al.*, 2005). Já outros países adotam políticas de desenvolvimento com base no comércio exterior, como é o caso das economias emergentes da Ásia Oriental, cuja inserção, sob essa ótica, é predominantemente *trade account*.

americano, especialmente na Ásia, mas também mais recentemente na América Latina e entre os países exportadores de petróleo<sup>21</sup>.

É nesse cenário de fluxos financeiros cada vez mais globalizados e desregulamentados que se procura compreender a gestão externa do Brasil, analisando os rumos adotados pelo Banco Central (BC) em sua condução. Desde meados de 2005, verifica-se um maior ativismo da autoridade monetária na compra de dólares, formando níveis recordes e, ao mesmo tempo, questionáveis de reservas internacionais<sup>22</sup>. O Tesouro Nacional também foi mais atuante no mercado cambial, efetuando um esforço de recompra de dívida externa e de alongamento de seu perfil, associado ao alongamento e mudança de indexação da dívida interna, agora também caracterizada por facilidades tributárias para a aquisição direta de títulos públicos por não-residentes no mercado doméstico<sup>23</sup>. O Brasil também aproveitou para emitir em sua própria moeda, a exemplo dos demais países emergentes – em contraposição à tese do *original sin*<sup>24</sup> –, nesse contexto de liquidez internacional, além de emitir bônus perpétuos.

Assim, pode-se considerar como característico do período recente que o BC, a exemplo da tendência generalizada nas demais economias emergentes, por um lado caminha na redução de seu poder regulatório sobre o mercado cambial e sobre os fluxos de capitais, indo ao encontro da tese de Arida (2002) de plena conversibilidade do Real. Ao mesmo tempo, as ações na área internacional corroboram a hipótese de que a autoridade monetária passou recentemente a perseguir, a exemplo da política adotada por outras economias emergentes, uma política mais ativa de acúmulo de reservas, em contrapartida à liberalização regulatória externa do País.

Com relação ao contexto global, estimativas do FMI indicam que os estoques de reservas globais praticamente tinham dobrado já em 2003 em relação aos níveis verificados em 1990, atingindo quase 8% do Produto Mundial (IMF, 2003). Nos países em desenvolvimento, o nível das reservas passa de um patamar de 6-8% do Produto nos anos 1970 e 1980 para quase 30% em 2004, subindo a partir de 1990, ano identificado na literatura como o início da era da globalização financeira, enquanto nos países industrializados o patamar permanece abaixo de 5% desde os anos 1950 (Rodrik, 2006, p.6).

---

<sup>21</sup> Vide Fed (2006) e Eichengreen (2006).

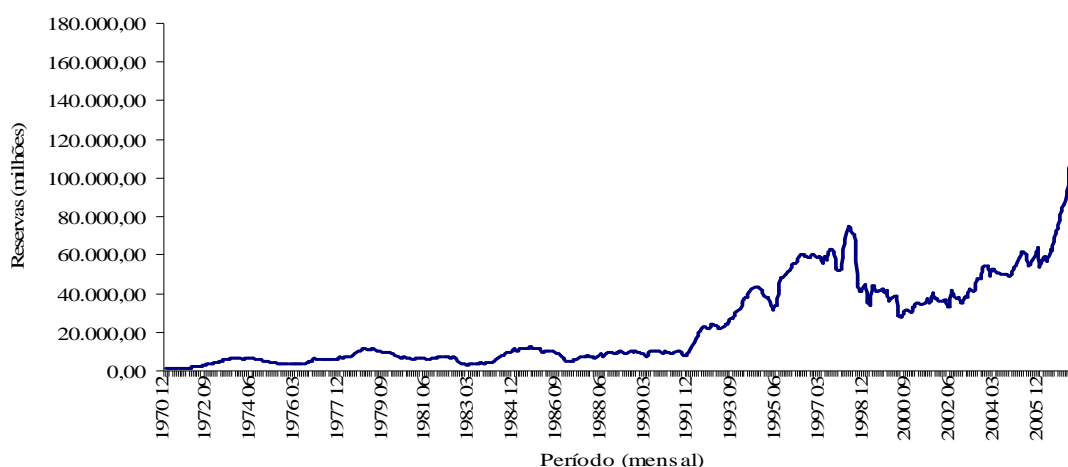
<sup>22</sup> USD 93,4 bilhões, em 11/02/2007, volume que “já passou do razoável”, segundo Mendonça de Barros (Folha, coluna de 23/02/2007). Vide matéria “BC paga caro para valorizar o dólar”, no Jornal Valor, de 12/02/2007. A posição atingiu USD 101,3 bilhões em 01/03/2007, conforme a própria divulgação direta da posição de reservas no sítio do BC na *internet*.

<sup>23</sup> Medida liberalizante e estimulante de influxos de capitais externos, implementada através da Medida Provisória 281, promulgada em Fevereiro de 2006.

<sup>24</sup> Por definição, países que sofrem do “pecado original” possuem endividamento externo bruto denominado em moeda estrangeira. Vide Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003); Aizenman (2005).

O próprio comportamento das reservas cambiais brasileiras também permite a constatação da mudança do contexto internacional no que se refere aos fluxos financeiros internacionais. A partir da década de 1990, muda expressivamente o comportamento das reservas, com a volta dos fluxos financeiros às economias emergentes pós-Plano Brady e, mais recentemente, pela política externa norte-americana mais forte no sentido da manutenção de expressivos déficits externos – o que significa uma ampla liquidez de moeda conversível em nível internacional, derivando em inúmeras transações financeiras para a reciclagem desses recursos. O gráfico seguinte ilustra a diferença na liquidez externa do país antes e após o início dos anos 1990, quando as reservas romperam o patamar histórico de USD 10 bilhões.

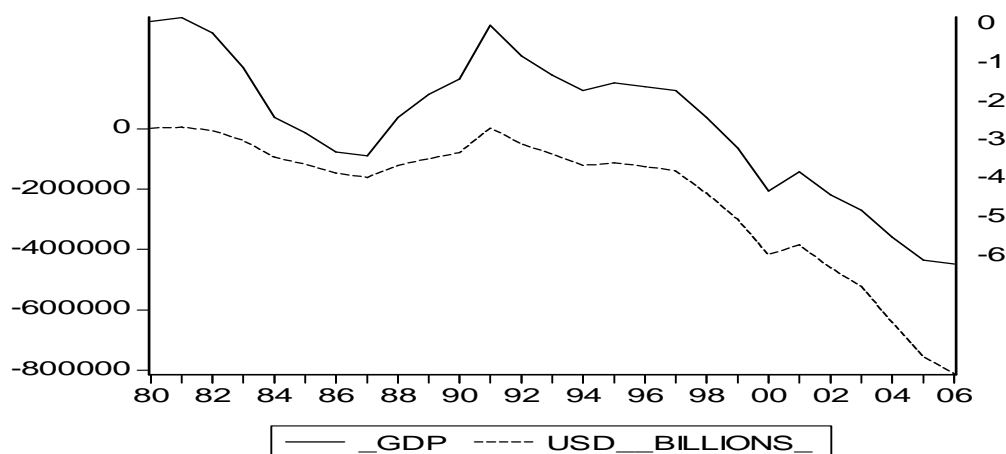
Gráfico 2. Reservas Internacionais do Brasil (1970-2007/07)



Fonte de dados brutos: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Posição de reservas internacionais, conceito de liquidez internacional.

Já o gráfico 3 ilustra a política externa norte-americana:

Gráfico 3. Comportamento da Conta-Corrente dos EUA (1980-2006)



Fonte de dados brutos: International Financial Statistics ([www.imf.org](http://www.imf.org))

O déficit em conta corrente surgiu em 1982 e desde então não parou de se reproduzir, ano a ano e geralmente em escala ampliada, salvo 1991, quando registrou um modesto e inusitado superávit. Este saldo negativo constitui um desdobramento histórico do déficit comercial, também ininterrupto, que data de 1971. Nos anos 1990, o déficit em conta-corrente no balanço de pagamentos teve um aprofundamento visível dessa política em patamares acima de 5% do PIB dos EUA, gerando toda a discussão acerca de sua sustentabilidade<sup>25</sup>. A recorrência desse déficit ao longo de tanto tempo fortaleceu a idéia de que ele não seria um problema e pode ser mantido ainda indefinidamente pelos EUA devido à situação especial do dólar na economia mundial. Mas é prudente lembrar que o desequilíbrio econômico explícito nessas estatísticas do balanço de pagamentos norte-americano é também base potencial para a instabilidade monetária internacional. Qualquer alteração ou expectativa de alteração na taxa de juros norte-americanos gera efeitos nos demais mercados. Um viés altista pode gerar fluxos de capitais para os EUA e desestabilizar as economias emergentes, dependendo do volume de movimentação de recursos.

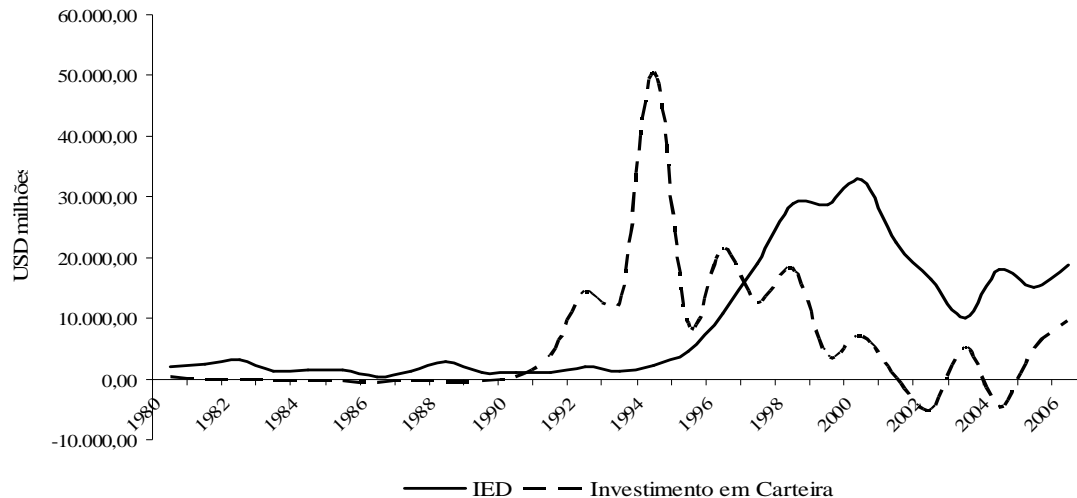
De qualquer forma, o déficit norte-americano significa superávit nas demais economias, quando se observa que o balanço de pagamentos mundial deve somar zero. Vale dizer, isso significa uma maior liquidez internacional de dólares. Esse fato também se reflete na política de acumulação de reservas dos demais países emergentes, que registrou um aumento expressivo no período recente de grande liquidez internacional – no capítulo 4 apresentam-se esses dados para outras economias periféricas, quando da comparação das reservas brasileiras no contexto internacional.

A verificação das séries temporais dos fluxos de capitais direcionados para o Brasil no período recente também é ilustrativa do salto quantitativo das transações do país com o exterior. O gráfico ilustra o desempenho do investimento estrangeiro direto e em carteira no país registrado a partir de 1980:

---

<sup>25</sup> Vide Dooley *et al.* (2003, 2004, 2004b, 2004c, 2005); Dooley e Garber (2005); Eichengreen (2004a; 2004b); Cunha, Prates e Biancareli (2006).

Gráfico 4. Fluxos de Capitais Estrangeiros ao País – modalidade IED e Ações (1980-2006)



Fonte: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Rubricas: Conta financeira - investimentos diretos - estrangeiros no país (IED), e Conta financeira - investimentos em carteira. Periodicidade anual.

Como Cintra & Prates (2005, p.17) apontam, além da volatilidade dos fluxos, há uma mudança qualitativa expressiva dos ingressos de recursos internacionais para o país. Enquanto numa primeira etapa em que se registra o ingresso de capitais num patamar acima de USD 10 bilhões anuais, identifica-se que em 1994 é registrado um ingresso líquido de USD 50 bilhões em investimento em carteira e apenas USD 2,1 bilhão como investimento direto. Num segundo momento, passa-se para uma média de USD 15 e 14 bilhões, respectivamente, para o período 1995-1998, atingindo USD 5,3 bilhões e USD 9,9 bilhões em 2003. Já em 2006, o IED ultrapassa USD 18 bilhões, enquanto se registra o ingresso líquido de USD 9,5 bilhões em investimento em carteira, consolidando a tendência de ingresso de capitais externos na modalidade de investimento direto, que possui um caráter de inversão de longo prazo.

Entretanto, cabe citar Singh (2002), ao discorrer sobre o caráter também volátil do IED, dentro da disponibilidade de opções financeiras existentes atualmente no mundo financeiro. O autor argumenta que a livre movimentação de IED também contribuiria para a fragilidade financeira nos países emergentes<sup>26</sup>. Portanto, Singh (2002) sugere que não haveria

<sup>26</sup> Segundo o autor, atualmente a diferença entre IED e investimento em portfólio seria muito estreita em função do crescimento de derivativos e fundos *hedge*, dadas as facilidades de conversão de um investimento de longo prazo num ativo líquido imediato, além do fato de os investidores poderem utilizar seus ativos fixos para captarem recursos e exportar capital, gerando rápidas saídas de divisas. Essa volatilidade de fluxos de longo prazo também se daria por o IED ser constituído em uma grande parte de lucros retidos, os quais são afetados pelos ciclos econômicos, denotando a ausência de um caráter anticíclico e estabilizador. Também uma grande entrada simultânea de fluxos de IED poderia ser prejudicial ao país receptor, dado que o movimento poderia valorizar a moeda local e reduzir a competitividade do setor *tradeable* do país. Além disso, o IED acabaria gerando compromissos de saídas periódicas de divisas, na forma de pagamentos de dividendos ou repatriação de lucros, inconsistentes em relação às entradas de divisas, sobretudo se ocorrer em setores *nontradeables*, como

diferenças estatisticamente significantes entre as várias formas de fluxos de capitais, *inclusive* IED, e que os fluxos de longo prazo seriam tão voláteis quanto os de curto prazo, além de não existir garantia de impacto positivo de IED sobre o investimento doméstico. Segundo o autor, a liberalização de fluxos apenas de longo prazo (IED), defendida pela maioria dos economistas, se não regulamentada, poderia também causar mais prejuízo do que benefício aos países receptores, concluindo pela necessidade de *mecanismos institucionais apropriados* para garantir a autonomia da ação econômica do Estado.

Vale ainda citar um estudo recente do FMI (2007) que procura condensar o conhecimento mais atual acerca da globalização financeira. A pergunta que norteia o estudo é se a globalização financeira deve ser vista primariamente como uma oportunidade para os países financiarem projetos de investimento ou como uma fonte de possível volatilidade e crises causadas por *sudden reversals* nos fluxos de capitais – o que espelha a própria preocupação da constituição de reservas internacionais pelas economias emergentes bem como essa discussão acerca de seu nível ótimo. Com base em dados dos últimos trinta anos, os pesquisadores apontam que há duas principais conclusões a serem consideradas pelos países emergentes em seus processos de abertura financeira.

Por um lado, as evidências suportam a visão de que os países precisam pesar cuidadosamente os riscos e benefícios de se exporem a fluxos de capitais desregulamentados. Enquanto as economias avançadas se beneficiam enormemente da livre movimentação de capitais, os mercados emergentes e os países em desenvolvimento deveriam se certificarem de que preenchem certos requisitos mínimos – os quais incluem a qualidade de suas instituições e de sua política econômica e seu nível de desenvolvimento financeiro doméstico –, antes de abrirem a conta capital e integrando-se ao livre fluxo financeiro internacional. Sem tais condições, a liberalização financeira pode levar à volatilidade macroeconômica. Do mesmo modo que a integração financeira internacional, a volatilidade também aumentou – mas apenas naqueles países com instituições e setores financeiros fracos.

Por outro lado, o FMI enfatiza que existem custos de oportunidade associados em ser extremamente cuidadoso sobre fluxos de capitais. Abrindo a economia ao investimento externo pode *per se* encorajar mudanças que são boas para a eficiência e o crescimento econômico, ao tempo em que pode estimular o desenvolvimento do setor financeiro doméstico. Os países periféricos não devem perder de vista esse lado positivo, em que pese os benefícios na prática serem menos visíveis do que para os países avançados. A conclusão é

---

em serviços de infra-estrutura e comunicações – sobretudo em períodos de crises recentes, as remessas de lucros e dividendos se mostraram um componente de agravamento dos ciclos econômicos.

que todos países devem se integrar à globalização financeira. Todavia, devem examinar a prontidão dos setores financeiros e o nível de desenvolvimento institucional, ao tempo em que consideram o risco envolvido no processo de abertura em contrapeso aos custos de eficiência associados a controles sobre os capitais internacionais.

Esses argumentos parecem indicar que há uma clivagem clara entre os países centrais e as economias periféricas, no que tange aos custos e oportunidades proporcionadas pela globalização financeira. Embora as crises passaram a ter características mais globais, são os países menos desenvolvidos ou ainda emergentes que continuam a ser os mais vulneráveis aos drásticos movimentos nos fluxos de capitais. Ainda que possam ser originadas em bolhas especulativas nas bolsas de valores nos países centrais, as crises financeiras contêm um alto componente de risco cambial pelo efeito que provocam no preço das moedas, o que desajusta as economias nacionais. Essa seria uma janela pela qual as economias emergentes sofrem as maiores conseqüências.

Por fim, cabe citar Chachamovitz (2007) com relação aos riscos representados pela globalização financeira, o que ajuda a entender a política de acumulação ostensiva de reservas internacionais pelo país. Ela identifica o exagero na valorização das bolsas de valores e preços de imóveis em alguns países emergentes, aparentemente superior à melhora de seus fundamentos. O forte fluxo de recursos para alguns países também levou à intervenção dos bancos centrais nos mercados de câmbio, acumulando expressivos volumes de reservas internacionais. Tal processo colocou as autoridades monetárias ao lado dos investidores privados no sentido de busca de diversificação de aplicação de seus recursos, o que aumentou a probabilidade dos ativos financeiros em terem seus preços desviados de seus fundamentos. As correções destes e de outros problemas virão com as próprias crises de mercado, que até o presente momento foram pequenas e pouco duradouras.

Na China, o excesso de liquidez no mercado doméstico está sendo canalizado principalmente para o mercado acionário, tendo a bolsa chinesa se valorizado mais de 240% desde o início de 2006. Algumas medidas giram na órbita dos controles de capitais. Além de criar uma agência responsável pela aplicação de parte significativa das reservas, o governo vem adotando medidas para liberalizar a conta capital e estimular o investimento dos chineses no exterior, mas ainda de forma muito gradual. Índia e Argentina também têm tomado medidas para liberalizar a saída de capitais, mas este movimento acaba, segundo a autora, estimulando ainda mais a entrada de capitais por parte dos investidores que não estavam dispostos a ficar sujeitos aos controles até então existentes. Outros países, como Tailândia,

Colômbia e Vietnã, foram na direção oposta, adotando ou contemplando a adotar algum tipo de controle para a entrada de capitais, a fim de reduzir a atratividade de suas economias.



#### **4. A Liberalização Financeira no Brasil (1990-2005)**

Tendo contextualizado o cenário externo de mudanças que levaram as economias periféricas a se integrarem mais fortemente no âmbito financeiro internacional, bem como apresentado algumas considerações acerca dos riscos inerentes da globalização financeira, neste capítulo procura-se apresentar um panorama das principais mudanças implementadas pelo Banco Central no sentido de integração do país ao novo cenário internacional. Busca-se descrever a liberalização da conta capital na década de 1990 e entender o processo geral em curso, num contexto de mudança na forma de inserção internacional da economia brasileira. O propósito é demonstrar que o país foi gradualmente desregulamentando a conta capital a partir da década de 1990, hoje se encontrando numa posição em que a gestão externa não se utiliza mais de instrumentos de controles de capitais. A hipótese é que, hoje, a gestão externa está baseada na acumulação de reservas internacionais associada à livre movimentação cambial.

O capítulo está dividido em duas seções principais, além dessa breve introdução. A seção 3.1 faz uma exposição sobre a mudança do cenário de escassez para liquidez de moeda conversível no país, o que permitiu o desenvolvimento da liberalização financeira pontuada pelas medidas ali citadas, os passos iniciais e a evolução normativa representando uma mudança institucional na gestão externa do Brasil, sob a hipótese de gradualismo na condução ativa da abertura financeira do país desde o final da década de 1980<sup>27</sup>. Após, olha-se de maneira mais específica as principais alterações implementadas no período 2001/2007, culminando com especial atenção às mudanças introduzidas pela Circular BC 3.280/05, e da MP 315/06, certamente importantes marcos e sinalizadores em busca da maior flexibilidade e modernização do arcabouço institucional do país. Algumas considerações são feitas ao final.

##### **4.1. Mudanças Estruturais na Gestão Externa do País: da Escassez de Divisas à Liberalização Gradual da Conta Capital**<sup>28</sup>

Os anos 1990 foram marcados na grande maioria dos países da América Latina por políticas amplas de ajuste, incluindo a liberalização comercial e financeira, aumentando-se o grau de abertura da economia a bens e capitais estrangeiros (Hermann, 2002b, p.4). Ao longo dos últimos anos, os países da região eliminaram restrições, e entre outras mudanças, “abriram novos canais de investimento estrangeiro de portfólio” (Biancareli, 2004, p.1), adaptando suas legislações às

---

<sup>27</sup> Naturalmente, ainda que se ressalte alguma medida específica, a abordagem sobre essas ações editadas no período tem em vista não a sua análise unitária, mas a compreensão do sentido e do alcance das mudanças implementadas pelas autoridades monetárias, como parte de um processo mais amplo com um sentido e encadeamento.

<sup>28</sup> A base normativa aqui abordada está disponível no sítio do BC na internet, e pode ser diretamente ali consultada. Soihet (2002) também é uma boa fonte de consulta, apresentando um rol das principais medidas normativas editadas entre 1990-2000 (apêndice IV, p.66-96), enquanto o apêndice II de Cardoso & Goldfajn (1997, p.39-45) registra os principais fatos e medidas afetando os fluxos de capitais entre 1983/1996.

mudanças internacionais com o retorno dos fluxos de capitais para esses países. No Brasil, os fatos não foram diferentes, seguindo-se a mesma tendência, sendo os primeiros passos dados ao final dos anos 1980 e início dos 1990. É nesse contexto é que a liberalização financeira da economia brasileira vem sendo implementada pelo BC e pelo CMN, desde o final dos anos 1980<sup>29</sup> (Sicsú, 2005), num processo, sobretudo, de mudança gradual. Eliminam-se restrições, e, dentre outras mudanças, abrem-se novos canais de investimento estrangeiro de portfólio, adaptando-se gradualmente a legislação às mudanças internacionais com o retorno dos fluxos de capitais internacionais para os países emergentes.

Esse novo contexto de liquidez internacional parece estar superando a história econômica de escassez de moeda conversível no país. Isso também permitiu a alteração da normatização cambial do país em direção a uma maior movimentação financeira com o exterior, sem uma necessidade mais ampla de proteger as reservas cambiais, dado o nível histórico que alcançou através da política de acumulação de reservas do BC.

Sob essa ótica é que as medidas de controles sobre os fluxos de capitais, vigentes até então, se justificavam porque havia um racionamento de divisas devido às dificuldades crônicas de financiamento do balanço de pagamentos. No Brasil,

“divisas sempre foram uma mercadoria rara. Daí a construção de uma legislação cujo objetivo maior sempre foi o de racionar a utilização da moeda estrangeira, canalizando-a para usos tidos como prioritários, como a importação de gêneros de primeira necessidade” (Loyola, 2003b).

A mudança da inserção externa do país, aliada à conjuntura internacional favorável de retorno dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, ajudou a acelerar e consolidar o processo de mudança. O próprio BC registra que “a escassez de divisas se transforma em abundância especialmente no início dos 1990, quando são reforçadas as entradas de capital no País, e a balança comercial continua[va] a registrar os mesmos superávits observados no final dos anos 1980” (BC, 1993, p.6).

A partir desse entendimento do BC, foram construídas diversas medidas que, somadas, caracterizaram o histórico de liberalização financeira do país com o exterior na década de 1990. Certamente, um primeiro passo relevante nessa direção constituiu-se na criação do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF). Ao flexibilizar as operações passíveis de serem autorizadas pelo BC e cursadas normalmente no mercado de câmbio oficial, através da criação de um segmento específico de mercado de câmbio no qual se pudesse negociar moeda estrangeira a preços e

---

<sup>29</sup> Já Soihet (2002, p.57), concordando com o início do processo no final da década de 1980, entende que foi consolidado com as medidas liberalizantes na década de 1990 – um “forte processo de liberalização de sua conta de capitais nos anos 1990” identificado por Carvalho & Sicsú (2005). Contudo, esse marco temporal não é unânime na literatura, ainda que majoritário, até por coincidir com a abertura comercial do país e a política explícita do Governo Collor em 1990 nessa direção. Contudo, Cardoso & Goldfajn (1997) verificaram a tendência à liberalização do movimento de capitais para o período que se inicia já em 1983.

condições livremente pactuados, a Resolução BC nº 1.552/88 denota o início do período de superação da escassez de moeda conversível no mercado de câmbio oficial do país<sup>30</sup>.

Uma outra importante inovação deu-se em 1992 com a mudança da sistemática de utilização das contas de não-residentes reguladas pela Carta Circular nº 5/69, quando se passou a permitir o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes, por meio de contas de instituições financeiras do exterior mantidas em instituições financeiras no país – constituindo as chamadas “operações CC5”. Este foi um dos pilares principais da liberalização, através da mudança da sistemática de utilização das contas de não-residentes reguladas pela Carta Circular nº 5/69 – permitiu-se através da Resolução BC 1946/92, o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes. Assim, pela primeira vez era estabelecido um paradigma de conversibilidade em um assunto no qual, desde os anos 1930, vigoravam controles *ex ante* de modo geral, e para o capital estrangeiro em particular.

Além das CC5, com a configuração posterior a 1992, outras medidas foram sendo tomadas no sentido de permitir legalmente a saída de capitais brasileiros para o exterior. Com a criação do MCTF, permitiu-se o investimento no exterior de pessoas jurídicas não-financeiras – primeiro com um teto livre de USD 1 milhão até 2001, alcançando um limite de USD 5 milhões para transferências a esse título sem necessidade de autorização prévia pelo BC até 14/03/2005 (Consolidação das Normas Cambiais – CNC 2.7.1.1). A partir de então, as transferências passaram a ser livres, sem limitação de valor, desde a edição da Circular BC 3.280/05.

Ainda com relação às *outward transactions*, a mudança de paradigma na gestão externa também se deu pela permissão para que a poupança nacional passasse a ser disponibilizada além das fronteiras do país. Além do mecanismo das CC5, um instrumento mais formal é criado pela Resolução BC 2.111/94, constituindo uma nova exceção ao modelo anterior. Assim, permite-se a aplicação nos chamados Fiex – Fundos de Investimento no Exterior (regulados pela Circular 2.863/99), sendo 80% dos ativos desses fundos compostos de títulos da dívida pública externa.

Com relação às *inward transactions*, verifica-se que o caminho seguido pelo Brasil foi o de adaptar as possibilidades de entrada de recursos externos à nova realidade da globalização financeira, ampliando os canais institucionais e as possibilidades internas de alocação dos recursos estrangeiros, constituindo-se na área em que a liberalização mais avançou. Nesse sentido, com relação a captações externas e à entrada de investidores, chega-se a “uma situação de abertura consolidada, com a abolição de controles diretos, vinculações de aplicação e prazos mínimos, sendo preservado o espaço para manipulações conjunturais nos controles indiretos, principalmente pela

---

<sup>30</sup> Conforme Franco (2000, p. 313), “o chamado ‘flutuante’ foi criado como um mercado apartado do mercado de câmbio principal – que ficou designado como mercado de câmbio de taxas livres (MCTL) e conhecido como ‘comercial’ –, inicialmente com a denominação de ‘câmbio-turismo’, com o propósito de trazer para a esfera formal as transações legítimas que tinham lugar no *black*”.

via da tributação dos recursos ingressantes” (Biancareli, 2003, p.12). Há, portanto, no período, uma flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e a adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na emissão de *securities* (títulos de renda fixa e ações).

Um passo fundamental seria a ampliação das captações para repasse interno, regidas pela Resolução BC 63/1967<sup>31</sup>. Em março de 1987, foi permitido aos residentes morando no exterior investir no Brasil através da criação de diferentes tipos de fundos de investimento (resolução BC 1.289, anexos I a III)<sup>32</sup>, constituindo-se num marco regulatório importante nesse processo de abertura (Soihet, 2002)<sup>33</sup>.

Assim, pela Resolução BC 1.289/87, os recursos eram ingressados no país através de sociedades de investimento, fundos de investimento, carteira diversificada de ações, carteira de títulos e valores mobiliários<sup>34</sup> de investidores institucionais e DRs. Posteriormente, uma outra forma de ingresso de investimentos externos deu-se através da Resolução 2.028/93, introduzindo os chamados Fundos de renda fixa – capital estrangeiro, conhecidos no mercado como *Anexo VI* (Andrezo & Lima, 1999, p.241).

Tal processo de abertura atingiria seu ápice em 1999 e 2000, com a abolição das diferenças entre os anexos e a livre aplicação dos recursos ingressantes, inclusive em instrumentos de renda fixa, por meio da Resolução BC 2.591/99 e BC 2.628/99, consolidadas, posteriormente, na Resolução BC 2.770/00<sup>35</sup>.

A esse respeito, Soihet (2002, p.57) aponta que as modificações introduzidas nas principais modalidades de investimento estrangeiro no mercado financeiro no Brasil buscaram adaptar e ampliar os meios disponíveis para aplicações de não-residentes, de forma a contemplar as

---

<sup>31</sup> A Resolução 63 foi a norma pioneira a permitir aos bancos de investimento e de desenvolvimento privado contratar diretamente empréstimos externos para repasse a empresas no país, estabelecendo assim uma ponte entre o sistema financeiro doméstico e internacional.

<sup>32</sup> Segundo Andrezo & Lima (1999, p.178), essa resolução marca o início de uma nova fase no mercado de capitais brasileiro de abertura ao investidor estrangeiro. Ainda que iniciado de forma tímida, o processo é acelerado nos anos 1990, por pressão dos investidores.

<sup>33</sup> Em 1991, a legislação foi modificada para permitir aos investidores institucionais estrangeiros a negociarem *bonds* e títulos emitidos domesticamente (Resolução BC 1.832, instituindo o Anexo IV). O anexo IV facilitou o ingresso de investidores institucionais como fundos de pensão, companhias de seguros e fundos de investimento estrangeiro, permitindo-lhes investir no mercado de capitais brasileiro, por meio da constituição de uma carteira (Andrezo & Lima, 1999, p.224). Ao contrário dos anexos anteriores, permitiu a entrada direta dos investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, sem requerimentos de capital mínimo inicial e prazo de permanência (Cintra & Prates, 2005, p.12). Em 1992, a Resolução 1.289 foi ainda modificada para permitir o uso de DRs para representar títulos brasileiros no exterior (Stuart, 2000).

<sup>34</sup> A Resolução BC 922/84 definiu *valores mobiliários* como aqueles sujeitos ao regime da lei 6.385/76, e *títulos mobiliários*, os excluídos do referido regime, que são os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. No primeiro caso, a competência é do CVM, enquanto no segundo é do BC (Andrezo & Lima, 1999, p.194).

<sup>35</sup> Essa última revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior, além de eliminar a exigência de autorização do BC para qualquer tipo de captação de recursos, tornando o regime declaratório, e afastar ainda o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos.

transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, vis-à-vis a economia brasileira, mesma opinião da Andima (2005, p.82). A base desse processo teria sido justamente a retomada dos fluxos financeiros entre o País e o mercado internacional e a estabilização da economia.

O processo de liberalização segue com o aprofundamento e aperfeiçoamento dos mecanismos já introduzidos até então, permitindo novos agentes e modalidades de aplicação específicas aos investimentos externos. Segundo Cintra & Prates (2005, p.12), a Resolução BC 2.689/00 extinguiu as diferentes modalidades de aplicação anteriores, com exceção do Anexo III, instituindo uma modalidade pela qual os não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos residentes. Outra inovação importante trazida pela nova regulamentação da Resolução BC 2.689/00 foi a possibilidade de pessoas físicas ou jurídicas não institucionais residentes no exterior realizarem investimentos de portfólio.

Assim sendo, de forma geral, o quadro seguinte resume as principais medidas como um marco no processo de abertura e integração dos mercados doméstico e internacional:

Quadro 1. Principais Medidas Liberalizantes na década de 1990

MEDIDA	EMENTA
Resolução 1.289/87* ( <i>inward</i> )**	Cria os Anexos I, II e III, permitindo modalidades de investimento estrangeiro no Brasil em títulos e valores mobiliários, desencadeando o ingresso de capitais estrangeiros
Resolução 1.552/88*	Cria o MCTF, ampliando o acesso dos agentes à moeda estrangeira, legalizando operações antes cursadas à margem do mercado oficial
Resolução 1.832/91 ( <i>inward</i> )	Aprova o anexo IV à Resolução 1.289/87, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico
Resolução 1.927/92 ( <i>inward</i> )	Aprova o anexo V à Resolução 1.289/87, permitindo o investimento de capitais estrangeiros por meio do mecanismo de DRs
Resolução 1.946/92	Altera sistemática das “contas CC5”, permitindo o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes
Resolução 2.028/93 ( <i>inward</i> )	Cria os Fundos de renda fixa – capital estrangeiro (“Anexo VI”)
Resolução 2.111/94 ( <i>outward</i> )	Possibilita aplicação de residentes no exterior via FIEIX
Resolução 2.148/95 ( <i>inward</i> )	Amplia para o setor agropecuário as possibilidades de repasse de <i>funding</i> externo – “63 caipira”
Resolução 2.170/95 ( <i>inward</i> )	Ampliação das modalidades de repasse de recursos externos para o setor imobiliário
Resolução 2.312/96 ( <i>inward</i> )	Amplia às empresas exportadoras o <i>funding</i> externo
Resolução 2.683/99 ( <i>inward</i> )	Permite às IFs captarem recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico
Resolução 2.689/00 ( <i>inward</i> )	Libera aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais, dos mercados financeiros e de capitais, disponíveis no país
Resolução 2.770/00 ( <i>inward</i> )	Consolida mudanças relativas à emissão de títulos no exterior, abolindo exigências prévias de autorização e direcionamento de recursos externos

Fonte: elaboração do autor com base nas informações disponíveis no *site* do Planalto ([www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)), BC ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)) e CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)).

\*: ainda que sejam medidas anteriores a 1990, são marcos importantes para o entendimento das mudanças posteriores, daí sua inclusão nesta tabela

\*\* : indica o sentido de fluxo de capitais afetado pelo normativo citado – entrada/saída do País.

Com relação ao curso de moeda estrangeira no país, a Resolução BC 2.644/99 permitiu a abertura e movimentação de contas em moeda estrangeira, no país, às empresas encarregadas de projetos de petróleo, gás e energia, constituindo as chamadas “Conta 2.644”. Dessa forma, fundos depositados numa Conta 2.644 poderiam ser livremente investidos fora do país no mercado internacional, ao livre arbítrio do titular da conta. Ainda que tenha sido uma medida voltada para um setor econômico específico, não deixa de configurar uma flexibilização importante dos dispositivos do Decreto-Lei 857/69, interpretados hoje como normas que restringem o uso da indexação cambial – textualmente, “práticas que restrinjam ou recusem o curso da moeda nacional”.

Nesse mesmo sentido, ainda que essa disposição impeça os bancos de emprestar em moeda estrangeira no país, p.ex., essa regulação não se aplica a captações bancárias de repasse em moeda estrangeira (FMI, 2003a, p.163), que acabam referidos em moeda estrangeira. Mas, para os agentes em geral, a grande alteração referente à conversibilidade foi a ampliação das opções de ativos indexados ao dólar, da qual a parcela dolarizada no estoque da dívida pública é um dos sinais.

#### **4.2. O Regime Atual: Principais Alterações Consolidadas (2001-2007)** <sup>36</sup>

A política de liberalização estrutural da conta capital segue avançando no período 2001/2007, construída e consolidada gradualmente com a edição regular de normativos nessa direção. Sua principal característica, sobretudo nesses anos mais recentes, é seu caráter complementar às mudanças implementadas anteriormente durante a década de 1990, quando se registraram as principais alterações básicas (supracitadas, dentre outras) que determinaram a abertura de novos canais institucionais para a movimentação dos fluxos de capitais para com o exterior.

Assim, muito do trabalho realizado pelo BC nos últimos anos está baseado na consolidação e aprofundamento das mudanças anteriores, visando à redução de restrições operacionais, exigências burocráticas e custos de transação associados a entradas e saídas de investimentos externos<sup>37</sup>. Por outro lado, observa-se que a maioria das medidas implementadas está concentrada sobre a movimentação de capitais de residentes, tanto simplificando, desburocratizando e impondo transparência ao mercado, quanto liberalizando movimentações de capitais sobretudo de empresas e cidadãos residentes (*outward transactions*).

---

<sup>36</sup> Assim como a seção anterior, a fonte bibliográfica básica encontra-se na página do BC na internet, que disponibiliza acesso completo à legislação cambial.

<sup>37</sup> Através da análise minuciosa da legislação do BC entre 2001 e 2006, percebe-se claramente esse caráter muito mais regulamentar e desburocratizante, até dentro das diretrizes do Programa Nacional de Desburocratização implementado ainda no Governo FHC na máquina pública federal, em busca de uma maior facilidade operacional para os agentes. As próprias manifestações do BC na imprensa confirmam esse caráter desburocratizante. Vide, p.ex., a matéria “Incoerências das Normas Cambiais” no Jornal Valor de 09/02/04.

Ressaltados esses pontos, cabe aqui destacar as principais e mais relevantes medidas no sentido de liberalização da conta capital nesse período recente. Elas foram construídas independentes entre si, cada qual tratando de um aspecto específico da regulamentação cambial, sendo por fim consolidadas no novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais em março de 2005 (RMCCI)<sup>38</sup>. Assim, a Circular 3.027/01 institui uma modalidade específica de RDE<sup>39</sup>, enquanto a Circular 3.037 (01/06/2001) permite determinadas operações relacionadas a investimentos brasileiros no exterior. A Decisão-Conjunta BC/CVM 09/01 autorizou as DTVMs<sup>40</sup> a intermediarem operações cursadas no então MCTL (mercado de câmbio de taxas livres), e assim por diante<sup>41</sup>.

Já com a instituição do RMCCI, o país experimenta seu mais avançado passo em direção à livre movimentação de capitais. Tal medida marca o fim de uma era em que o país conviveu com várias taxas oficiais de câmbio dentro de engenharias cambiais implementadas no sentido de gerenciamento das operações externas do país, além de deixar em aberto e sinalizar que a regulamentação cambial está sempre em evolução, particularmente, no sentido de uma maior liberdade cambial<sup>42</sup>.

Formalmente, o Mercado de Câmbio deixa de ser dividido em dois segmentos (livre e flutuante) e passa a ser único, no qual são celebrados todos os tipos de operações por taxas cambiais livremente pactuadas entre as partes, independente de sua natureza. Tais operações de câmbio continuam a ser cursadas obrigatoriamente nos estabelecimentos autorizados a praticá-las pelo Banco Central, mantendo-se, portanto, o princípio da centralização cambial originário da década de 1930<sup>43</sup>.

Uma importante alteração na regulamentação diz respeito à desburocratização e simplificação da comprovação documental para basear a celebração de uma operação de câmbio. A regulamentação cambial não mais prevê o rol dos documentos necessários para embasar cada tipo

---

<sup>38</sup> Resoluções BC 3.265/05 e 3.266/05 e Circular BC 3.280/05.

<sup>39</sup> RDE é o Registro Declaratório Eletrônico no Sistema de Informações do BC. Para maiores informações sobre esse e os demais sistemas eletrônicos de registro de operações, vide Circular BC 2.337, que instituiu o Registro Declaratório Eletrônico/(RDE), em 28/11/1996, e a Circular BC 2.731 (13/12/1996), que criou o Registro de Operações Financeiras (ROF).

<sup>40</sup> Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

<sup>41</sup> Por uma questão de simplificação, citam-se aqui os principais normativos, dada a extensão de normativos editados no período.

<sup>42</sup> As modificações posteriores na legislação cambial, que ampliam a livre movimentação de capitais, estão consolidadas no texto do RMCCI, inclusive as introduzidas posteriormente através da edição da Medida Provisória 315, de 03/08/2006.

<sup>43</sup> A centralização cambial, prerrogativa decorrente do monopólio no mercado de câmbio pelo BC (Decreto 20.451/31), é utilizada normalmente em períodos de escassez de divisas, pois facilita o controle da entrada e saída de divisas por um órgão centralizador – na prática, o monopólio dá sustentação à autoridade do BC no mercado cambial, de forma a determinar as regras a serem observadas pelos agentes. Fora esse caráter de organização e gerenciamento do mercado de divisas, serve para o BC gerenciar períodos de crises, resgatando sua prerrogativa de monopólio das operações cambiais.

de operação de câmbio, exceto em algumas situações específicas, ainda que todas elas devam ter respaldo documental, e estarem à disposição do BC para quaisquer comprovações.

As transferências internacionais de reais, por seu turno, efetuadas por meio de créditos e débitos realizados em contas de não residentes (CC5), não poderão mais ser realizadas no interesse de terceiros, dentro da sistemática anterior de trânsito pelas contas de instituição financeira residente ou domiciliada no exterior – atendendo um pleito antigo do mercado. Atualmente, somente recursos próprios de não-residente depositados nessas contas podem ser livremente convertidos em moeda estrangeira para remessa ao exterior<sup>44</sup>, sendo que as demais operações ali cursadas passam a ser efetuadas no Mercado de Câmbio normalmente – constituindo uma medida liberalizante.

Assim, como regra geral, com base na nova regulamentação do RMCCI, quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira podem ser realizados no mercado de câmbio, inclusive as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao País e aplicações no mercado financeiro. Dessa forma, pessoas físicas e jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira, de qualquer natureza, sem limitação de valor, via celebração de contrato de câmbio com os agentes autorizados, inclusive para aquelas operações que só podiam ser feitas via CC5. Esse aspecto constitui uma das mais relevantes mudanças da legislação, sobretudo por seu caráter de imprimir maior transparência a essas transações<sup>45</sup>.

Essa expressa autorização para a compra e venda de moeda estrangeira, independente da finalidade de sua utilização, pode ser considerada um dos principais avanços do RMCCI, dado que, pela sistemática anterior, a moeda estrangeira somente poderia ser objeto de compra e venda para algumas finalidades *previamente* determinadas por dispositivo do Banco Central, como por exemplo para utilização em viagens de turismo. Ou seja, o caráter da legislação cambial passa de um primeiro momento mais restritivo e regulado no sentido mais estrito, em que qualquer operação só podia ser realizada no mercado oficial se estivesse expressamente autorizada, para uma nova etapa, em que se permite uma ampla liberdade de operação com o exterior, com um caráter muito mais liberal.

---

<sup>44</sup> Esse ponto tem um caráter de “descriminalização”, dado que as remessas efetuadas de acordo com esse mecanismo foram marginalizadas e tidas pela opinião pública como ilegítimas, o que fazia com sua utilização fosse reticente e gerasse apreensão pelos agentes – inclusive assunto com destaque nos debates prévios no país; e de maior transparência, ao melhor identificar as operações em contratos de câmbio. Dessa maneira, o BC atende a um pleito dos agentes no sentido de consolidar *de jure* uma situação de conversibilidade *de facto*, dando-lhe maior transparência e segurança jurídica, já que através do mecanismo das contas CC5, qualquer empresa, ou pessoa física residente no Brasil, já tinha a liberdade de fazer um investimento direto ou de constituir disponibilidade financeira no exterior, no montante que quisesse, sem pedir antes ao BC, nos termos da Carta-Circular 2.259/92 (Ali ficou clara a conversibilidade de toda a moeda nacional depositada em contas CC5 de titularidade de bancos não-residentes, independente da origem).

<sup>45</sup> Nos termos do RMCCI 1.1.3, “As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, *sem limitação de valor*, na forma estabelecida neste Regulamento, observada a legalidade da transação, inclusive de ordem tributária, tendo como base a fundamentação econômica das operações e as responsabilidades definidas na respectiva documentação” (grifo adicionado).



Tal concepção permite que, pelo regime vigente, empresas e cidadãos residentes e domiciliados no Brasil possam utilizar a compra de moeda estrangeira livremente como instrumento para formação de poupança e disponibilidades financeiras no exterior. No entanto, permanece vedada a manutenção de contas de depósito em moedas estrangeiras, exceto em algumas situações particulares definidas pela legislação<sup>46</sup>.

Por outro lado, com a atual sistemática, permitiu-se também o livre fluxo de capitais de residentes e domiciliados no Brasil. Dentre as remessas financeiras previstas (*outward transactions*), sem limites de valor, destacam-se: transferências de patrimônio/ heranças; prêmios e indenizações não amparadas por seguros; fianças para exportação (cobertura de riscos); garantias bancárias; aquisição de imóveis; multas e juros contratuais (sem vínculo a operações comerciais); operações com as instituições de cartões de crédito e de vales postais; aplicações em ações/ títulos/ mercado de opções; e investimento brasileiro no exterior. Da mesma forma, não há limites de valor para a realização das operações de compras a título de turismo – o que era um problema para o turista no passado que precisava recorrer ao mercado cambial paralelo –, nem para a realização de transferências unilaterais e pagamentos de serviços.

Nesse mesmo sentido, a edição da MP 315, em 03/08/2006, consolidada pela lei 11.371, de 28/11/2006, veio a aprofundar a abertura financeira, no momento em que modifica o princípio da cobertura cambial das exportações brasileiras. Instituído pelo Decreto 23.258/33, os exportadores eram, desde então, obrigados a internalizar os recursos recebidos com o pagamento das exportações. No entanto, esta disposição foi flexibilizada, permitindo-se a manutenção, no exterior, de 30% das divisas geradas pelas exportações brasileiras<sup>47, 48</sup>. O chamado “pacote cambial”, lançado em 2006 com a medida provisória 315, permitiu, portanto, que os exportadores deixassem no exterior 30% dos dólares obtidos com a venda de mercadorias e serviços, para fins de pagamentos de compromissos em moeda estrangeira, como importações e investimentos. O objetivo foi reduzir a burocracia e os custos de transação para o exportador, além de eliminar riscos, como o da variação cambial, após uma forte campanha patrocinada pela Fiesp.

Quanto aos 70% restantes, ficaram os exportadores obrigados a vender a moeda estrangeira auferida em suas transações ao BC ou a uma instituição por ele autorizada<sup>49</sup>. Todavia, permitiu-se que os exportadores realizem, simultaneamente, operações de venda e compra de dólares, no caso

---

<sup>46</sup> Resolução BC 3.222, de 29/07/2004, que regulamenta as contas em moeda estrangeira no país.

<sup>47</sup> A MP 315 delegou ao CMN a responsabilidade na definição do percentual sobre as divisas de exportações que podem ser mantidas no exterior. A Resolução 3.389, de 04.08.2006, definiu o valor em 30% das receitas de exportação.

<sup>48</sup> O RMCCI já tinha ampliado o prazo de internalização das divisas de exportação de 180 para 210 dias, dependendo do vencimento do contrato de exportação (CNC 5.2). O prazo solicitado pelos exportadores, como divulgado na mídia, era de um período de 360 dias. Tal medida foi posteriormente sobrepujada pela MP 315, flexibilizando ainda mais a legislação cambial.

<sup>49</sup> Subentende-se, aí, o monopólio cambial do BC (Decreto 20.451/31), o qual delega essa responsabilidade a agentes por ele autorizados.

de regresso ao exterior de parcela acima dos 30%. Essa permissão facilita ao exportador quitar compromissos externos cujo volume supera os 30% do valor das exportações que poderão permanecer fora do País – o que na verdade possui uma finalidade fiscal de pagamento de CPMF nas transações financeiras<sup>50 51</sup>.

O BC também aproveitou para regularizar o registro do chamado “capital contaminado”, termo que se refere ao capital estrangeiro aplicado no país até o ano de 2004 sem o registro, naquela autarquia, de contrato de câmbio de ingresso de divisas no país. Com o registro, as empresas com capital estrangeiro passam a ter o pleno direito de enviar recursos para o exterior no mercado de câmbio oficial, a título de lucro sobre o capital estrangeiro investido no país, bem como retornar as divisas para o exterior, com base na Lei 4.131/62.

Talvez seja a lei 4.131/62 ainda o ponto mais rígido da legislação cambial brasileira. Todavia, é esperado que o próximo passo liberalizante se dê por sua flexibilização, devendo ser revogado o princípio da saída de capitais com base no ingresso prévio de divisas e na geração de lucros desses capitais. A chamada “Lei de Remessa de Lucros”, que é a base para a exigência do registro de capital estrangeiro no Banco Central (art.3º), mantém-se inalterada e em plena vigência. Entretanto, não deixa de ser uma medida indicativa nesse sentido a permissão de registro do chamado “capital contaminado” no BC, no momento em que se reconhece como capital estrangeiro no país algumas situações sem o ingresso anterior de divisas, dando-lhe livre saída.

Por fim, vale ressaltar que neste ano o CMN avançou nesse processo e aprovou uma série de medidas de abertura da conta de capitais para investimentos até então confinados, pela legislação, ao mercado doméstico de capitais. Os fundos de pensão, por exemplo, podem agora aplicar até 3% do patrimônio em cotas de fundos multimercados que operem com *day-trade* e façam aplicações de ativos no exterior. Ainda é um percentual bem limitado, mas até então os fundos de pensão podiam aplicar apenas 10% de seu patrimônio nos Fundos de Investimento de Dívida Externa (Fide) - os antigos Fiex -, que por sua vez aplicavam preferencialmente em papéis de emissores nacionais no exterior. O CMN permitiu, também, que os fundos de investimentos apliquem até 10% de seu patrimônio fora do país, percentual que sobe para 20% no caso dos fundos multimercado.

O quadro seguinte resume os principais normativos editados pelas Autoridades Monetárias a partir de 2001, quais sejam:

---

<sup>50</sup> Na discussão do percentual a ser mantido no exterior, a Receita Federal abriu mão de receita fiscal que incidia nas transações que passam então a ser realizadas fora do território nacional, incidindo, entretanto, sobre as operações de câmbio dos demais 70%. A estimativa, feita com base nas exportações de 2005, foi de uma renúncia de R\$ 380 milhões ao ano. Vide matéria “Pacote do câmbio não surte efeito”, no jornal OESP, de 01/10/2007.

<sup>51</sup> Apesar de ter sido anunciada com a expectativa de representar um grande avanço no processo de liberalização financeira, menos de 60 empresas usaram, em 2006, a possibilidade de deixar no exterior 30% dos dólares obtidos na exportação. O fato é que os exportadores não estavam deixando dinheiro lá fora porque preferiam trazê-lo ao país e aplicar no mercado financeiro para ganhar com as altas taxas de juros. A média de ingresso dos dólares, pós-exportação, também manteve-se inalterada. Veja matéria “Pacote do câmbio não surte efeito”, no Jornal OESP, de 01/10/2007.

Quadro 2. Principais Medidas Liberalizantes no período 2001-2007

NORMATIVO	EMENTA
Circular 3.027/01 ( <i>inward</i> )*	Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações.
Circular BC 3.037/01 ( <i>outward</i> )	Permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior (consolidada na Circular 3.280/05)
Decisão-Cj 9/01 ( <i>in/out</i> )	Autoriza as DTVMs a intermediarem operações no MCTL
Circular BC 3.075/02 ( <i>outward</i> )	Estabelece procedimento para pagamento em moeda estrangeira, efetuado por residente no exterior a residente no País, em decorrência de venda de produtos com entrega no território brasileiro (permite pagamento em moeda estrangeira em situações além das previstas na Lei 9.826 (art.6 <sup>o</sup> ); consolidada na Circular 3.280/05)
Decreto 4.296/02 ( <i>in/outward</i> )	Disciplina a não-incidência da CPMF sobre operações com ações de investidores estrangeiros, relativas a entradas no País e a remessas para o exterior de recursos financeiros empregados em operações e contratos negociados em bolsas de valores, mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado
Circular BC 3.187/03 ( <i>outward</i> )	Permite remessas de capital ao exterior através da Transferência Eletrônica Disponível
Lei 10.755/03 ( <i>Outward</i> )	Estabelece multa sobre pagamentos de operações de importação, e dá outras providências (dá mais autonomia ao agente, reduzindo penalidades)
Resolução 3.203/04 ( <i>Inward</i> )	Dispõe sobre a abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos à vista para pessoas físicas brasileiras que se encontrem temporariamente no exterior (aceita remessas do exterior até R\$ 10 mil mensais, no intuito de simplificar as transferências de brasileiros trabalhando no exterior)
Resolução 3.217/04 ( <i>Outward</i> )	Permite a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo.
Circular 3.249/04 ( <i>In/Outward</i> )	Simplifica, adequa e atualiza a regulamentação cambial com relação a pagamentos de serviços de transporte internacional (permite a exportadores e importadores no Brasil remeterem diretamente a transportadores residentes no exterior valores relativos a fretes <i>prepaid</i> , de suas exportações ou de frete <i>collect</i> de suas importações; permite aos importadores efetuarem remessa ao exterior previamente ao embarque, como pagamento de fretes relativos a operações FOB)
Resolução BC 3.250/04 ( <i>outward</i> )	Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante realização de conferência internacional de ações, por meio de dação ou permuta de participação societária detida por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira
Circular BC 3.280/05 ( <i>in/outward</i> )	Divulga o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), contemplando as operações em moeda nacional ou estrangeira realizadas entre pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País e pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior
Lei 11.371/06 ( <i>outward</i> )	Altera exigência de cobertura cambial das exportações brasileiras, antes regulada pelo Decreto nº 23.258/33; afasta controle cambial do BC sobre as exportações; permite o registro do chamado “capital contaminado”; extingue multa de importação (lei 10.755/03).
Instrução CVM 450/07 ( <i>outward</i> )	Permite aplicação no exterior de recursos captados por fundos de investimento no País.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações disponíveis no *site* do Planalto ([www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)), BC ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)) e CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)).

\*: indica o sentido de fluxo de capitais afetado pelo normativo citado – entrada/saída do País.

### 4.3. Considerações finais

Dada a retomada dos fluxos financeiros entre o País e o mercado internacional, sob o novo contexto internacional abordado no capítulo anterior, procurou-se mostrar que, para a efetiva integração financeira do país com o exterior, no âmbito interno a legislação teria sido instrumento chave nesse processo. Vale dizer, a legislação sobre capitais externos do BC avança nesse sentido, havendo uma clara tendência a liberalizar as operações de mercado financeiro e de capitais.

Procurou-se mostrar que o processo envolveu mudanças pontuais e graduais de caráter estrutural sempre em busca de uma maior liberalização da conta capital, ainda que tenha sido pontuada por medidas restritivas a fluxos específicos, mas de caráter conjuntural na gestão externa, sem impedir a construção desse novo arcabouço normativo.

Houve um caráter ativo das autoridades monetárias na implementação de ações estruturais em direção à liberalização da conta capital, abrindo novos canais de movimentação de fluxos externos, processo muito mais amplo do que a experiência de países em desenvolvimento como China e Índia que mantêm uma política mais conservadora no gerenciamento das contas externas.

De qualquer forma, as medidas que o governo tomou de liberalização da conta de capitais, de forma gradual, estão espelhadas no aumento dos investimentos de companhias brasileiras no exterior, por exemplo. O ingresso no país de lucros e dividendos remetidos por essas empresas é uma expressão dessa nova fase, cujo marco original foi a ampliação do alcance das contas CC5, em fevereiro de 1992. De lá para cá, o BC foi reduzindo paulatinamente as restrições ao fluxo de capitais, processo que foi intensificado pela unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante em 2005, extinguindo, ao mesmo tempo, a necessidade de se fazer remessas para o exterior pela via transversal da CC5.

É possível ainda considerar que a instituição do RMCCI foi um passo relevante no sentido de consolidar esse processo de desregulamentação do regime cambial e de aprofundar o grau de conversibilidade da conta capital, inserindo o Brasil de forma cada vez mais acentuada no modelo de gestão externa dos países desenvolvidos na economia globalizada. Até então, prevalecia o princípio que só eram permitidas as operações de câmbio expressamente autorizadas pela legislação. A partir das mudanças, todas as operações passaram a ser aceitas, desde que atendessem o princípio da fundamentação econômica.

Por fim, cabe ressaltar que as medidas liberalizantes continuam sendo implementadas, da mesma forma gradual, no que concerne à maior integração financeira do país com o exterior. É nesse contexto de ampla abertura financeira que assume relevância a política de acumulação de reservas internacionais.

## **5. Uma avaliação Empírica sobre a Política de Acumulação de Reservas no Brasil (1990/2007)**

Tendo apresentado o contexto internacional de globalização financeira e a construção do aparato normativo no país de abertura da conta capital, parte-se, neste etapa, para a avaliação propriamente dita da política de acumulação de reservas cambiais do Brasil. O capítulo está organizado como segue. Na seção 5.1, expõe-se brevemente as características do Departamento de Operações das Reservas Internacionais do Banco Central do Brasil – Depin, apresentando o local de aplicação deste estudo. Em seguida, a seção 5.2 apresenta uma revisão da literatura recente acerca de reservas internacionais. A seção 5.3, por sua vez, apresenta as considerações da posição brasileira em reservas no contexto internacional. Após, a seção 5.4 aborda a regra Guidotti-Greenspan, enquanto a seção 5.5 contém a proposta de Jeanne & Rancièrè. A seção 5.6 traz a análise de custo e benefícios.

### **5.1. Características da Organização**

O presente trabalho se insere dentro do contexto da estrutura organizacional do Banco Central do Brasil, mais especificamente em seu Departamento de Operações das Reservas Internacionais – Depin. Dentro da estrutura organizacional do BC, o Depin está atrelado à Diretoria de Política Monetária (Dipom), que é o executor da política monetária do Brasil, que define o sentido mais amplo do Banco Central e engloba, em última instância, suas demais funções.

Nesse contexto organizacional, compete ao Depin, em termos de gerenciamento externo da economia brasileira, a atribuição da administração das reservas internacionais do País, constituindo uma das funções macro do Banco Central do Brasil (Banco Central, 2007). Essa função inclui, efetivamente,

- as operações de compra e venda de divisas no mercado cambial, através de operações diretas do Depin;
- a compra e a venda de ativos financeiros no mercado internacional;
- a aplicação dos recursos oficiais do Brasil em moeda estrangeira, quando o BC figura como cliente de instituições financeiras no exterior;
- a manutenção e o desenvolvimento de controles sobre as atividades referentes à gerência de reservas internacionais;
- a observação de pressões, exposições e performance das reservas; e
- a reavaliação da sua qualidade, de seu caráter estratégico e de sua adaptação ao mercado financeiro internacional, cuja mutação é uma característica intrínseca.

Assim, tais atribuições indicam que compete ao Depin formular regras que norteiem o caráter estratégico das reservas conversíveis, o que significa que é no âmbito desse departamento da estrutura organizacional do Banco Central do Brasil que as considerações deste trabalho se direcionam – é sob a função de avaliar sua qualidade e adaptar as reservas ao contexto financeiro internacional que se constrói esse estudo.

Atualmente, a regra vigente, *de jure*, norteadora da administração das reservas internacionais é a Resolução 82, do Senado Federal, que indica que a gestão das reservas deve se pautar por um nível de reservas suficientes para garantir a média das importações do País por quatro meses. É esse gerenciamento das reservas internacionais no Depin o foco do trabalho.

A discrepância entre a regra *de jure* e a prática *de facto* indica um descolamento entre essas duas esferas, de modo que suas atividades não vêm sendo desenvolvidas com base em regras claras, constituindo parte significativa do problema. O trabalho é, então, direcionado à proposição de novos parâmetros complementares à regra vigente norteadora dessa gestão, em busca de implementação de uma maior eficiência da gestão, nos termos citados nos itens prévios, constituindo o próprio objeto do trabalho.

## **5.2. Referencial Teórico Recente**

O referencial teórico acerca das reservas internacionais tem sido revisitado no período recente, principalmente em decorrência do processo de acumulação mais acentuada de moeda conversível que passou a caracterizar a gestão externa de economias emergentes nos últimos anos. Esse quadro estimulou a realização de vários estudos teóricos e empíricos, inclusive por parte dos organismos multilaterais e pesquisadores de várias universidades. No Brasil, o tema adquiriu uma boa repercussão em nível nacional, sobretudo a partir de março de 2007, quando o nível de reservas atingiu a barreira dos US\$ 100 bilhões, desencadeando uma série de artigos e comentários de especialistas na imprensa nacional. Entretanto, na esfera acadêmica, não se registrou a mesma repercussão, identificando-se apenas um trabalho nesses termos. De qualquer forma, a literatura internacional é ampla, a qual se procurará destacar a seguir, servindo de guia para este trabalho.

Preliminarmente, é preciso frisar que a arquitetura financeira internacional é hoje caracterizada pela livre movimentação de recursos financeiros entre os países, constituindo a própria globalização financeira, com o Brasil incluído, como se procurou frisar no capítulo 2. No País, a década de 1990, sobretudo, registrou uma ampla e considerável abertura financeira no campo normativo, com a queda das principais barreiras normativas que impediam um maior fluxo de capitais com o exterior, como se procurou mostrar no capítulo 3 – a abertura financeira do país já estaria completa na visão de Freitas e Prates (2001).

É esse contexto que passa a exigir dos países emergentes uma política mais forte de proteção contra mudanças ou paradas bruscas dos fluxos de capitais, sobretudo no período mais recente após a série de crises financeiras internacionais inauguradas em 1997 na Ásia. Dentre os esforços dos governos implementados nesse sentido para reduzir a volatilidade dos fluxos desregulamentados, a adoção de estratégias mais fortes de acumulação de reservas internacionais para reduzir os choques externos parece ser dominante dentre as economias emergentes (World Bank, 2005), com uma maior aceitação pelos agentes econômicos<sup>52</sup>, ao tempo em que constitui um equilíbrio temporário para os desbalanceamentos dos fluxos de capitais internacionais e as distorções econômicas globais<sup>53</sup>. A literatura a respeito também tem acompanhado esse movimento, tendo proliferado nos últimos anos, mas com um enfoque distinto da literatura anterior produzida durante os anos 1960 e 1970<sup>54</sup>.

A literatura mais tradicional enfocou o uso de reservas internacionais como parte do gerenciamento de um regime cambial controlado que caracterizou o período Bretton Woods. À época, o principal motivo levantado para a acumulação de reservas estava em sua eventual utilização como “amortecedor” das variabilidades do balanço de pagamentos – a chamada função *buffer* das reservas –, sobretudo relacionadas a transações da conta corrente. Essa parece ser, ainda hoje, a visão do Depin, que concebe que as reservas cambiais mantidas pelo BC objetivam financiar eventuais déficits do balanço de pagamentos (Banco Central, 2006b), o que se associa com a presença de déficits crônicos e persistentes, que caracterizaram, até bem recentemente, as transações correntes do País com o exterior. Ou seja, a visão no Depin, ainda hoje, parece estar atrelada à função *buffer* das reservas, a ser utilizada como um colchão de segurança frente às oscilações da disponibilidade de moeda conversível, o que se distingue da visão atual, predominante na literatura, de se utilizar as reservas como meio de redução de incidência de crises internacionais, e não mais como um meio para absorver desequilíbrios transitórios na conta corrente.

A proposta de nova parametrização da gestão de reservas passa por essa esfera de se repensar estrategicamente as reservas cambiais do País, em consonância com o cenário internacional pós-Bretton Woods, marcado pela volatilidade dos fluxos financeiros internacionais. As crises financeiras dos anos 1990, ao desvelarem o limitado acesso a linhas de crédito internacional por parte dos países emergentes, inclusive com a mudança de postura do FMI, encerrando as linhas de socorro emergenciais aos países-membros a partir da crise argentina (2001), sugeriram às economias emergentes um outro aspecto das reservas internacionais: elas constituem

---

<sup>52</sup> Segundo Rodrik (2006, p. 14), a acumulação de reservas internacionais não prejudica os mercados financeiros, internos e externos às economias em desenvolvimento – ao contrário da utilização de mecanismos de controle sobre os fluxos de capitais, que é vista como um instrumento de intervenção sobre os mercados.

<sup>53</sup> Vide Eichengreen (2006) para uma avaliação das interpretações acerca dos desbalanceamentos globais, baseados no déficit americano.

<sup>54</sup> Vide Flood e Marion (2002) e Lopes (2005) para uma revisão dessa literatura.

um ativo afetando a exposição de um país em desenvolvimento em relação ao risco-soberano e a ajustes custosos (Aizenman *et al.*, 2005), constituindo um instrumento de gestão externa que pode ser associado a iniciativas como a constituição de um Banco do Sul no âmbito do Mercosul, como se tem noticiado, voltado a prover os países da região com recursos em moeda conversível em períodos de crise financeira externa. Esse tipo de consideração sugere que reservas internacionais podem ser vistas como uma forma de poupança precaucional para economias com acesso condicional a mercados de capitais globais – uma auto-proteção através do aumento da liquidez, que talvez reduza ainda os custos de captação externa de uma economia emergente (Rodrik, 2006). Ou seja, a integração imperfeita dos mercados financeiros internacionais, devida à presença de risco-soberano, torna o acúmulo de reservas precaucionais uma política *welfare-improving*.

Vale dizer, passados dez anos da crise asiática, a preocupação com a liquidez internacional continua sendo um assunto presente em termos de condução externa das economias, não apenas para as emergentes<sup>55</sup>. Os países passaram a adotar estratégias de detenção de grandes montantes de reservas internacionais, de forma a poderem contar com os recursos e serem seus próprios *lenders of last resort* de dólares em períodos de turbulência externa<sup>56</sup>. Ao mesmo tempo, a acumulação de reservas internacionais pode ser vista como o desejo dos países em reduzir sua exposição a *sudden stops* futuros e crises financeiras, o que se dá de forma mais acentuada justamente naqueles países do leste asiático<sup>57 58</sup>. Como Feldstein (1999) apontou, dada a arquitetura financeira internacional, os

---

<sup>55</sup> Uma lição decorrente das crises financeiras, prescrita por Aizenman, Lee e Rhee (2004) é que a autoridade monetária deve considerar cuidadosamente os fluxos de capitais, e atrelar o nível de reservas internacionais aos compromissos externos de curto prazo do país.

<sup>56</sup> Como a crise de 1997 ilustra, o financiamento externo em tempos de *sudden stops* não se dá em condições normais e é frequentemente limitado devido a considerações de risco moral. A história recente da Argentina também ilustra a habilidade limitada de diversificação de fontes de financiamento externo para se evitarem choques de liquidez. No meio dos anos 1990, a Argentina renegociou linhas de crédito comercial contingentes numa tentativa de prover um “seguro externo” contra choques de liquidez. Essas linhas, entretanto, secaram na medida em que a Argentina se aproximou da crise em 2001. Da mesma forma, o ocorrido no Brasil no segundo semestre de 2002, com o corte das linhas comerciais externas do País, em função da eleição presidencial à época, quando então o BC entrou ofertando parte de suas reservas internacionais.

<sup>57</sup> A magnitude e a velocidade de reversão dos fluxos de capitais surpreenderam a maioria dos especialistas na crise asiática em 1997-8, levando ao questionamento dos mecanismos de política econômica adotados por aqueles países e a uma reação em muitos países através de um gerenciamento mais ativo das reservas internacionais. Importante salientar que, dada a experiência asiática pré-crise 1997, aqueles países eram vistos como menos sujeitos a crises externas, em decorrência de sua maior abertura ao comércio internacional, de políticas fiscais mais adequadas, e de uma performance econômica mais robusta, o que, entretanto, não foi capaz de imunizá-los dos efeitos decorrentes da movimentação abrupta de capitais à época, incluindo contrações abruptas de investimento e produto, e crise nos sistemas bancários. Assim, nem os “tigres asiáticos” estavam imunes a *sudden stops* de fluxos de capitais de curto prazo. Vide Aizenman & Lee (2006), Aizenman, Lee e Rhee (2004). Nesse começo de século XXI, o maior volume de liquidez internacional e a facilidade com que os fluxos financeiros passam de um país para outro indica a maior globalização dos mercados em relação à década de 1990, o que corrobora a hipótese de que os países estão mais sujeitos aos efeitos decorrentes de novas crises financeiras, afetando todos mercados, mais ou menos desenvolvidos, ainda que seja difícil mensurar a probabilidade de ocorrência e o tamanho de um próximo choque de liquidez externa. Como Loyola (2007) ressalta, não há precedente comparável, na história econômica, com a profundidade atual da globalização financeira, sobretudo contando com o uso intensivo de inovações financeiras, representando um maior desafio às economias atuais.

<sup>58</sup> De Gregório e Lee (2004) e Park e Lee (2001), dentre outros, mostraram que o crescimento do produto real segue um padrão “V” durante o período anterior e posterior a crises financeiras. Entretanto, a taxa de crescimento pós-crise não excede a média do período pré-crise, desvelando que crises englobam efeitos de perda de produto permanentes.



países emergentes não podem se basear apenas em políticas macroeconômicas saudáveis, dado que mesmo os países bem gerenciados podem ser atingidos por contágio externo – o que a crise asiática de 1997 ilustra bem –, restando-lhes uma saída pela auto-proteção através do aumento de reservas.

Um foco da literatura empírica, portanto, entende a acumulação de reservas como um mecanismo de estabilização do produto e redutor do risco de uma crise internacional, como os trabalhos de Ben-Bassat e Gottlieb (1992), Bussiere e Mulder (1999)<sup>59</sup>, Aizenman, Lee e Rhee (2004), García e Soto (2004), Jeanne e Rancière (2006), e Aizenman e Lee (2006) espelham<sup>60</sup>. Além disso, reservas afetam não apenas a probabilidade de uma crise, mas o custo associado<sup>61</sup>. No caso do Brasil, a pesquisa nessa área é ainda restrita<sup>62</sup>, identificando-se apenas um trabalho a respeito. Lopes (2005) avalia a efetividade das reservas como proteção a *sudden stops*. Sua conclusão é de que o estoque de reservas realmente reduz a probabilidade de ocorrência de crises mas, uma vez iniciada, ela tenderia a ser mais forte do que na falta de reservas internacionais, detectando uma tendência a acentuar a queda do fluxo de capitais em períodos de crise<sup>63</sup>.

Ao mesmo tempo, essa linha de pesquisa se defronta com um sério concorrente: a acumulação de reservas vista como decorrente da preocupação com a competitividade das exportações, ensejando uma gestão mais ativa sobre o mercado cambial por parte da autoridade monetária. Proposta inicialmente por Dooley *et al.* (2003), preveniria uma apreciação de moeda doméstica, aplicando-se sobretudo ao caso chinês, mas também se estendendo aos demais países asiáticos em desenvolvimento que seguem políticas semelhantes de inserção internacional<sup>64 65</sup>.

Eichengreen (2006, p.12), no mesmo sentido, aponta que as taxas de investimentos nas economias emergentes asiáticas (exceto China) mantém-se significativamente abaixo dos níveis de 1996, passados aproximadamente 10 anos da crise asiática – em contraposição à formação de poupança excessiva, sobretudo mantida em reservas internacionais, dada a aversão ao risco de crises financeiras naqueles países.

<sup>59</sup> Bussiere e Mulder (1999) quantificam o montante de reservas necessário para contrabalançar *weak fundamentals* e evitar crises.

<sup>60</sup> Essa linha de pesquisa também engloba a literatura *Early Warning System*, com foco na estimação quantitativa da contribuição das reservas para reduzir a probabilidade de uma crise internacional.

<sup>61</sup> Dependendo de como as reservas são utilizadas, e no caso em que a origem da crise está num choque de liquidez, grandes montantes de reservas internacionais podem implicar que países evitem liquidações custosas de ativos. Isso, por sua vez, poderia reduzir o impacto de um choque sobre o produto doméstico. Da mesma forma, Rodrik (2006) aponta que países com altos níveis de reservas são mais capazes de lidar com pânico nos mercados financeiros e *sudden reversals* nos fluxos de capitais, reduzindo não apenas os custos, mas a probabilidade de tais crises. Por sua vez, De Gregorio e Lee (2004) encontram um efeito estatisticamente significativo de liquidez própria – medida como reservas em relação tanto a obrigações domésticas (M2) quanto dívidas de curto prazo – para reduzir o custo de uma crise de balanço de pagamentos.

<sup>62</sup> Dada a pequena atenção acadêmica no País, um dos objetivos deste trabalho é justamente preencher essa lacuna de pesquisa acadêmica.

<sup>63</sup> Um trabalho paralelo é o de Hoff e Souza (2004), que analisa os determinantes das intervenções cambiais no Brasil em regime de câmbio flutuante. A conclusão é que os desalinhamentos da taxa de câmbio real motivaram as intervenções a partir de meados de 1999.

<sup>64</sup> Esse foco de se analisar a utilização das reservas internacionais como um mecanismo de uma política mercantilista está presente em uma série de trabalhos, como em Aizenman e Lee (2006), Hviding, Novak e Ricci (2004), Dooley *et al.* (2003) e European Central Bank (2006). Entretanto, dado que reiteradamente as autoridades brasileiras declaram que o regime cambial do País é flutuante puro, não existindo ingerência sobre a formação da taxa cambial, desconsidera-se a hipótese mercantilista neste trabalho.

Assim, enquanto a abordagem precaucional relaciona diretamente a acumulação de reservas à exposição a *sudden stops*, *capital flight* e volatilidade, a abordagem mercantilista a vê como um resíduo de uma política industrial, constituindo uma política que, ao mesmo tempo, pode impor externalidades negativas a outros países exportadores (Aizenman e Lee, 2005)<sup>66</sup>. Para o caso brasileiro, desconsidera-se essa hipótese, dada a definição e a prática de um regime cambial flutuante puro, como se tem procurado constituir desde 1999 nesse sentido, conjugada com uma sobrevalorização da moeda doméstica impedindo qualquer esforço maior da economia através do *drive* exportador.

Não obstante, Flood e Marion (2002) explicam essa alteração na política de acumulação de reservas internacionais, não apenas nos países emergentes como também nos desenvolvidos, com base na própria conjuntura internacional. Os autores apontam que a década de 1990 fortaleceu três tendências na economia internacional que poderiam potencialmente ter uma influência importante sobre a acumulação de reservas. A primeira seria justamente esse aumento na mobilidade de capitais, de forma que mais economias passaram a desregularizar seus mercados financeiros e dismantelar os controles sobre os fluxos de capitais. A segunda estaria na maior frequência e intensidade de crises financeiras e monetárias, com um amplo conjunto de países defrontando-se com ataques especulativos sobre suas taxas de câmbio fixas ou credores estrangeiros em pânico preocupados com possíveis *defaults* em seus créditos. A terceira tendência seria justamente o maior número de países alterando o regime cambial, de fixo para flutuante, que requereria mais reservas relacionadas tanto com o motivo precaucional quanto com o mercantilista<sup>67</sup>.

Sob essa ótica, pode-se afirmar que os países emergentes podem estar aproveitando uma conjuntura internacional marcada pelo excesso de liquidez, recompondo suas reservas ao mesmo tempo em que “enxugam” o excesso de moeda conversível em suas economias domésticas, com amplos benefícios. Entretanto, ao tempo em que se espera que uma gestão de acumulação de reservas internacionais represente benefícios a longo prazo para uma economia, fortalecendo um país contra volatilidades futuras na conta capital<sup>68</sup> – atuando como uma *war chest* –, essa prática de

---

<sup>65</sup> Hviding, Novak e Ricci (2004) corroboram a hipótese de que uma política de acumulação de reservas adequada pode reduzir a volatilidade da taxa cambial.

<sup>66</sup> Os autores apresentam evidências que sugerem que o motivo de auto-proteção tem sido predominante, dentre as economias emergentes, como condutor da política de acumulação de reservas internacionais.

<sup>67</sup> Aizenman, Lee e Rhee (2004, p.3) consideram um ajuste macroeconômico “intrigante” o aumento da abertura financeira em muitos países em paralelo a uma maior flexibilidade da taxa cambial. Ainda que a flexibilidade cambial possa constituir uma forma de defesa contra *sudden stops* dos fluxos de capitais, a maior exposição dos países aos capitais estrangeiros, ao permitir posições mais expressivas em relação ao Produto nas economias emergentes, implica que reversões repentinas nos fluxos de capitais expõem um país ao risco de uma depreciação mais profunda da taxa cambial real, associado ainda ao colapso do mercado financeiro doméstico, sobretudo na bolsa de valores. Nessas circunstâncias, políticas precaucionais mais robustas de acumulação de reservas internacionais seriam necessárias para mitigar esses maiores riscos.

<sup>68</sup> As crises externas, de balanço de pagamentos, passam, a partir da década de 1990, em um contexto de fluxos de capitais mais intensos e desregulamentados, a estarem associadas à conta capital e financeira do balanço de pagamento, e não mais à conta-corrente, como fora o padrão associado ao período anterior de finanças reguladas.

compra de reservas é custosa. O Depin precisa vender moeda local para comprar reservas, o que, aumentando a oferta de moeda doméstica, requer uma política de esterilização sobre o efeito expansionista da intervenção no mercado cambial na base monetária, através da venda de ativos domésticos e compra de moeda do mercado. O mecanismo geralmente envolve a emissão de títulos do governo, que pagam juros, para absorver o excesso de liquidez (Stiglitz, 2006). Ao mesmo tempo, pressões de demanda podem representar problemas para a gestão macroeconômica, o que, associado aos altos custos de intervenção, explicariam o abandono de tal política pelos países latino-americanos no início dos anos 1990 (Mohanty e Turner, 2006)<sup>69</sup>.

Por outro lado, em nível nacional, é interessante ressaltar as observações de Franco & Pinho Neto (2004, p.45). Eles frisam que a flexibilização da cobertura cambial das exportações representaria uma maior dificuldade para a acumulação de divisas soberanas. Eles abordam a questão através do próprio conceito de reservas internacionais. Tais “reservas privadas” não constituiriam parte das reservas internacionais do país, mesmo que fossem depósitos em moeda estrangeira dentro do país, o mesmo valendo, evidentemente, para as outras disponibilidades de residentes no exterior, à luz do que determina o Manual do Balanço de Pagamentos (1977) editado pelo FMI e adotado por todos os seus membros.

As reservas internacionais “são créditos contra não-residentes, que estão disponíveis para as autoridades seja para o financiamento de desequilíbrios diretamente, seja para administrar o tamanho destes desequilíbrios através de intervenção para influenciar a taxa de câmbio” (p. 147). Normalmente, não podem ser incluídos nas reservas os ativos que não pertencem às autoridades (# 453). Os autores questionam que talvez estas definições, na medida que concebidas pelo FMI tendo em mente o mundo de Bretton Woods, não capturem a exata natureza do funcionamento do balanço de pagamentos num mundo de taxas de câmbio flexíveis e moedas conversíveis. O que são reservas internacionais para um país cuja moeda está entre as que são consideradas “moeda internacional de reserva”? Qual o sentido das reservas internacionais num contexto de taxas de câmbio flutuantes?

Franco & Pinho Neto (2004) apontam que o Banco Central da Nova Zelândia não tem “reservas internacionais”, pois o câmbio é totalmente flexível e seu balanço de pagamentos, portanto, “fecha”, do ponto de vista contábil, através da variação de disponibilidades no exterior de residentes no país. Diversos indicadores habitualmente usados para medir a solvência externa de um país como o Brasil usam as reservas internacionais, mas na Nova Zelândia ter-se-ia que trabalhar com os ativos no exterior de residentes no país. Assim, a Nova Zelândia seria o único país que não possuiria reservas internacionais, enquanto as reservas dos residentes seriam vistas como as próprias do país.

---

<sup>69</sup> Moharty & Turner (2006) ainda citam o risco sobre a eficiência da intermediação financeira, dado que os retornos financeiros fáceis provenientes da retenção de títulos públicos reduzem a pressão sobre a eficiência bancária.

Naturalmente, essa experiência constitui um ponto na agenda de pesquisa a trazer para o cenário do Brasil, inclusive se sua adaptação para um país com as características institucionais distintas da tradição anglo-saxã seria aceita pela comunidade internacional como um mecanismo que reduza incertezas no cenário brasileiro. Todavia, seria muito difícil para o Brasil convencer uma agência de classificação de risco que as disponibilidades do setor privado no exterior compõem uma “segunda linha” de reservas, ou que, sob um regime de taxas flutuantes, o tamanho das reservas não teria mais importância – e tanto mais difícil quanto maior for a dívida pública, e em particular a dívida pública externa. Dado o histórico de dificuldades cambiais do país, moratória externa, centralizações cambiais, parece ainda distante no tempo o momento em que a solvência externa do Brasil possa ser avaliada com os mesmos critérios usados em países de há muito *investment graded*. Além do mais, as reservas acima de USD 180 bilhões seria positivo para o país alcançar o *investment grade*. Portanto, é difícil mudar uma cultura arraigada entre investidores e agências de *rating*, que teriam as reservas cambiais como um indicador relevante. “Não será fácil mudarem seus conceitos” (Carvalho & Silva, 2000, p.264)<sup>70</sup>.

O aumento das disponibilidades dos exportadores derivadas de exportação sem cobertura representaria, *ceteris paribus*, uma “troca de titularidade” de reservas internacionais, que diminuiriam no BC e aumentariam nessas novas contas de exportadores (Franco & Pinho Neto, 2004, p.46). Aliás, não chegariam a constituir as reservas do país, dado uma inexistência do mecanismo de centralização das reservas. Mas se o balanço de pagamentos registra as operações entre os residentes e não residentes de um país, e não entre um país e o resto do mundo, então há a possibilidade de *flexibilização do conceito* de reservas internacionais para abarcar as disponibilidades em moeda estrangeira de residentes no país, não dependendo da titularidade das reservas – naturalmente, uma mudança não de curto prazo.

Enquanto isso, embora seja perfeitamente legítimo que se diga que a demanda por reservas é menor num país sob flutuação do que outro que vive sob câmbio “administrado”, ou sob “bandas cambiais”, seria difícil sustentar o argumento de Arida (2003) da irrelevância das reservas ou em vista da absoluta “pureza” da flutuação cambial em países emergentes, tendo em vista o fenômeno conhecido como *fear of floating*<sup>71</sup> e seus efeitos sobre a organização da economia real.

Contrapondo-se a essa proposta da não-necessidade de reservas, Marinho (2002, p.88) lembra da necessidade da utilização das reservas cambiais pelo BC em uma situação de maior abertura financeira, na mesma linha de Ferrari *et al.* (2005). Com a maior abertura da economia ao

---

<sup>70</sup> Vide Carvalho & Silva (2000, p.263) para uma relação de indicadores de risco de um país.

<sup>71</sup> Expressão cunhada por Calvo & Reinhart (2002). Os autores levantam a hipótese da existência de um “medo de flutuar” em regimes de câmbio flutuante. Teoricamente, um regime cambial de livre flutuação reduziria a demanda por reservas internacionais, mas, na prática, pode aumentar a demanda em função do “*fear of floating*”: a autoridade monetária pode precisar mais reservas internacionais para estabilizar a taxa cambial diante de um rápido crescimento nas transações cambiais associado a uma maior volatilidade de taxa de câmbio.

capital estrangeiro e o aumento do grau de mobilidade de ingresso e saída de poupanças externas, o país tornar-se-ia mais suscetível a oscilações da taxa cambial, exigindo do BC a presença mais freqüente nos leilões de câmbio. Em um regime de conversibilidade plena, na defesa contra ataques especulativos, sob elevada turbulência financeira internacional, o volume de reservas tornar-se-ia fundamental (Carvalho & Silva, 2000, p.263).

O trabalho justamente se insere nesse contexto: de um lado, a liberalização financeira e o novo patamar dos fluxos financeiros internacionais junto do excesso de liquidez internacional, vis-à-vis o déficit externo norte-americano injetando dólares na economia mundial e, de outro lado, a prática recente das economias emergentes de implementarem políticas mais ostensivas de acumulação de reservas internacionais. É com base nessa literatura subjacente que se conduzirão as seções seguintes, avaliando a prática da gestão das reservas internacionais no Depin, nos termos expostos adiante.

### 5.3. Comparação Internacional das Reservas Brasileiras

A análise das reservas cambiais brasileiras passa pela avaliação de sua posição no contexto dos demais países, especialmente com os de inserção externa semelhante – ou seja, periféricos. Apenas o Japão foi considerado por ser uma economia com histórico tradicional em reservas volumosas, para fins de parametrização dessa análise. Através de pesquisa nos dados do FMI, verificou-se o comportamento inter-temporal, entre 1997 e 2007, da posição de reservas dos países emergentes com maior volume de reservas. Ao mesmo tempo, buscaram-se os dados de outras economias latino-americanas, para fins de contextualização regional. A tabela abaixo condensa os resultados:

Tabela 1. Evolução das Reservas Cambiais de Países Selecionados (1997/2007, em USD milhões)

País	<i>Nível de Reservas Oficiais</i>		Variação	Variação (%)	%PIB (2007)
	Dezembro 1997	Julho 2007			
China	275.272,88	1.561.439,23	1.286.166,35	467,23	48,07
Japão	254.620,49	923.351,50	668.731,01	262,64	21,66
Rússia	15.757,77	414.795,15	399.037,38	2.532,32	33,90
Taiwan	97.034,18	271.331,60	174.297,42	179,62	72,23
Coréia do Sul	23.506,82	258.905,63	235.398,81	1.001,41	27,26
Índia	29.164,63	224.408,22	195.243,59	669,45	20,59
Brasil	58.778,63	158.156,57	99.377,94	169,07	12,20
Cingapura	82.327,77	149.398,02	67.070,25	81,47	97,34
Malásia	24.101,20	99.804,58	75.703,38	314,11	60,50
México	33.219,80	79.441,60	46.221,80	139,14	8,96
Tailândia	30.325,23	73.588,05	43.262,82	142,66	32,59
Turquia	21.721,19	71.778,45	50.057,26	230,45	14,89
Indonésia	19.296,98	51.269,21	31.972,23	165,69	12,50
Argentina	25.759,08	43.781,88	18.022,80	69,97	17,63
Filipinas	8.687,17	25.647,05	16.959,88	195,23	18,18
Peru	12.725,53	21.626,43	8.900,90	69,95	21,31
Colômbia	11.324,01	20.383,21	9.059,20	79,99	11,87
Venezuela	17.205,14	18.836,57	1.631,43	9,48	8,30
Chile	20.366,87	18.814,79	-1.552,08	-7,62	11,70
Total Amostral	1.061.195,37	4.486.757,74	3.425.562,37	322,80	29,03

Todos países*	2.017.579,62	6.046.756,16	4.029.176,54	199,70	11,33
P. Industrializados*	942.801,12	1.561.672,63	618.871,51	65,64	4,03
P.em Desenvolvimento*	1.074.773,83	4.485.083,53	3.410.309,70	317,30	30,60

Fonte: IMF (*International Financial Statistics*, IFS; *World Economic Outlook Database*, Oct 2007).

\*: conforme classificação do FMI, apresentada nos dados do IFS. PIB mundial (estimativa FMI em Julho, 2007) = USD 53,35 trilhões; PIB países avançados = USD 38,69 trilhões. Conversão SDR/USD de 23/10/2007: 1 SDR = 1,55597 USD.

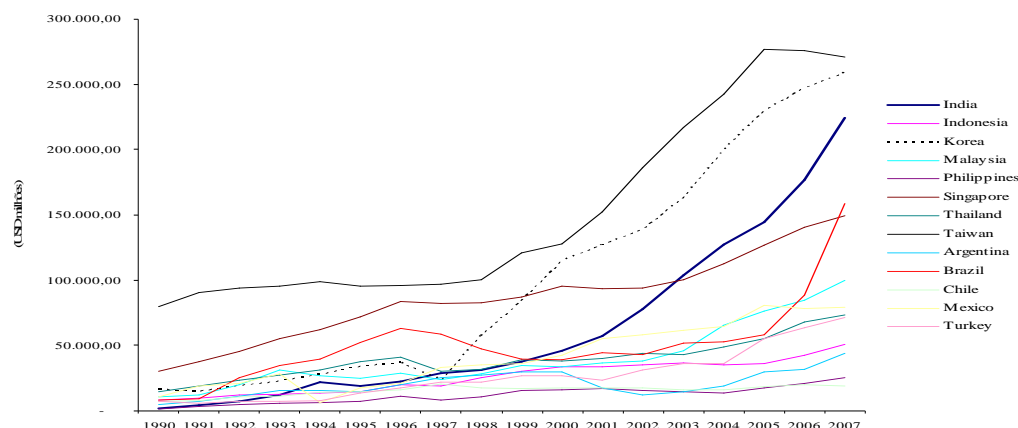
Um primeiro aspecto a considerar é a grande variação no volume de reservas dos países em geral na última década, como era esperado. Apesar de diferenças nas estratégias de desenvolvimento dos países, parece que houve no período recente uma preocupação com a blindagem externa das economias, que ocorreu de forma mais acentuada nos países em desenvolvimento. Embora isso não constitua uma garantia de blindagem nas crises, parece que a gestão externa das economias em crescente integração financeira com o exterior passa, à imensa maioria dos países, pela alternativa de acumular dólares. Como pode ser verificado na tabela, no período 1997/2007, as reservas globais cresceram de um nível de USD 2 trilhões para USD 6 trilhões.

A exceção foi o comportamento das reservas do Chile e da Venezuela, países que praticamente mantiveram suas reservas estáveis no patamar de USD 20 bilhões e USD 18 bilhões respectivamente. Do mesmo modo, caso se avaliem esses montantes em termos relativos ao PIB, verifica-se até um decréscimo em ambos os casos: as reservas chilenas passam de um patamar de 25% do PIB em 1997 para 12% em 2007, enquanto que, na Venezuela, elas caem de 20% para 8,30% do PIB. O gráfico 07, adiante, permite a visualização desses dados.

Na variação entre 1997 e 2007, destacam-se Rússia e Coréia do Sul, avançando de um patamar de USD 15 bilhões e USD 23 bilhões para USD 414 bilhões e USD 258 bilhões, nessa ordem. A Índia também tem um avanço expressivo em suas reservas, passando de USD 29 para USD 224 bilhões em uma década. De forma geral, também se observa que a maioria dos países avança bastante na acumulação de reservas nos últimos dez anos. Coréia do Sul, Malásia, Tailândia, Indonésia, Filipinas, Índia, Turquia, Rússia, Argentina, México e Chile possuíam reservas entre USD 8 bilhões (Filipinas) e USD 33 bilhões (México) em 1997, enquanto que em 2007 chegam a alcançar USD 149 bilhões (Cingapura); USD 99 bilhões (Malásia); USD 73 bilhões (Tailândia). O menor volume absoluto é o das Filipinas (USD 25 bilhões), mas o montante representa um crescimento de quase 200% em uma década e mais de 18% de seu PIB atual, acima, portanto, dos 12% do PIB equivalentes das reservas do Brasil da posição de julho de 2007. O gráfico ilustra o desempenho das reservas, a partir de 1990<sup>72</sup>:

<sup>72</sup> Por uma questão de escala do gráfico, a China e a Rússia não foram incluídas, para permitir uma melhor visualização das variações das reservas dos demais países. Cabe registrar que o patamar das reservas chinesas também começa a se elevar a partir da crise asiática de 1997, quando flutuava acima de USD 200 bilhões, ganhando maior acentuação a partir de 2004, quando ultrapassa os USD 500 bilhões. Do mesmo modo, a Rússia até 1999 não possuía mais do que USD 10 bilhões em reservas, quando passa a adotar política externa distinta, o que lhe leva a acumular já mais de USD

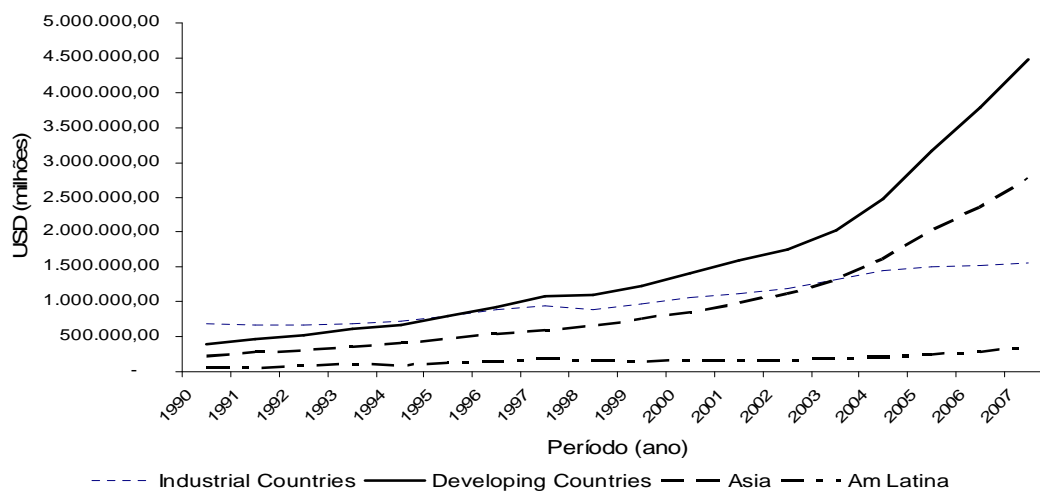
Gráfico 5. Comportamento das Reservas Cambiais de Países Seleccionados (1990/2007)



Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org)

Um aspecto interessante está na comparação entre as reservas dos países avançados e em desenvolvimento: enquanto os primeiros mantêm um patamar de 4% do PIB em reservas, média registrada já durante toda a década de 1990, os países em desenvolvimento atingem 30% do PIB em reservas, saindo de um patamar abaixo de 10% do PIB no início da década de 1990<sup>73</sup>. O gráfico 6 auxilia na visualização do comportamento diferenciado das reservas ao se compararem conjuntos de países com características de inserção e posição internacional distintos:

Gráfico 6. Comportamento das Reservas Cambiais por Bloco de Países (1990/2007)



Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org)

Há duas leituras mais claras no gráfico: essa distinção entre as reservas das economias avançadas e em desenvolvimento; e, dentre as economias em desenvolvimento, o comportamento diferenciado entre as economias asiáticas, em ascensão exponencial alcançando quase 40% do

100 bilhões em 2004. Peru e Colômbia também não estão plotados no gráfico, por uma questão de clareza na visualização das demais séries temporais. Todavia, como já ressaltado, suas reservas variam entre USD 11 e 21 bilhões no período.

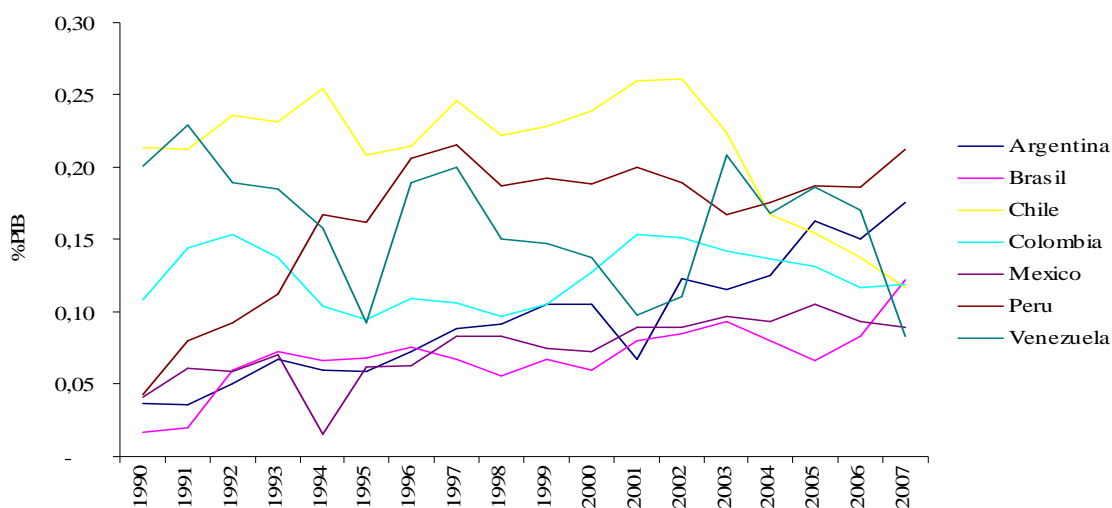
<sup>73</sup> Os dados do FMI para reservas iniciam em 1990, sendo difícil realizar uma maior inferência para a década de 1980 através dos dados brutos.

produto da região, e as latino-americanas. A tendência regional pode ser expressa por uma reta com pequena inclinação ascendente com relação ao volume de reservas cambiais, as quais alcançam menos de 15% do PIB dos países da região. Portanto, constata-se que o maior ativismo na acumulação de reservas está concentrado nas economias asiáticas, as quais historicamente estão muito mais integradas financeiramente com o exterior do que as economias latino-americanas.

Em âmbito regional, destacam-se as reservas apenas do Brasil, com USD 158 bilhões, ou 12% de seu PIB, patamar que é seguido pelo México, mas já com um volume de recursos mobilizados muito menor, de USD 79 bilhões, equivalentes a 9% do PIB. Após, a economia argentina mantém USD 43 bilhões, representando 18% de seu PIB, o maior percentual da região, na posição de julho de 2007. Peru e Colômbia alcançam USD 21 bilhões e USD 20 bilhões em reservas, o que é mais relevante para a economia peruana (21,31% do PIB) do que para o tamanho da economia colombiana (11,87%).

Os gráficos 7 e 8 ajudam na visualização do desempenho desses diferentes patamares das reservas, em termos percentuais do PIB, na América Latina e na Ásia, respectivamente:

Gráfico 7. Comportamento das Reservas Cambiais na América Latina (1990/2007)



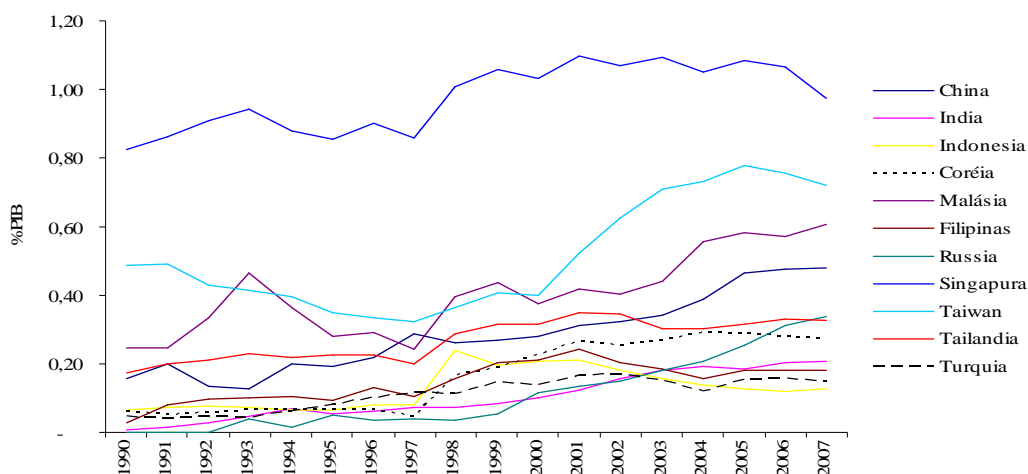
Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org)

No contexto latino-americano – o qual seria observado pelos investidores externos ao optarem por aplicação de recursos nesta região –, as reservas brasileiras não podem ser consideradas exageradas em termos relativos ao tamanho de sua economia. Entretanto, se comparado com a política externa mexicana, economia de dimensão mais próxima à brasileira, o patamar brasileiro de 12,20% do PIB está acima de seus 8,96%, cifra que também é superior à do



Chile, mas ainda abaixo do valor médio dos países da região nessa data-base, de 13,14%<sup>74</sup>. Portanto, nesses termos, parece que uma proposta de parametrização para as reservas brasileiras entre 10 e 13% do PIB não pode ser considerada exagerada, ou fora desse contexto, sendo uma faixa que se encontra abaixo da média de 30% atuais das reservas dos países em desenvolvimento.

Gráfico 8. Comportamento das Reservas Cambiais em Países Asiáticos (1990/2007)



Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org). Obs. Dados da Rússia disponíveis a partir de 1992.

Com relação ao desempenho asiático, percebe-se que as reservas internacionais atingem valores muito mais expressivos em comparação ao tamanho das economias. Um dado interessante está no fato de que as reservas da Cingapura, um dos chamados “tigres asiáticos”, já eram expressivas no início da década de 1990, correspondendo a mais de 80% de seu PIB, patamar que acompanhou o também expressivo crescimento daquela economia no período recente. Taiwan também atinge uma marca robusta acima dos 70% de seu PIB em reservas, enquanto a Malásia efetiva uma política consistente de acúmulo de reservas, atingindo o equivalente a 60% de seu PIB. Na China, que já acumula um nível de reservas cambiais superior a USD1 trilhão, elas equivalem a 48% do PIB.

Entretanto, considera-se difícil assumir esses valores como parâmetro para a gestão externa brasileira. Mesmo considerando os demais países daquela região, esses percentuais ainda são altos, atingindo 32% do PIB na Tailândia e 27% na Coréia. Apenas a Turquia e a Indonésia registram valores mais “modestos” em suas políticas de acumulação de reserva, em torno de 15 e 12% do PIB, respectivamente – intervalo mais próximo do patamar brasileiro, que seria considerado modesto nesse contexto asiático.

<sup>74</sup> Até o término dessa pesquisa, as reservas brasileiras avançam atingindo a marca de USD 170 bilhões em 06/11/2007. Entretanto, para fins comparativos, optou-se por manter o valor de Julho de 2007 da base de dados do FMI, mesma data-base dos demais países selecionados.

Um aspecto a ser avaliado é entender o nível de reservas cambiais em relação ao grau de integração financeira do país, *vis-à-vis* a experiência do conjunto mais amplo de economias emergentes. Isso pode explicar as gestões distintas dos países e ajudar na parametrização do nível de reservas soberanas do Brasil. Para tanto, utiliza-se o Índice de Abertura Financeira (IAF), em similaridade ao índice de abertura comercial dos países. Da mesma forma que a integração comercial é medida pela soma das exportações e importações de um país com o exterior, basicamente somam-se os fluxos financeiros externos, de entrada e saída de capitais (em módulo), registrados nas contas capital e financeira do balanço de pagamentos, comparando-o com o PIB específico da economia. Assim,

$$\text{IAF} = \frac{\Sigma \text{ fluxos financeiros}}{\text{PIB}}$$

As contas utilizadas estão resumidas no quadro abaixo <sup>75</sup>:

Quadro 3. Rubricas do Balanço de Pagamentos componentes do IAF

Descrição
<i>Conta Capital</i>
Capital Account, N.I.E.: Credit
Capital Account: Debit
<i>Conta Financeira</i>
<i>Investimento Direto</i>
Direct Investment Abroad
Dir. Invest. In Rep. Econ., N.I.E.
<i>Investimento em Carteira</i>
Portfolio Investment Assets
Portfolio Investment Liab., N.I.E.
Other Investment Assets
Other Investment Liab., N.I.E.

Fonte: FMI – *International Financial Statistics*.

A tabela 2 condensa os resultados da evolução da integração financeira das economias emergentes a partir de 1990. Os mesmos encontram-se plotados a seguir, divididos, por uma questão de conveniência, em subconjuntos de países asiáticos e latino-americanos:

Tabela 2. Evolução do IAF (1990/2006, em % do PIB)

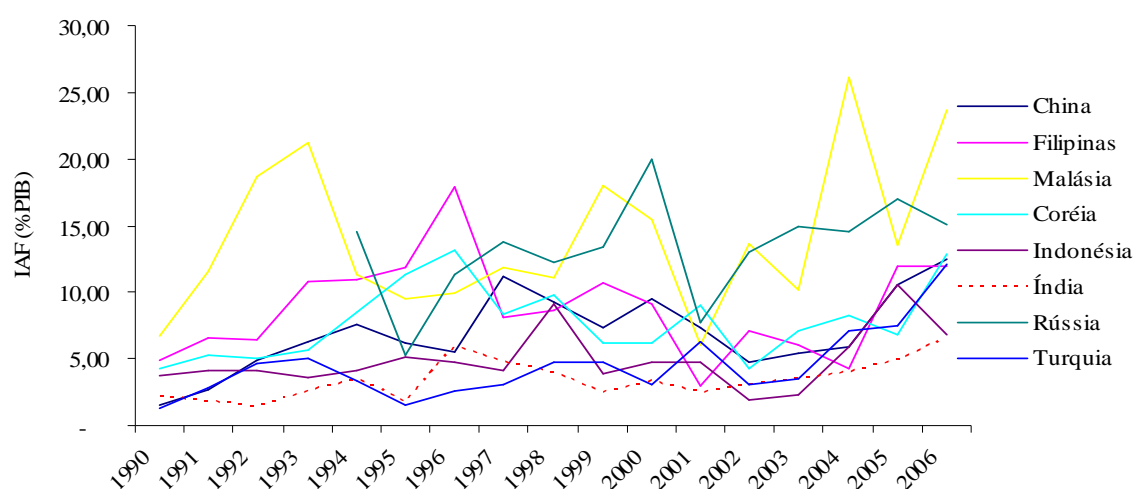
País	1990	1995	2000	2004	2005	2006
China	1,51	6,16	9,53	5,92	10,51	12,49
Filipinas	4,88	11,87	9,11	4,22	11,96	12,02
Malásia	6,65	9,58	15,40	26,17	13,51	23,66
Coréia	4,27	11,37	6,22	8,29	6,77	12,94
Indonésia	3,72	5,13	4,77	5,93	10,50	6,86
Índia	2,16	1,83	3,34	3,99	4,85	6,55
Rússia	Nd	5,28	19,91	14,56	16,98	15,12
Turquia	1,29	1,53	3,03	7,10	7,46	12,16
Argentina	7,70	11,81	6,23	12,80	8,63	9,59
Bolívia	2,37	8,77	13,34	4,96	10,35	35,61

<sup>75</sup> É relevante ressaltar que, apesar de mantido no nome do índice o termo referente à *abertura* financeira, o que se mede seria a *integração* financeira *de facto*. A literatura, na verdade, deixa o termo *abertura* financeira para tratar dos aspectos normativos *de jure*, ou de regulação dos fluxos pela autoridade monetária.

Brasil	1,70	4,92	8,32	6,05	3,53	8,48
Colômbia	2,14	5,49	8,98	6,87	13,99	9,66
Chile	9,10	6,32	17,48	19,32	16,29	20,37
Peru	5,96	8,19	4,26	5,12	13,12	6,66
México	9,84	10,32	4,53	6,85	5,67	5,14
Venezuela	84,35	6,37	11,97	12,26	19,95	10,75
Média	4,52*	7,18	9,15	9,40	10,88	13,00
Méd Asia	3,50	6,59	8,91	9,53	10,32	12,72
Méd ALat	5,54*	7,77	9,39	9,28	11,44	13,28
Valor máx	84,35	11,87	19,91	26,17	19,95	23,66
Valor mín	1,29	1,53	3,03	3,99	3,53	5,14

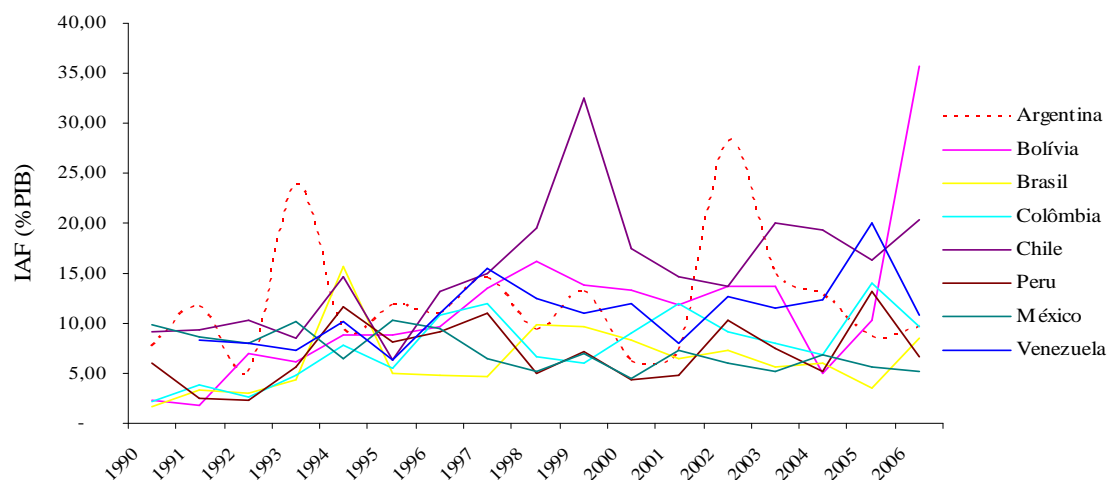
Fonte: elaboração do autor, com base nos dados do FMI. Nd= não disponível. Dados brutos e cálculos do IAF estão apresentados no Apêndice. \* desconsiderando o outlier venezuelano.

Gráfico 9. Evolução do IAF para Países Asiáticos (1990/2006)



Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org). Obs. Dados da Rússia disponíveis a partir de 1994.

Gráfico 10. Evolução do IAF em Países na América Latina (1990/2006)



Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org). Fluxos: *International Financial Statistics Data*; PIB: *World Economic Outlook, October 2007*. Venezuela: dados plotados a partir de 1991.

Os dados desvelam uma integração financeira média crescente dos países com relação aos fluxos de capitais internacionais, como era de se esperar. Interessante é observar que os países asiáticos detêm uma média em fluxos absolutos de capitais equivalente ao triplo dos capitais direcionados à América Latina, enquanto que, em termos relativos ao Produto, a região apresenta média levemente superior à asiática, de 13,28 e 12,72% do PIB, nessa ordem. No caso do Brasil, os fluxos financeiros com o exterior passam de uma média de 1,70% do PIB em 1990 para 8,48% em 2006, reflexo de todo o processo de abertura financeira implementado pelo BC na década de 1990, como exposto no capítulo anterior<sup>76</sup>.

Verificado esse processo generalizado de integração financeira das economias emergentes com o exterior, pode-se avaliar sua relação direta com o comportamento das reservas cambiais. Uma constatação passa pelo fato de que não é robusta a relação entre integração financeira e acumulação de reservas cambiais. Uma simples leitura dos dados permite observar que, para um dado patamar de integração financeira, os países apresentam patamares distintos de reservas cambiais. Por exemplo, para uma abertura da ordem de 12% do PIB, China detém 48,07% do PIB em reservas, enquanto Filipinas, Malásia, Turquia mantêm 18,18%, 60,50% e 14,89% respectivamente. Mesmo dentro do bloco de países asiáticos, o grau de integração financeira com o exterior não parece ser tão determinístico do nível de reservas. Para um IAF em torno de 6%, por exemplo, Índia e Indonésia apresentam políticas distintas, com reservas nas faixas de 20 e 12% do PIB. O mesmo pode ser dito para a América Latina, onde, por exemplo, Argentina e Colômbia apresentam reservas da ordem de 19 e 12% do PIB, respectivamente, ambas com IAF em torno de 9%.

De qualquer forma, a razão entre os valores absolutos das reservas e dos fluxos financeiros apresentou a seguinte evolução:

Tabela 3. Evolução da Relação Reservas/ Fluxos Financeiros (1990/2006)

País	1990	1995	2000	2003	2005	2006
China	10,33	3,12	2,93	6,28	4,40	3,79
Rússia	Nd	0,94	0,57	1,20	1,48	2,06
Filipinas	0,54	0,77	2,32	3,08	1,49	1,48
Malásia	3,69	2,94	2,44	4,33	4,30	2,41
Coréia	1,44	0,58	3,60	3,77	4,27	2,15
Indonésia	1,78	1,27	4,33	6,75	1,20	1,71
Índia	0,33	3,01	2,97	5,17	3,82	3,10
Turquia	3,55	5,19	4,51	4,22	2,04	1,30
Argentina	0,48	0,50	1,70	0,77	1,89	1,57
Bolívia	2,00	1,26	1,03	0,72	1,53	0,69
Brasil	0,97	1,38	0,73	1,63	1,87	0,98
Chile	2,35	3,31	1,37	1,12	0,95	0,68
Colômbia	5,09	1,72	1,42	1,79	0,94	1,21
México	0,42	0,60	1,61	1,89	1,85	1,83
Peru	0,73	1,97	4,43	2,22	1,43	2,80

<sup>76</sup> Os valores absolutos, em USD bilhões, encontram-se no Apêndice.

Venezuela	0,24	1,46	1,15	1,81	0,93	1,59
Média	2,26	1,88	2,32	2,92	2,15	1,83
Média Ásia	3,09	2,23	2,96	4,35	2,88	2,25
Média Alatina	1,53	1,52	1,68	1,50	1,42	1,42
Valor máximo	10,33	5,19	4,51	6,75	4,40	3,79
Valor mínimo	0,24	0,58	0,57	0,72	0,93	0,68

Fonte de dados brutos: [www.imf.org](http://www.imf.org). Fluxos: *International Financial Statistics Data*. Nd = não disponível.

Não se identifica um padrão único adotado pelos países no período no que concerne a essa relação entre reservas e fluxos financeiros externos – a razão média, inclusive, oscila em torno do valor igual a 2, sem se identificar uma tendência mais forte em uma ou outra direção. De mais forte, fica o registro de as reservas latino-americanas terem menor representatividade em relação aos fluxos financeiros asiáticos, para todo o período analisado.

Nesse contexto, em 2006, o Brasil manteve um nível de reservas cambiais (índice = 0,98) abaixo da média dos demais países emergentes (1,83) e, em especial, dos países asiáticos (2,25). Essa posição de 0,98 encontra-se praticamente no mesmo patamar registrado no ano de 1990 (0,97), também abaixo da média verificada nos demais países latino-americanos em todo o período. Isso não permite dizer que o patamar de reservas brasileiras tenha sido exagerado, considerando sua relação com o grau de integração financeira com o exterior. Ou seja, para um dado patamar de fluxos financeiros com o exterior, a posição brasileira não parece ser exagerada.

Entretanto, tendo em vista a indisponibilidade dos dados para 2007, ano em que a política de acumulação de reservas do país deu seu salto mais relevante em termos absolutos, a análise da posição atual fica prejudicada nesses termos, indicando que essa conclusão *ex post* dentre os países deve ser flexibilizada.

De qualquer maneira, fica exposta a política mais acentuada de acumulação de reservas nos países asiáticos em relação aos latino-americanos, sem se identificar uma tendência mais forte ou mais fraca, até pelas variações naturais dos fluxos financeiros independerem do nível de reservas. Nos extremos, destacam-se China e Índia na Ásia com as razões de reservas mais elevadas de 3,79 e 3,10, respectivamente, em relação aos fluxos financeiros de 2006, enquanto que, na América Latina, Bolívia e Chile mantinham razões as razões mais baixas de 0,69 e 0,68 nessa ordem – ou seja, patamares menores do que os fluxos financeiros, indicando políticas externas diferenciadas.

A relação linear entre Reservas e Grau de abertura financeira foi derivada da amostra de países relacionados na tabela anterior, em termos percentuais do produto, com base nos valores mais atuais de 2006. Qual seja:

$$\text{Reservas} = 0,7775 * \text{IAF} + 11,606.$$

O coeficiente de determinação foi de  $R^2 = 0,20$ . Ainda que o patamar das reservas observado dentre os países emergentes deva ser explicado por outros motivos do que o grau de integração

financeira dos países com o exterior, ainda assim, segundo a equação, o saldo em reservas no Brasil poderia alcançar um patamar médio maior que 18% do PIB, se apenas se considerasse esse parâmetro para definir a política de reservas internacionais do país. Nesse contexto, o patamar atual das reservas de USD 170 bilhões (posição de 06/11/2007), equivalente aproximadamente a 13% do PIB, não poderia ser considerado exagerado.

Um outro ângulo de comparar as reservas brasileiras está em considerar apenas países de tamanho semelhante ao brasileiro. Com esse intuito, agregou-se o grupo dos países chamados “Bric” (Brasil, Rússia, Índia e China) à Coreia e México. A tabela seguinte procura consolidar os dados:

Tabela 4. Reservas Cambiais Oficiais de Países Selecionados (em USD milhões)

País	Nível de Reservas Oficiais		PIB (USD milhões)	% PIB (2007)	IAF (2006)
	Final 1997	Julho, 2007			
China	275.272,88	1.561.439,23	3.248.520,00	48,07	12,49
Rússia	15.757,77	414.795,15	1.223.740,00	33,90	15,12
Coreia do Sul	23.506,82	258.905,63	949.698,00	27,26	12,94
Índia	29.164,63	224.408,22	1.089.940,00	20,59	6,55
Brasil	58.778,63	158.156,57	1.295.360,00	12,20	8,48
México	33.219,80	79.441,60	886.441,00	8,96	5,14

Fonte: IMF (International Financial Statistics, IFS; World Economic Outlook Database, Oct 2007).

\*: conforme classificação do FMI, apresentada nos dados do IFS. PIB mundial (estimativa do FMI em julho 2007) = USD 53,35 trilhões; PIB países avançados = USD 38,69 tri. Conversão SDR/USD de 23/10/2007: 1 SDR = 1,55597 USD. IAF em % do PIB.

Nesse contexto, também é difícil afirmar que o nível das reservas brasileiras seja exagerado: elas estão longe das da Índia (20,50% do PIB), Coreia do Sul (27,26% do PIB), Rússia (33,90% do PIB) e China (48,07% do PIB). Dos países que compõem os Bric, o Brasil é o que tem o menor colchão contra crises externas. A China, dona das maiores reservas do mundo, tem USD 1,56 trilhão na conta, enquanto a Rússia acumula USD 414 bilhões e a Índia, outros USD 224 bilhões. Nesse contexto, o Brasil não detém reservas próximas dos padrões de países emergentes mais relevantes, ressaltando-se que essa comparação não permite verificar a motivação subjacente da acumulação de reservas, que é distinta entre os países, destacando-se principalmente a tese mercantilista da tese precaucional para explicar o comportamento das reservas<sup>77</sup>.

Mantidas as demais variáveis constantes, a relação das reservas com o grau de abertura financeira do país (IAF) também indica que a posição brasileira não parece exagerada para esse conjunto de países. A equação linear derivada desses dados amostrais, em termos percentuais do produto, indica que

<sup>77</sup> É notório o debate acerca da política cambial chinesa, no sentido de manutenção de uma taxa desvalorizada, favorecendo a competitividade da indústria chinesa. Como os trabalhos de Aizenman e Lee (2005), Hviding, Novak e Ricci (2004), Dooley *et al* (2003) e European Central Bank (2006) também apontam, as reservas internacionais acabam sendo utilizadas como um mecanismo de políticas mercantilistas mais fortes. Especificamente, o IMF (2003) reconhece a relevância da política mercantilista como estratégia de acumulação de reservas das economias emergentes asiáticas.

$$\text{Reservas} = 2,8192 * \text{IAF} - 3,3669.$$

Assim, o saldo em reservas no Brasil poderia alcançar um patamar maior que 20% do PIB se apenas se considerasse essa amostra como parâmetro a definir a política de reservas internacionais. Por conseguinte, em termos absolutos, isso significa acumular saldos em torno de USD 260 bilhões. Entretanto, esse resultado *a per se* deve ser flexibilizado, dada a possibilidade de existência de objetivos distintos das políticas de acumulação de reservas cambiais dos demais países, como se tem procurado frisar.

Também se procurou avaliar as reservas com relação ao estoque de obrigações externas dos países. Para tanto, foi utilizada a base de dados *International Financial Statistics*, do FMI, cujas contas estão resumidas no quadro abaixo:

Quadro 4. Rubricas Contábeis da Posição de Obrigações Externas (1990/2007)

Descrição
<i>Equity Securities Liabilities</i>
<i>Debt Securities Liabilities</i>
<i>Financial Derivatives Liabilities</i>
<i>Exceptional Financing</i>

Fonte: FMI – *International Financial Statistics*.

Somaram-se as obrigações em cada ano, identificando o comportamento do saldo acumulado nessas rubricas no período 1990/2006. A tabela seguinte condensa os resultados, incluindo a razão entre reservas e obrigações acumuladas ao final de 2006:

Tabela 5. Evolução das Obrigações Externas Acumuladas no período 1990/2006 (em USD bilhões)

País	1990	1995	2000	2003	2006	Res/ Obrig
China	-	9,24	26,17	37,61	114,90	13,59
Rússia	-	28,07	83,04	85,37	94,78	4,38
Filipinas	(0,05)	4,65	14,40	18,39	23,81	1,08
Malásia	(0,25)	(4,00)	(4,74)	(4,41)	8,71	11,45
Coréia	0,22	40,08	92,24	129,83	154,83	1,67
Indonésia	(0,09)	9,59	6,38	9,61	33,70	1,52
Índia	0,00	8,74	19,32	31,41	62,14	3,61
Turquia	0,68	10,87	16,72	18,35	53,88	1,33
Argentina	2,89	64,50	93,90	93,75	107,81	0,41
Bolívia	0,18	0,79	0,84	1,07	1,28	2,15
Brasil	11,35	106,53	173,64	171,68	181,60	0,94
Chile	0,37	3,00	8,78	9,64	9,97	1,89
Colômbia	(0,00)	3,34	10,63	12,93	14,83	1,37
México	3,45	75,65	92,61	98,86	113,80	0,70
Peru	2,49	10,10	10,92	13,87	18,01	1,20
					Média	3,15
					Máximo	13,59
					Mínimo	0,41

Fonte: elaboração própria, com base nos dados do FMI (*International Financial Statistics*). Optou-se por não incluir a Venezuela, pois os dados estão disponíveis apenas para a rubrica *Equity Liab*. Coréia e Colômbia, sem dados para a rubrica *Exceptional Financing*. Nd = dado não disponível. Posição de reservas com base nos dados de Julho/2007. Bolívia com base nas reservas de Dezembro/2006. Brasil, posição de 06/11/2007, de USD 170 bilhões.

Basicamente, o que se verifica é uma tendência generalizada de aumento da posição de obrigações externas dos países emergentes, como era de se esperar em decorrência da crescente integração financeira das economias emergentes aos fluxos de capitais internacionais. A exceção é a Malásia, que adotou política distinta no período, apenas registrando acréscimo no estoque de obrigações a partir de 2004. Verifica-se aqui também a política distinta dos países. Enquanto as reservas chinesas são as mais expressivas com relação ao estoque de obrigações externas dos países emergentes, equivalente a 13,59 vezes suas obrigações acumuladas entre 1990/2006, a Índia aparece com uma razão de 3,61.

O Brasil possui posição praticamente equivalente à sua posição de obrigações externas do período, enquanto a média dos países selecionados foi de 3,15. Excluindo os asiáticos, a razão média diminui para 1,23, o que ainda mantém a posição brasileira abaixo desse limite. No extremo inferior estão Argentina e México, cujas reservas equivalem a 0,41 e 0,70 vezes suas obrigações externas, nessa ordem. A relação linear *cross-section* entre reservas (posição de Julho/2007) e obrigações externas (Dezembro/2006), derivada da amostra de países da tabela anterior, foi a seguinte:

$$\text{Reservas} = 1,1266 * \text{Obrigações} + 35,793^{78}.$$

Apesar do baixo ajustamento da equação,  $R^2 = 0,30$ , o saldo em reservas no Brasil poderia alcançar um patamar médio da ordem de USD 240 bilhões, ou 19% do PIB, se apenas se considerasse a relação média verificada entre as obrigações externas e reservas dos países selecionados como parâmetro a definir a política de reservas internacionais do país. Nesse contexto, o patamar atual das reservas de USD 170 bilhões (posição de 06/11/2007), equivalente aproximadamente a 13% do PIB, também não poderia ser considerado exagerado. Constata-se, assim, que, para um dado patamar de dívida externa, o Brasil ainda tem um nível de reservas abaixo da média dos principais países emergentes e das economias latino-americanas.

Por fim, é preciso ressaltar que, ainda que o patamar nos países avançados seja de 4% do Produto, é difícil indicar ao Banco Central do Brasil seguir esse parâmetro, dada a inserção externa distinta do país, sobretudo relacionada a seu *original sin*. O quadro seguinte expõe essa política externa distinta do Brasil em relação a países avançados:

Quadro 5. Evolução recente das Reservas Cambiais Oficiais de Países Selecionados (em USD bilhões)

Fim de Período	Alemanha	Brasil	Canadá	EUA	França	Itália	Reino Unido
2005 Dez	51	54	33	67	32	29	44
2006 Jan	52	57	33	68	34	30	44
Fev	51	57	33	68	34	30	44
Mar	51	60	36	67	33	29	43

<sup>78</sup> Optou-se por excluir a China dessa generalização, dado seu valor em reservas ultrapassar o dobro da média da variável, constituindo um *outlier*. Unidade: USD bilhões.



	Abr	48	57	36	69	36	29	45
	Mai	49	63	36	70	38	29	41
	Jun	49	63	36	71	37	30	39
	Jul	50	67	36	70	38	30	39
	Ago	49	71	36	69	40	30	41
	Set	49	73	37	70	43	30	42
	Out	49	78	36	69	44	30	42
	Nov	48	83	36	70	43	31	43
	Dez	48	86	35	69	47	30	41
2007	Jan	49	91	36	69	47	31	42
	Fev	48	101	36	69	49	31	43
	Mar	47	110	39	69	48	31	44
	Abr	49	122	40	69	48	31	45
	Mai	50	136	40	69	47	32	45
	Jun	...	147	...	...	...	...	...
	Jul	...	156	...	...	...	...	...
	Ago	...	161	...	...	...	...	...

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, relatório mensal de Outubro/2007.

Ainda que essa exposição indique que o Brasil, ao lado dos demais países emergentes, estaria pagando um preço alto para se integrar financeiramente com o exterior (Rodrik, 2006), diferentemente dos países centrais, da mesma forma ainda é difícil considerar que essas economias possam seguir políticas externas semelhantes aos países mais desenvolvidos. O “pecado original” de possuir endividamento externo denominado em moeda estrangeira é uma característica própria das economias emergentes, o que equivale a dizer que esses países não são detentores de moeda conversível. O conceito se aplica ao Brasil, apesar das recentes captações externas do Tesouro Nacional em moeda nacional. Vale dizer, os países não-emissores de moedas fortes e conversíveis no exterior continuam a padecer da chamada “vulnerabilidade externa” – daí a gestão externa precaucional via acúmulo de saldos elevados de reservas, distinta dos países centrais, bem como a redução do tamanho da dívida externa.

Por fim, pode-se dizer que, em face do contexto internacional, as reservas brasileiras estão em um patamar razoável no bloco de países em desenvolvimento – segundo Loyola (2007), as reservas brasileiras podem até ser consideradas como relativamente modestas, considerando a política externa das economias asiáticas. No limite, há espaço para um aumento sobre seu nível atual. Hoje, as reservas representam cerca de 13% do PIB brasileiro, nível levemente superior ao chileno, mas inferior ao mantido pela Rússia e Coreia, por exemplo, que flutua em torno de 30%.

#### 5.4. A Regra Guidotti-Greenspan

A relação entre reservas e o tamanho da economia evidentemente não se constitui no único referencial a ser tomado. A situação do balanço de pagamentos, o volume e o perfil de vencimento da dívida externa, ou seja, a estrutura do passivo externo, são outros elementos fundamentais que

vão determinar o grau de vulnerabilidade dos países. A regra Guidotti-Greenspan justamente contempla essa perspectiva.

Essa regra prática, cujo nome é inspirado em Pablo Guidotti, ex-secretário do Tesouro da Argentina, e Alan Greenspan, ex-presidente do Fed (Federal Reserve, banco central dos EUA), recomenda que os países mantenham um volume de reservas igual aos compromissos externos vincendo no prazo de um ano. Este seria uma regra bastante natural, no sentido de que se baseia na idéia de que as reservas ajudam os países a lidarem com *sudden stops* nos fluxos da dívida externa de curto prazo. Esse seria um parâmetro observado pelos investidores externos, uma garantia no caso de *sudden stops* e *sudden reversals* dos fluxos financeiros a um país<sup>79</sup>.

A regra de Guidotti-Greenspan considera, portanto, como parâmetro uma taxa de reservas com relação a compromissos externos de curto prazo (até 01 ano) igual a 1 – vide Greenspan (1999), Guidotti *et al.* (2004) e Rodrik (2006). Vale dizer, as reservas devem ter um patamar tal que seja suficiente para quitar os compromissos de curto prazo de uma economia. Segundo Rodrik (2006), desde os anos 1990 o processo de acumulação de reservas internacionais pelos países emergentes em níveis superiores ao padrão internacional estaria baseado nessa regra, no lugar da equivalência a três meses de importações. Ou seja, há a percepção de que os possíveis problemas no balanço de pagamentos passam da conta corrente para a conta capital. Assim, mesmo os países africanos, entre os mais pobres do mundo, aderiram de forma incondicional à regra Guidotti-Greenspan, e vêm mantendo reservas em montantes correspondentes a oito meses de importações (Rodrik, 2006).

A tabela 6 condensa os dados da dívida externa do país, a partir de 1996, o que permite comparar o nível de reservas com base na regra Guidotti-Greenspan. Os dados estão plotados no gráfico 11 adiante:

Tabela 6. Evolução Recente da Dívida Externa Brasileira e Relação Reservas/Dívida Externa (1996/2007)

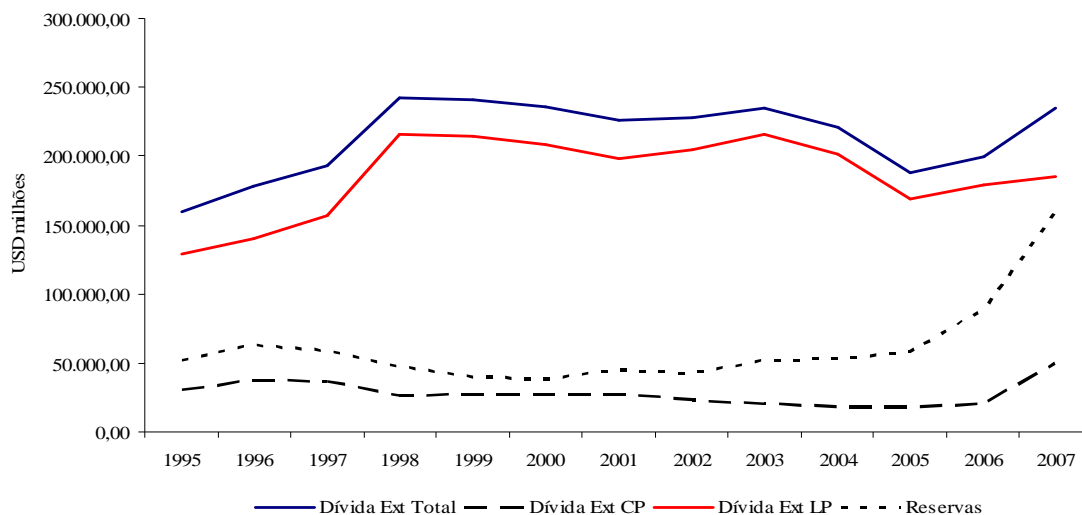
Período	Dívida externa curto prazo	Dívida externa longo prazo	Dívida externa total	Reservas internacionais	Reservas/Dívida
1995	30.524,00	128.732,00	159.256,00	52.280,59	0,33
1996	37.787,00	140.344,00	178.131,00	63.310,40	0,36
1997	36.715,00	156.405,00	193.120,00	58.778,63	0,30
1998	26.430,00	215.214,00	241.644,00	47.303,82	0,20
1999	27.392,00	214.075,90	241.467,90	39.619,98	0,16
2000	27.420,00	208.736,30	236.156,30	38.901,58	0,16
2001	27.658,00	198.409,30	226.067,30	44.274,35	0,20
2002	23.395,00	204.294,40	227.689,40	43.152,81	0,19
2003	20.194,00	215.220,10	235.414,10	51.448,46	0,22
2004	18.744,00	201.438,30	220.182,30	52.864,55	0,24
2005	18.776,00	169.211,40	187.987,40	58.347,16	0,31

<sup>79</sup> Bussiere & Mulder (1999) encontram evidências de que a regra Guidotti-Greenspan é um parâmetro apropriado para evitar crises financeiras relacionadas a algum efeito-contágio em economias emergentes com bons fundamentos macroeconômicos.

2006	20.323,00	179.049,20	199.372,00	88.518,36	0,44
2007	49.968,00	185.098,40	235.066,40	158.156,57	0,67

Fonte dos dados brutos: Ipeadata, com base nos dados fornecidos pelo BC. Obs.: Posição final do período até 2006. 2007: posição de julho. Inclui empréstimos intercompanhias.

Gráfico 11. Dívida Externa Brasileira (1995/2007)



Fonte: elaboração própria, com base nas séries disponibilizadas pelo Ipeadata.

Nesse contexto, a regra Guidotti-Greenspan recomenda que o nível de reservas esteja em algo em torno de USD 50 bilhões, para fazer frente aos compromissos de curto prazo, tradicionalmente concentrados no financiamento do comércio externo (ACC/ACEs, pagamentos antecipados de exportação). Lembrando que o PIB brasileiro estimado pelo FMI (2007) é da ordem de USD 1,3 trilhão, esse volume representaria menos de 4% do produto do período. Também é um valor mais próximo da regra de importação vigente, a qual situa o patamar das reservas em USD 35 bilhões, distante do saldo atual de reservas de USD 170 bilhões (06/11/2007). As reservas, por sua vez, passaram a representar mais de três vezes (316%) a dívida externa de curto prazo, um incremento de quase 80% ou USD 70 bilhões em relação a dezembro de 2006.

Por outro lado, verifica-se que a maior concentração da dívida externa brasileira é de prazo maior que um ano, o que significa um “alívio” para as contas externas, ou uma menor pressão de demanda por moeda estrangeira no cenário de curto prazo. Em julho de 2007, o nível de USD 158 bilhões em reservas representou 67% do total de toda a dívida externa do país, que chegava a USD 235 bilhões, com um aumento de 23 pontos percentuais em relação a dezembro de 2006. Esse é o patamar mais confortável nesse indicador de solvência externa já registrado no país, o que espelha o incremento mais robusto das reservas em relação à dívida externa em pouco mais de um semestre.

Mesmo que se considere que a definição de curto prazo seja subjetiva (Loureiro & Jensen, 2007), de qualquer modo esse período significa o prazo convencionado em que um país não conseguiria se financiar externamente no caso de um *sudden stop* nos fluxos de capitais. No limite,

o patamar máximo das reservas seria a dívida externa total. Se não se considerar os empréstimos intercompanhias, que possuem um perfil alongado de amortização constante até pelo menos 2016, o total de dívida externa situa-se na faixa de USD 196 bilhões. Isso significa que, no caso de crise internacional, as divisas existentes no Brasil – de USD 170 bilhões na posição de 06/11/2007 – representam mais de 85% dos compromissos externos do país, o que seria quase suficiente para governo e empresas honrarem todos seus compromissos no exterior, indicando ao mercado internacional que é cada vez menor o risco de o país deixar de cumprir com suas obrigações externas.

A questão é se a razão prudencial justifica um estoque de reservas equivalente ao tamanho da dívida externa. Para Pastore & Pinotti (2007), a resposta é negativa. Nesse sentido é que a regra Guidotti-Greenspan aponta justamente para o excesso de saldo em reservas internacionais do país. Isso, por sua vez, corrobora a hipótese, discutida recentemente na mídia impressa, de que a autoridade monetária esteja buscando um patamar de reservas para garantir o grau de investimento para os papéis brasileiros, no sentido de que o nível-alvo (não-divulgado) das reservas situa-se na faixa da dívida externa líquida do país<sup>80</sup>.

Naturalmente, a mitigação de um quadro potencial de crise externa pode se dar quando o país atinja o grau de investimento esperado, no sentido de que o aporte de investidores internacionais caracterize-se mais amplamente por fundos institucionais que trabalhem com horizontes de investimento de prazos mais longos. Isso pode significar um carregamento de papéis do Brasil por mais tempo ou uma suscetibilidade menor a variações de curto prazo do cenário macroeconômico, doméstico e internacional. Entretanto, isso não significa que se deixe de adotar uma política ostensiva de acumulação e manutenção de saldos expressivos de reservas no país. Como parece que o Brasil esteja associando atualmente a política de acumulação de reservas cambiais em saldos elevados a uma *conditio* para o alcance do *investment grade*, a demanda por reservas internacionais no Brasil tende a se arrefecer apenas diante desse novo cenário, ou apenas diante de um patamar ainda não atingido em reservas.

Entretanto, não se vislumbra prescindir da política de acumulação de reservas internacionais nesse novo cenário. Além disso, essa mitigação de potenciais crises pode ser relativa, no sentido de que fluxos de caráter de mais longo prazo podem aportar no país apenas em decorrência da existência de saldos elevados em reservas cambiais. Ao mesmo tempo, fluxos de caráter mais estável não induzem à cessação de fluxos mais voláteis, pois nada impede que se some esse fluxo mais perene aos fluxos atuais, por exemplo. Isso mantém o mesmo cenário potencial de crise externa concomitante a uma política cada vez mais imprescindível de manutenção de reservas nesse

---

<sup>80</sup> Vide, por exemplo, a matéria “Ainda vão longe”, de Celso Ming, no Jornal OESP, em 02/10/2007. Um patamar que se tem cogitado seria USD 180 bilhões em reservas, volume que seria indicado para o grau de investimento para a dívida brasileira.

novo contexto de integração financeira ainda maior com o exterior. Vale lembrar Singh (2002), no sentido de que a volatilidade dos fluxos é característica tanto de fluxos de curto quanto de longo prazos, sugerindo que não há diferenças estatisticamente significantes entre as várias formas de fluxos de capitais, *inclusive* IED – o que justifica a continuidade da acumulação de reservas cambiais.

Mesmo reconhecendo que saldos elevados em reservas cambiais funcionam como um colchão de liquidez que ajuda a aliviar o impacto de crises externas no curto prazo, elas não constituem uma garantia em evitar os efeitos deletérios sobre a economia brasileira resultante de variações bruscas dos fluxos de capitais internacionais, que podem ocorrer tanto em fluxos de caráter mais de curto quanto de longo prazo. Um aspecto a considerar é a magnitude dos fluxos e dos estoques de capitais estrangeiros no país e verificar que o *turnover* dos fluxos de capitais é bem maior do que o atual saldo em reservas mantido pelo BC. Nesse contexto, a eficácia de uma política de acumulação de saldos elevados em reservas cambiais pode não ser tão ampla como se imagina diante de uma crise externa, mesmo equivalendo ao total de estoque da dívida externa do país.

Os dados do Boletim do BC (Outubro de 2007), por exemplo, servem para ilustrar esse ponto. Os fluxos de investimentos estrangeiros em carteira em 2007, no acumulado de janeiro a agosto, totalizaram um ingresso bruto de USD 65 bilhões em ações e USD 50 bilhões em renda fixa, diante de uma saída bruta de quase USD 51 bilhões e USD 41 bilhões do mercado brasileiro. Isso resultou num ingresso líquido de USD 14 bilhões em ações e USD 19 bilhões em renda fixa, que é o aumento do estoque da dívida externa do país computado no período. Vale dizer, é a posição líquida de diferença entre receitas e despesas de um mesmo período, e que representa o saldo a que as reservas cambiais procuram se atrelar, enquanto o *turnover* do mercado é naturalmente muito maior do que a posição final de cada período.

No caso de crise, a volatilidade característica desses fluxos – predominantes no ingresso do capital estrangeiro no país no período recente – pode significar que, no curto prazo, tenha-se tanto uma realização das posições das carteiras de ativos estrangeiros no país – venda dos estoques de ativos no país, podendo representar uma saída de capitais igual ao total do ingresso de receitas cambiais no período –, como também a parada brusca do ingresso de capitais que estão atualmente sustentando as transações de sentido contrário no mercado cambial doméstico. Em números, apenas a posição de estrangeiros significa uma saída potencial maior do que os estoques líquidos de USD 14 bilhões e USD 19 bilhões acrescidos à dívida externa no período. O total pode englobar o equivalente aos ingressos estrangeiros de USD 65 bilhões e USD 50 bilhões somados com suas saídas de USD 51 bilhões e USD 41 bilhões, o que alcança um *capital flight* potencial de mais de USD 200 bilhões num curto espaço de tempo apenas de capitais relativos à posição de

investimentos estrangeiros em carteira movimentados em 2007, os quais possuem natureza volátil diante das naturais oscilações de mercado.

Isso significa dizer que um *sudden stop* no ingresso de moeda estrangeira para o país pode se associar a um *sudden reversal* dos fluxos de capitais do Brasil com o exterior, no sentido de que, além de não se ter mais ingresso líquido de moeda estrangeira, tanto de linhas de financiamento externo quanto de ingresso voluntário de capitais estrangeiros, presencie-se uma saída abrupta de capitais já internalizados no país para fora. É esse contexto que pode, por sua vez, adquirir dimensões capazes de desestruturar a economia brasileira no curto prazo, em proporções superiores às reservas cambiais acumuladas ou à meta perseguida. Vale dizer, o risco, ainda que minimizado pela política de acumulação de reservas, continua existindo para uma economia de mercado integrada financeiramente com o exterior, o que leva ao questionamento da eficácia do caráter precaucional das reservas cambiais brasileiras, *vis-à-vis* seu alto custo fiscal.

### **5.5. A Proposta de Jeanne & Rancière (2006)**

Dadas as considerações anteriores referentes aos limites da capacidade de enfrentamento de uma crise externa com a utilização de recursos mantidos em reservas cambiais, o trabalho de Jeanne e Rancière representa certamente um avanço inicial importante na literatura internacional, no momento em que a idéia de um nível ótimo parece reconhecer uma certa limitação na adoção de uma política indiscriminada de acumulação de reservas internacionais por parte das economias emergentes. Pode-se considerar que o modelo proposto permite uma maior precisão e poder de explicação das políticas de acumulação de reservas cambiais das economias emergentes do que quaisquer trabalhos ou regras norteadoras anteriores, inclusive a de Guidotti-Greenspan.

Assim, a busca da mensuração precisa de um patamar ótimo para as reservas internacionais – isto é, o patamar que iguala o benefício marginal ao custo marginal de novas compras de dólares pela autoridade monetária – é o resultado do trabalho que os economistas do departamento de pesquisa do FMI procuram definir, como um instrumento precaucional de gestão externa para uma economia emergente. O pressuposto básico é que as reservas permitem a um país reduzir a perda do Produto em resposta a paradas bruscas nos fluxos externos de capitais, como, por exemplo, a perda exógena ao acesso de crédito externo, mas considerando o retorno financeiro menor que os juros pagos em seu *funding*. Ou seja, o benefício esperado acaba contraposto a seu custo associado.

Os autores estimam, assim, o nível ótimo de reservas para uma economia pequena aberta vulnerável a *sudden stops* dos fluxos de capitais, com base na maximização de uma função utilidade de um governo de um país sujeito à ocorrência de um *sudden stop*. Isso se aproximaria, de forma muito realista, da magnitude de reservas observada em muitas economias emergentes – os

parâmetros adotados no modelo são baseados em dados históricos de 34 economias emergentes entre 1975 e 2003.

O modelo resultante da pesquisa é consubstanciado pela expressão descrita a seguir, qual seja:

$$\rho = \lambda + \gamma - \frac{p^{1/\sigma} - 1}{1 + (p^{1/\sigma} - 1)(1 - \delta - \pi)} \left( 1 - \frac{r - g}{1 + g} \lambda - (\delta + \pi)(\lambda + \gamma) \right)$$

Basicamente são oito parâmetros determinando um nível de reservas ótimo  $\rho$  (relativo ao Produto) para economias emergentes em geral:

- a probabilidade de ocorrência de um *sudden stop* ( $\pi$ ) – em média de 10%, conforme os dados históricos apresentados;

- a taxa marginal de substituição entre o consumo no estado de *sudden stop* e no estado normal ( $p$ );

- a taxa de perda de produto ( $\gamma$ ), diante de um *sudden stop*. Ou seja, o custo, em termos de uma queda do PIB real, de uma eventual crise de financiamento externo;

- o tamanho de um *sudden stop*, entendido como a parada brusca de fluxos de financiamento externo à economia doméstica, especialmente de curto prazo, mensurado em relação ao PIB ( $\lambda$ );

- a taxa de retorno das reservas ( $r$ );

- a taxa de crescimento do produto e da dívida externa privada de curto prazo ( $g$ ), restrições ao consumo privado doméstico;

- um termo de prêmio de risco ( $\delta$ ), a ser pago pelo governo no caso de captações externas, de longo prazo, para financiar o estoque de reservas<sup>81</sup>, e

- um parâmetro de aversão a risco ( $\sigma$ ) do BC em relação a variações no Produto, utilizado pelo governo na definição do nível de reservas.

Uma boa aproximação e simplificação da fórmula pode ser descrita pela equação

$$\rho \approx \lambda + \gamma - (1 - p^{-1/\sigma}),$$

o que permite uma intuição mais fácil da lógica do modelo de mensuração. O nível de reservas ( $\rho$ ) depende basicamente de três componentes: do nível da dívida de curto prazo, do custo estimado de um *sudden stop*, e do custo de carregamento das reservas. Nesses termos, as reservas aumentam na mesma magnitude do tamanho da dívida de curto prazo ( $\lambda$ ) e do custo sobre o produto de um *sudden stop* ( $\gamma$ ), reduzindo-se quando o custo de carregamento aumenta. Especificamente, esse último

---

<sup>81</sup> O acúmulo de reservas, aqui, possui bem o caráter de formação de poupança de um país, como um seguro precaucional em formação durante o estado normal da economia para ser utilizado durante o estado de crise – justamente suavizando os efeitos deletérios sobre a economia resultantes de uma parada brusca em seu financiamento externo.

termo denota o custo de manutenção das reservas, relacionando a taxa de substituição entre o consumo no estado normal e em *sudden stop* ( $p$ ) com a aversão a risco do BC em relação a variações no Produto ( $\sigma$ ). Nesse sentido, quanto maior  $p$ , menor o custo de carregamento das reservas, da mesma forma que quanto maior a magnitude de  $\sigma$ , menor o custo de ( $\rho$ ). No limite, quando o grau de aversão do BC é máximo, as reservas devem ser iguais à dívida externa de curto prazo.

Um ponto interessante é que a fórmula expande a regra Guidotti-Greenspan, a qual considera que a razão das reservas e dívida de curto prazo deve ser igual a 1, ou seja,  $\rho = \lambda$ . Ou seja, as reservas igualam o tamanho de uma parada brusca nos fluxos externos de capitais, sob o pressuposto de que basicamente não se consegue renovar as linhas externas de crédito para manter o nível de atividade doméstica. Na verdade, o nível de reservas pode ser maior do que esse nível, pois também contempla um colchão para suavizar a perda de produto, capturado pelo termo  $\gamma$ . Ao mesmo tempo, também pode ser menor, em função do custo de manutenção das reservas, capturado pelo último termo da equação. Nesses termos, há uma maior sofisticação em relação à regra Guidotti-Greenspan, envolvendo novos parâmetros como a probabilidade de ocorrência de um *sudden stop* e a aversão ao risco da autoridade monetária em relação à sua ocorrência. Isso contrasta com a regra anterior, que não depende de tais parâmetros.

### 5.5.1. Derivação do Modelo Paramétrico

Essa seção apresenta algumas ponderações sobre a derivação da fórmula proposta de Jeanne & Rancière (2006). Os autores partem do comportamento da absorção doméstica, do produto e das reservas em economias emergentes que experimentaram *sudden stops* nos fluxos de capitais. Para uma economia aberta, a absorção doméstica real pode ser escrita como a diferença entre o produto real e a balança comercial:

$$A_t = Y_t - (BC)_t \quad (1)$$

A balança comercial, por sua vez, pode ser escrita em relação às demais rubricas do balanço de pagamentos como

$$BC_t = -CK_t - TU_t + \Delta R_t \quad (2),$$

onde  $CK$  é a conta capital<sup>84</sup>;  $TU$ , as transferências unilaterais do exterior; e  $\Delta R$ , as variações nas reservas internacionais.

<sup>82</sup> A absorção doméstica é a soma do consumo e investimento doméstico (privado e público).

<sup>83</sup> A equação é derivada da equação do balance de pagamentos, onde  $CC_t + CK_t = \Delta R_t$ , onde  $CC = BC + TU$  é o balanço da conta corrente.

<sup>84</sup> Chamamos de conta capital, na verdade, a conta capital e financeira do balanço de pagamentos, referindo-se ao saldo total de ambas rubricas.



Combinando as equações (1) e (2) resulta na decomposição da absorção doméstica como a soma do produto doméstico, da conta capital, transferências do exterior e utilização de reservas:

$$A_t = Y_t + CK_t + IT_t - \Delta R_t \quad (3).$$

Um *sudden stop* é uma queda abrupta na conta capital (CK), a qual, *ceteris paribus*, reduz a absorção doméstica. O impacto de um *sudden stop* na absorção doméstica pode ser amplificado por uma concomitante queda no produto doméstico ( $Y$ ), ou mitigado por uma queda nas reservas ( $\Delta R$ )<sup>85</sup>. Por exemplo, reservas podem ser utilizadas para o pagamento de linhas externas de crédito que não são renovadas num *sudden stop*, aliviando a necessidade de reduzir a absorção doméstica. A partir daí, o patamar ótimo das reservas internacionais é definido a partir de uma função objetivo do BC que busca minimizar a volatilidade do PIB e maximizar a riqueza do consumidor representativo.

Apesar de o modelo estar sujeito a algumas críticas – como as apontadas por Loureiro & Jensen (2007), por exemplo, de que (a) os juros mais altos no Brasil elevam os custos de compra de dólares e, portanto, reduzem o nível ótimo das reservas em relação às demais economias emergentes e que (b) o modelo desconsidera o ajuste em preço para equilibrar as quantidades demandadas e ofertadas, isto é, o efeito no câmbio de uma crise de financiamento -, ele é um dos primeiros trabalhos a mensurar de forma mais precisa os benefícios e custos das reservas internacionais.

### 5.5.2. Calibragem dos Coeficientes

A calibragem dos parâmetros foi baseada em dados históricos de uma amostra de trinta e quatro economias, para o período 1975-2003. A taxa de crescimento ( $g$ ) é definida a 3,3%, a taxa média de crescimento do PIB real na amostra, excluindo os anos de ocorrência de *sudden stops*. Nesse contexto, determinou-se como tamanho médio de um *sudden stop* de 10,8 % do PIB. A probabilidade de um *sudden stop* é de 10,2 %, o que é arredondado para  $\pi = 0.10$ . Uma observação dos autores, condizente com a maior parte da literatura, é que a vulnerabilidade a *sudden stops* aumenta com o grau de integração financeira internacional de uma economia aberta (Jeanne & Rancière, 2006, p.16).

O custo de perda de produto causado por um *sudden stop* ( $\gamma$ ) foi estimado em 6,5% do PIB por aqueles autores. Esse custo médio de uma crise de financiamento é obtido por meio de calibragem dos custos de crises verificados na amostragem, sendo uma crise definida como uma queda superior a cinco pontos percentuais, em porcentagem do PIB, na conta capital e financeira do balanço de pagamentos.

Adotou-se como taxa de juros de curto prazo dos EUA igual a 4,5 % ao ano, como definida pelo Fed em 31/10/2007, para a taxa de retorno médio das reservas ( $r$ ). O valor para o termo de prêmio de risco  $\delta$ , a ser pago pelo governo para financiar o estoque de reservas, foi definido a partir

<sup>85</sup> Edwards (2004) conclui que a probabilidade de uma reversão na conta capital decresce com o nível de reservas internacionais.

da taxa de juros básica da economia brasileira, definida pelo Copom em 11,25% ao ano em sua reunião de 16 e 17/10/2007. O pressuposto é de que o BC capta dólares para a formação de saldos elevados nas reservas do país no próprio no mercado interno. Nesse contexto, é o diferencial entre a taxa Selic e a taxa de juros básica norte-americana o termo de prêmio de risco, ou o custo de oportunidade médio do valor aplicado em reservas pelo BC, constituindo também o custo de emissão de títulos públicos decorrentes da esterilização da moeda nacional. Assim,  $\delta = 0,1125 - 0,045 = 0,0675$ .

O parâmetro  $\lambda$  é definido com base no tamanho dos fluxos de curto prazo da economia brasileira, dada a suposição teórica de a parada brusca atinge os fluxos de caráter mais volátil, ou seja, de curto prazo. Considerando sua representatividade na dívida externa total ser de 21% da dívida total, isso representa 3,8% do PIB. Adicionalmente ao *sudden stop*, pode-se também considerar um *sudden reversal* na mesma magnitude, o que parece ser comum em casos de grande instabilidade financeira numa economia, em que os capitais tendem a migrarem para as economias avançadas. Isso atinge um patamar de 8% do PIB, o que parece ser bem razoável, estando dentro do intervalo de variação da magnitude de *sudden stops* identificado por Jeanne & Rancière (2006)<sup>86</sup>.

Por fim, a aversão ao risco e seu intervalo de variação são padrões na literatura específica (Jeanne & Rancière, 2006, p.14), não sendo valores observáveis. A aversão ao risco utilizada foi o valor igual a 2<sup>87</sup>. A tabela 4 resume os parâmetros:

Tabela 7. Calibragem dos Parâmetros

Parâmetro	Valor médio	Intervalo de variação
Tamanho do <i>sudden stop</i>	$\lambda = 0,08$	(0; 0,11)
Probabilidade do <i>sudden stop</i>	$\pi = 0,10$	(0; 0,25)
Perda de produto	$\gamma = 0,065$	(0; 0,2)
Crescimento do produto potencial	$g = 0,033$	-
Termo de prêmio de risco	$\delta = 0,0675$	-
Taxa de juros básica ( <i>risk free</i> )	$r = 0,045$	-
Aversão a risco	$\sigma = 2$	(1; 10)

Fonte: Jeanne & Rancière (2006); Federal Reserve; BC.

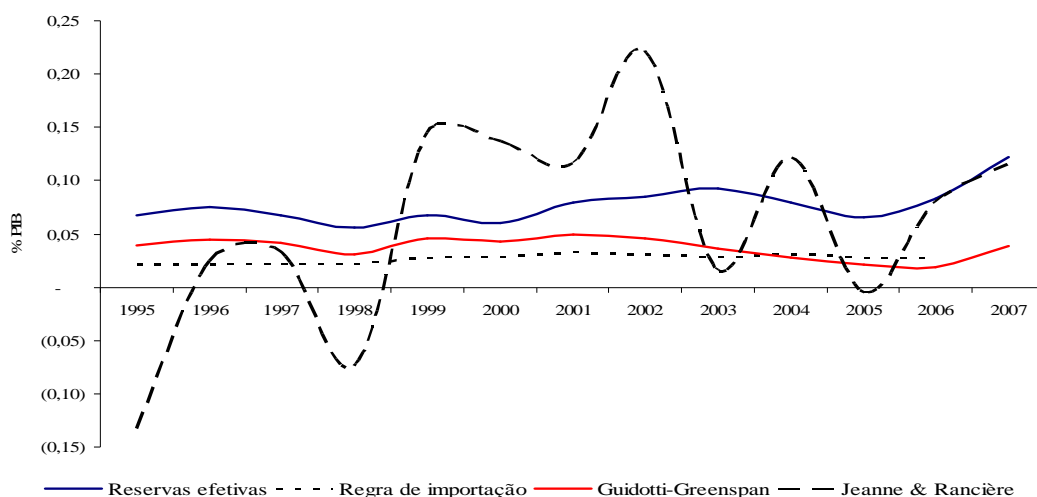
Conclui-se que o nível ótimo de reservas para o país é cerca de 11,50% do PIB. Isso equivale, com base na projeção do PIB do Brasil (FMI, 2007), a um saldo atual, em dólares, aproximado de USD 150 bilhões. Dadas as fortes compras do BC deste ano, o patamar atual de USD 170 bilhões (posição de 06/11/2007) já está mais de 13% acima do nível ótimo estimado.

Nesse momento, é interessante comparar a evolução temporal das reservas reais do Brasil com as previstas pelas várias propostas anteriores – modelo de nível ótimo, regra Guidotti-Greenspan e regra da cobertura de importações. O resultado está condensado no gráfico 12:

<sup>86</sup> O nível ótimo de reservas calibrado pelos autores para uma economia padrão do modelo foi de 8,6% do PIB (p.17).

<sup>87</sup> Testou-se também a fórmula com os valores extremos de aversão a risco. Na verdade, a variação desse termo não afeta, em termos relativos, a magnitude dos saldos esperados em reservas: a variação esperada nas reservas é de apenas 0,34% do PIB, constituindo um intervalo de 11,55% a 11,89% do PIB. Em termos absolutos, isso representa uma variação aproximada de USD 5 bilhões, resultando num intervalo ótimo de reservas igual a (USD 149 bilhões; USD 154 bilhões).

Gráfico 12. Evolução Temporal das Reservas Internacionais como Percentual do PIB (1995/2007)



Fonte: elaboração própria, com base nos dados apresentados nos itens anteriores. Obs.: série de importação disponível até 2006 no Ipeadata. Série de dívida externa de CP com dados completos também a partir de 1995. Dados no apêndice.

A primeira característica que chama atenção ao se utilizar o modelo de nível ótimo para as reservas é que seu patamar sofre variações consideráveis de um ano para outro. Esse fato reflete as diferentes taxas de juros que caracterizam cada período, o que vai representar um custo de carregamento maior ou menor conforme for o contexto econômico do momento. Assim, segundo o modelo, as reservas teriam apresentado um custo de carregamento mais alto em 1995 e 1998, quando o país realmente enfrentou crises financeiras externas através da prática de taxas mais elevadas de juros para atrair e manter os capitais externos na economia nacional. Isso indicaria a não-compensação, em termos de benefícios esperados, da manutenção de saldos em reservas cambiais para a mitigação de uma parada brusca nos fluxos externos e de perda de produto<sup>88</sup>.

Essa conclusão, naturalmente, deve ser flexibilizada, pois a fórmula não capta o regime cambial administrado do período, o qual pressupunha a manutenção de reservas mínimas pela autoridade monetária para a sustentação da taxa de câmbio – diferentemente do regime cambial flutuante atual, que prescinde de reservas, por definição. Do mesmo modo, em 2003 e 2005, com a prática de juros reais médios da ordem de 13,4% e 17,7%, respectivamente, dentro da política de combate à inflação do BC, o custo de carregamento também se tornou excessivo, indicando a desconstituição das reservas. A propósito, essa poderia ter sido uma prática que corroborasse o sistema de metas de inflação, no momento em que se traduzisse na ampliação da liquidez de moeda conversível no mercado cambial do país, reduzindo as pressões de demanda e, por conseguinte, a taxa cambial. Via seu alto *pass-through* na economia nacional, a taxa cambial poderia ter sido um

<sup>88</sup> Em 1995, por exemplo, a taxa de juros real média foi maior do que 34% ao ano, com uma taxa Selic média diária foi de 54,54% e inflação de 15,24% ao ano, conforme dados do Ipeadata. O apêndice II condensa os dados de inflação e juros do período.

parâmetro de contenção da elevação do nível de preços domésticos, podendo ter constituído um mecanismo para aliviar mais cedo a manutenção de juros elevados no país naqueles anos.

Com o arrefecimento do custo de carregamento das reservas, em função da redução do *spread* entre a taxa de juros internacional básica e a taxa Selic brasileira nos últimos anos, o modelo de Jeanne & Rancière consegue justificar a manutenção de um patamar mais próximo das reservas efetivas do país em 2007. Ou seja, os benefícios de manutenção de reservas permitem que se atinja um patamar de USD 150 bilhões em moeda conversível, conforme o cenário econômico de juros em outubro de 2007, utilizado no modelo. Já a regra Guidotti-Greenspan e a regra de importação não justificam a manutenção do saldo atual em reservas cambiais do país. Nesse sentido, o saldo de USD 170 bilhões em reservas (posição de 06/11/2007) estaria superdimensionado em USD 135 bilhões acima do valor de USD 35 bilhões indicado pela regra de importação e 2007. Já pela regra Guidotti-Greenspan, o excesso se traduziria em um montante de USD 120 bilhões.

Por fim, antes de se partir para uma proposta de parametrização para as reservas brasileiras, cabe ainda verificar a relação custo/benefício mais atentamente, como se propõe na seção seguinte.

### **5.6. Saldos Elevados em Reservas Cambiais: a Discussão dos Custos e Benefícios**

As reservas cambiais brasileiras chegaram aos USD 170 bilhões em 06/11/2007 em decorrência da política agressiva de compras de divisas pelo BC especialmente executada nos últimos doze meses, quando foram acumulados mais de USD 80 bilhões. Esse rápido crescimento das reservas e a ultrapassagem da barreira psicológica dos USD 100 bilhões em março de 2007 trouxeram ao debate a questão da conveniência da manutenção dessa política pela autoridade monetária.

Esta seção procura condensar a pesquisa relativa aos custos e benefícios do carregamento de saldos elevados das reservas internacionais brasileiras. Na verdade, pode-se considerar esta seção como uma complementação à fórmula proposta de Jeanne & Rancière (2006) utilizada na seção anterior que quantifica um valor ótimo de reservas considerando os custos envolvidos. Há custos e benefícios associados às reservas internacionais e essas variáveis devem ser consideradas na concepção e execução da política de compra e vendas de divisas pelos bancos centrais. Como o “seguro” representado pela manutenção de reservas tem benefícios marginais decrescentes enquanto o custo marginal mantém-se constante, subindo com o volume de reservas, a idéia é a busca de um ponto de equilíbrio na gestão externa precaucional do país<sup>89</sup>.

Essa discussão é cabível porque, como frisa Loyola (2007), não há um nível ótimo de reservas que a teoria econômica possa recomendar indistintamente aos bancos centrais, conclusão

---

<sup>89</sup> Há autores que consideram como custo de reservas apenas o custo decorrente da manutenção de um dado patamar ótimo de reservas. A partir daí, tudo o que fosse acrescido representaria um custo adicional. Entretanto, a presente análise engloba os custos e benefícios de todo o carregamento das reservas soberanas.

que transpareceu na comparação internacional desenvolvida na seção 5.3 anterior. Sobretudo, fatores estruturais e conjunturais alteram o nível desejável de reservas, considerando fatores como a inserção externa e a integração financeira da economia brasileira e dos demais países periféricos com o exterior para análise.

Um trabalho notório na avaliação do nível ótimo de reservas em países emergentes consiste na análise de custo e benefício das reservas cambiais de Hauner (2005). É relevante sua introdução do conceito de “custo de oportunidade” de manutenção das reservas. As reservas apresentam um custo de oportunidade fiscal porque os recursos imobilizados poderiam ser utilizados alternativamente para financiar o investimento público em capital fixo do país – podendo gerar uma falta de recursos para investimentos – ou para pagar a dívida externa e economizar em juros pagos ao exterior. O autor também examina o custo de oportunidade considerando a economia potencial associada a menores *spreads* decorrentes da acumulação de reservas. Conclui que a maioria dos países “lucrou” com essa política entre 1990-2001, passando a perder dinheiro a partir de 2002.

Entretanto, confrontando essa conclusão de Hauner (2005) com os dados disponíveis no *site* do FMI, essa generalização deve ser flexibilizada. Dado que a maioria dos países possui posição externa ativa em dólares, assumiu-se a taxa de juros dos EUA como valor de *yield* das reservas cambiais dos países cujos dados estão disponibilizados. Esse valor foi confrontado com a taxa de juros reais média que foi paga pelos países relacionados na emissão de títulos soberanos, usado como *proxy* para o custo de captação em cada país. Desse modo, pôde-se ter uma noção do retorno financeiro direto das reservas *vis-à-vis* o custo básico de captação e manutenção de saldos em reservas cambiais. Os valores em vermelho registram períodos de perda financeira. A tabela condensa os valores:

Tabela 8. Comparação entre Retorno e Custo de Captação Financeira das Reservas Cambiais e Países Selecionados (% ao ano, 2003/2007)

País	2003	2004	2005	2006	2007
EUA*	1,01	1,37	3,15	4,72	4,01
China	(2,71)	(3,03)	2,22	1,26	(2,26)
Malásia	1,57	0,20	(0,79)	0,13	1,30
Filipinas	1,90	(1,18)	(0,53)	0,95	(0,37)
Cingapura	(0,06)	(0,34)	0,73	2,13	(0,54)
Rússia	(5,94)	nd	nd	nd	nd
Turquia	13,94	11,59	nd	nd	10,49
Bolívia	6,41	2,88	(0,42)	0,25	(1,16)
Brasil	11,71	8,87	12,36	10,94	7,21
México	2,14	1,54	5,71	2,97	3,48

Fonte: International Monetary Fund, November 2007, p.49/50: *Treasury Bill Rates, International Financial Statistics*. Países selecionados nos dados disponibilizados pelos países-membros do FMI. \*: retorno médio ponderado de *Treasury bills* de 13 semanas; Nd = dado não disponível; 2007: estimativa com base em dados de juro nominal médio registrado em julho, agosto ou setembro. Inflação prevista para 2007 no *World Economic Outlook*, October 2007. Dados brutos no Apêndice III e IV. Os valores negativos significam taxa de juros negativa.

O ponto relevante para fins deste trabalho é que há países que obtêm retorno positivo com a política de acumulação de reservas, tendo em vista o custo de captação e carregamento de reservas ser diferenciado entre os países. Assim, o quadro permite verificar que a China foi um país que no período recente manteve um lucro em sua política de acumulação de reservas, ao praticar taxas de juros reais negativas ou menores do que o retorno propiciado pelos ativos aplicados em *treasury bills* americanas. Ainda que sua política seja considerada um “resíduo” de uma política mercantilista mais ampla, o fato é que um saldo positivo nessas operações corrobora a prática dessa política. Cingapura seguiu política semelhante, do mesmo modo que Malásia e Filipinas geram resultados positivos nessa política a partir de 2004.

Portanto, diante de cada contexto específico, não cabe concluir por custos excessivos das políticas de acumulação de reservas, no momento em que o retorno é maior do que o custo de carregamento. Por sua vez, pode-se entender que os países emergentes asiáticos não passam a perder dinheiro a partir de 2003 em aplicações em reservas soberanas, em contraposição à conclusão de Hauner (2005). Ao contrário, se se considerar essa política como um resíduo de políticas mercantilistas mais amplas, baseadas em intervenção na taxa cambial para incentivar o *drive* exportador, o retorno tende a ser bem mais amplo para a economia real.

Já a existência de diferenciais de juros mais amplos entre captação e aplicação das reservas em outros países como o Brasil não permite a mesma conclusão, ou uma defesa mais forte dessa política. Aliás, é nesse caso que se questiona por que, sendo tão custoso carregar reservas cambiais, segue-se a estratégia de elevá-las. Os juros praticados em países como México, até 2005, ao lado da Turquia e do Brasil a partir de 2002, corroboram a conclusão de Hauner (2005) de perda financeira decorrente dessa política de acumulação de reservas. Isso parece explicar a diferenciação entre a política de acumulação de reservas entre os blocos asiáticos e latino-americanos, dos quais os asiáticos possuem uma política mais ampla em termos de manutenção de saldos elevados, como se procurou mostrar na seção 5.3 anterior – em média, os saldos equivalem a quase 40% do PIB nos países daquela região, contra menos de 15% dentre as economias latino-americanas.

Essa perda financeira constitui a principal crítica ao acúmulo de reservas brasileiras. É uma estratégia com alto custo fiscal. Se se considerar que os custos não são desprezíveis, mas até considerados como o “orçamento” mais alto dentre os ministérios do governo, essa política claramente corrobora para a manutenção da alta carga tributária no país. Como já se frisou, o mecanismo começa com o BC comprando dólares no mercado e aplicando-os, basicamente, em títulos do Tesouro dos Estados Unidos (*T-Bonds*) – em agosto de 2006, mais de 85 % dos recursos eram mantidos em dólares americanos, segundo dados do Depin. Para pagar esses dólares e, ao mesmo tempo, retirar do mercado os reais despejados na compra para que não causem inflação, o BC vende títulos públicos, endividando o Estado em reais. Ou seja, o processo de compra de moeda

estrangeira tem como contrapartida a emissão de títulos da dívida pública no chamado processo de “esterilização” da moeda, para fins de manutenção da quantidade de moeda na economia e do nível dos preços internos<sup>90</sup>.

Isso significa que, desde a posição de USD 88 bilhões das reservas ao fim do 2006 até a posição de USD 170 bilhões (06/11/2007), a compra de USD 82 bilhões significou uma expansão da base monetária em algo em torno de R\$ 160 bilhões, o que foi enxugado pela colocação de títulos no mercado. Em termos absolutos, pode-se generalizar que o governo paga uma remuneração estimada de R\$ 18 bilhões ao ano por esses títulos, considerando uma taxa Selic de 11,25% ao ano. Enquanto isso, na aplicação das reservas, obtém uma receita em torno de R\$ 6,4 bilhões para esses USD 82 bilhões adicionais, considerando uma taxa de remuneração bruta de 4,5% ao ano vigente no mercado internacional e uma taxa cambial de R\$ 1,75. A diferença entre receita e despesa, de R\$ 11,6 bilhão, é o custo anual do acúmulo de reservas ocorrido em 2007, apenas.

Vale dizer, como paga juros mais altos em reais do que os que recebe pela aplicação dos dólares, a formação de reservas implica em custo fiscal para o setor público. Nessa tarefa, este é o custo em que incorre o BC. Portanto, o governo, através do gerenciamento das aplicações feitas pelo Depin, recebe juros internacionais na aplicação das reservas concentradas em dólares dos EUA, na casa dos 4,5% ao ano, e paga a taxa Selic na sua dívida interna, hoje em 11,25% ao ano. O *spread* resultante de 7,25% representa o custo fiscal bruto para o Brasil, diferencial que era ainda maior no passado recente. Em termos absolutos, isso significa que o Tesouro tem de gastar mais de USD 12 bilhões, ou R\$ 22 bilhões, para carregar todo o saldo de reservas de USD 170 bilhões por ano, o que representa quase 1% do PIB do país – patamar mais alto do que o apontado por Hauner (2005) como valor extremo superior de custo líquido de 0,4% do PIB, em um estudo com base em 100 países com dados para 1990/2004.

Além disso, há a questão da aplicação dos recursos públicos em um ativo que não apresentou poder de manutenção de valor no período, dada a forte desvalorização do dólar nos últimos meses<sup>91</sup>. Como Pastore & Pinotti (2007) ressaltam, a remuneração das reservas acaba sendo negativa nesse caso. Em 2006, por exemplo, o real se valorizou perto de 10% e a taxa nominal internacional de remuneração das reservas foi em torno de 5% ao ano, o que significa perda financeira no carregamento das reservas. Enquanto isso, o custo de esterilização manteve-se elevado, balizado pela taxa de juros real na economia brasileira, em torno de 8% ao ano. Assim, o

---

<sup>90</sup> As reservas de USD 170 bilhões em 06/11/2007, ou cerca de R\$ 300 bilhões a uma taxa de câmbio de R\$ 1,75, equivaliam a aproximadamente 2,5 vezes a base monetária do país, que era de R\$ 120 bilhões na posição de Setembro de 2007.

<sup>91</sup> Vide matéria “Compras do BC já superam USD 33 bi”, no Jornal Valor, de 03/05/2007. Ali, o jornalista Alex Ribeiro apresenta os dados da acumulação de reservas efetuadas em abril de 2007. Somente naquele mês, o acúmulo adicional de reservas internacionais, que subiram de US\$ 109,531 bilhões para US\$ 121,830 bilhões, provocou uma expansão de R\$ 21,392 bilhões na base monetária (dinheiro em circulação na economia), sendo o custo de carregamento igual a R\$ 1,5 bilhão. Ou seja, o custo anual do acúmulo de reservas ocorrido apenas com esse aumento realizado em abril.

custo fiscal é dado pela diferença entre a taxa real de juros doméstica e a taxa real de juros à qual as reservas são remuneradas.

Rodrik (2006) chama de custo social a manutenção das reservas internacionais para o conjunto dos países em desenvolvimento. Ao afirmar que “as nações em desenvolvimento estão pagando um preço extremamente elevado por jogar conforme as regras da globalização financeira”, o economista de Harvard ressalta que esse gasto representa muito mais do que é investido em programas de combate à pobreza, como no caso do México, que gasta o equivalente a 0,2% do seu PIB. No caso brasileiro, o principal programa social do governo, o Bolsa Família, representa um investimento de cerca de 0,5% do PIB. Para Dani Rodrik, os países emergentes radicalizam na acumulação de divisas porque a adoção de barreiras administrativas ou controles de capitais na gestão externa das economias adquiriu uma péssima conotação, como, por exemplo, a intervenção no mercado na forma de taxação de fluxos de capitais de curto prazo, ou uma política de “quarentena” ou prazos mínimos de internação de fluxos estrangeiros, *a la* experiência chilena nos anos 1990.

Mensurar esse custo social ou de oportunidade das reservas não é uma conta precisa em nível acadêmico. Da mesma forma, os benefícios associados à eventual redução de *spreads* pagos pelas empresas e governo em suas captações também não são de fácil objetivação. Já com relação aos custos fiscais efetivos no país, após a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101, de 04/05/2000) ficou mais fácil a verificação dos custos incorridos pelo BC em sua gestão das reservas soberanas. Hoje, a divulgação do custo de manutenção das reservas cambiais é feita trimestralmente como um item constante do balanço patrimonial do BC, nos termos do § 3º, do art. 7º, daquela norma legal. O custo de manutenção das reservas é calculado pelo BC como a diferença entre a taxa de rentabilidade das reservas internacionais e a taxa média de captação apurada pelo banco.

Segundo dados do balanço do BC, em 2006 o contribuinte pagou R\$ 16,9 bilhões para manter as reservas internacionais naquele ano: R\$ 4,9 bilhões no segundo semestre e R\$ 12 bilhões no primeiro semestre – o que representa um montante de recursos equivalente ao investimento anual do PAC em infra-estrutura de transporte no país<sup>92</sup>. Embora elevado, o custo representa aproximadamente metade dos R\$ 33,4 bilhões do ano anterior<sup>93</sup>. O BC argumenta, porém, que os ganhos envolvidos são mais representativos, ainda que sejam mais difíceis de mensurar, como a maior resistência a choques externos e a queda no custo das captações feitas por empresas no exterior – o que equivale, na visão de Rodrik, à transferência de renda do setor público para um

<sup>92</sup> Vide matéria “O conforto das reservas”, no Jornal Valor de 16/03/2007.

<sup>93</sup> Em 2005, o custo de manutenção das reservas foi bem maior porque houve valorização mais intensa do câmbio. O real se valorizou 8,81% em relação ao dólar e 23,44% em relação ao euro. O grosso do movimento da taxa de câmbio se concentrou no segundo trimestre - o que fez com que a remuneração das reservas ficasse negativa em 14,23%, e o custo de manutenção das reservas chegasse a R\$ 21,1 bilhões.



setor específico da economia, ou um custo que é dividido pelo conjunto da sociedade enquanto o benefício é usufruído por apenas um setor econômico – o próprio conceito de “custo social” de Rodrik (2006, p.9)<sup>94</sup>.

Para o ano de 2007, o quadro 6 condensa os resultados já divulgados pelo BC:

Quadro 6. Custo de Manutenção das Reservas Internacionais (Jan-Set/2007)

Período	Reservas Internacionais		Custo de captação (%)	Custo de Manutenção	
	Saldo Médio R\$ (mil)	Rentabilidade (%)		(%)	R\$ (mil)
1º trimestre	203.930.558	(2,63)	(2,02)	(4,65)	(9.482.771)
2º trimestre	257.475.621	(5,47)	(3,77)	(9,24)	(23.790.747)
3º trimestre	302.062.822	(0,90)	(1,92)	(2,82)	(8.518.172)
				Total	(41.791.690)

Fonte: Demonstrações financeiras do BC de 30/06/2007 e 30/09/2007. Obs. Por uma questão contábil, as operações com moeda estrangeira são convertidas pelo BC para fins de apuração do resultado operacional. Assim, as operações em moedas estrangeiras são convertidas para reais pela taxa vigente na data das operações. Mensalmente os ativos e passivos monetários em moedas estrangeiras são convertidos pelas taxas de câmbio do final do mês e os ganhos e perdas resultantes são reconhecidos no resultado. Ou seja, a variação cambial está considerada.

No 1º trimestre, os dados oficiais demonstram um saldo médio diário de R\$ 203 bilhões em reservas internacionais, apresentando rentabilidade negativa de 2,63%, já considerada a variação negativa do dólar frente ao real ocorrida no período. Como o custo de captação da Autarquia foi de 2,02%, o resultado líquido das reservas foi negativo em 4,65% (R\$ 9,4 bilhões). No 2º trimestre, as reservas internacionais médias de R\$ 257 bilhões apresentaram rentabilidade de 5,47%, já considerando a variação cambial positiva do real frente as principais moedas no período. Excluído o custo de captação do BC de 3,77%, o resultado líquido das reservas foi negativo em 9,24% (R\$ 23 bilhões). Já no 3º trimestre, o saldo médio diário de reservas foi de R\$ 302 bilhões, com rentabilidade negativa de 0,90%, já considerada a desvalorização do dólar frente ao real ocorrida no período. Excluído o custo de captação da Autarquia de 1,92%, o resultado líquido das reservas foi negativo em 2,82% (R\$ 8 bilhões). A perda do país com a manutenção das reservas apenas nos três primeiros trimestres de 2007 foi, portanto, de R\$ 41,79 bilhões. Esse patamar é superior à perda registrada nos anos anteriores, dado o maior volume de recursos em reservas cambiais<sup>95</sup>.

<sup>94</sup> Rodrik (2006) usa esse termo para se referir à manutenção de reservas em decorrência da captação externa das empresas privadas em uma economia, distinguindo-o do chamado “custo fiscal”, relacionado ao *spread* entre os juros dos títulos domésticos e a remuneração das reservas. A diferença entre juros dos títulos do governo e da captação externa das empresas (a menores taxas) equivale a uma transferência de renda do setor público para o privado, o que deveria ser avaliado sob um ponto de vista nacional. Dadas as taxas de juros internacionais menores do que as praticadas, via de regra, nas economias emergentes – que mantém um viés altista para a captação e manutenção de influxos de capitais internacionais em um contexto de livre movimentação financeira – pode-se considerar o custo das reservas como um subsídio (e uma externalidade) à captação externa do governo e grandes empresas no País.

<sup>95</sup> Ainda que sejam dados oficiais do BC, há estudos de economistas que apresentam cálculos distintos para os custos incorridos na manutenção de reservas cambiais pelo país. A matéria “Reservas custam mais de R\$ 100 bi ao País em 2 anos, no OESP de 24/10/2007, por exemplo, afirma que o custo de manutenção das reservas em 2006 foi de R\$ 42,7 bilhões, será de R\$ 68,7 bilhões em 2007 e de R\$ 37,1 bilhões em 2008. Os valores consideram a perda de valor das reservas devido à valorização do real e ao fato de a remuneração delas ser menor que o custo da dívida interna emitida por causa da compra de dólares.

Com relação às perdas causadas pela desvalorização das reservas mantidas em dólar, Cruz (2007) consolida os dados dos custos das reservas cambiais do país considerando a variação cambial dos últimos três anos, chegando numa perda total de R\$ 32,6 bilhões para o país. Atualizando seu cálculo, considerando em janeiro de 2004 o dólar era cotado pouco acima de R\$ 2,80 e hoje oscila em R\$ 1,75, verifica-se um prejuízo na manutenção dos recursos em dólar. Dado que, entre janeiro de 2004 e maio de 2007, o BC comprou USD 108,60 bilhões no mercado e gastou, para isso, R\$ 238,95 bilhões, de acordo com dados oficiais, isso equivale a uma cotação média de R\$ 2,20. De lá pra cá (06/11/2007), acrescentaram-se outros USD 61,2 bilhões, a uma taxa média aproximada de R\$ 1,90, o que significa um aporte de R\$ 116,28 bilhões. Com um dólar oscilando em torno de R\$ 1,75, isso significa uma perda adicional de R\$ 9,18 bilhões em relação ao que foi pago em média pelo BC nas compras de moeda estrangeira. No total, isso significa uma perda de R\$ 41,78 bilhões acumulada a partir de 2004 – uma média mensal de quase R\$ 890 milhões.

Entretanto, esse número deve ser contextualizado, na medida em que a desvalorização do dólar também produz efeitos sobre o total da dívida externa do país. Na medida em que a dívida externa denominada em moeda estrangeira também se torna menos onerosa em termos da moeda nacional, isso compensa a perda registrada com a aplicação de reais na manutenção das reservas, na mesma proporção. Enquanto o saldo de reservas não for superior ao total das dívidas com o exterior, a perda incorrida na desvalorização cambial das reservas é compensada por um ganho compensatório nas dívidas externas do país.

Por outro lado, o que se pode questionar é o fato de que as reservas são superiores ao total da dívida pública com o exterior, aí sim a desvalorização cambial das reservas acima daquele patamar representando um prejuízo para o Estado brasileiro. Esse ângulo é mais apropriado na medida em que se está analisando a estrutura de gastos públicos, uma entidade contábil autônoma e independente de outras personalidades privadas, aliás, uma prática contábil básica. Dado que a dívida externa pública está na faixa de USD 87 bilhões, conforme dados do Ipeadata, isso significa que a desvalorização do saldo do excesso de USD 83 bilhões em reservas não teve uma compensação positiva atrelada a uma desvalorização da dívida pública por ser justamente um valor mais alto do que a dívida externa soberana.

Considerando que o Brasil alcançou esse patamar ao final de 2006, praticamente toda a acumulação de USD 83 bilhões até 06/11/2007 e sua desvalorização cambial em torno de 12,5% registraram, realmente, uma perda líquida para o Estado da ordem de USD 10,4 bilhões no período apenas relacionada com a desvalorização cambial, compensada apenas parcialmente pela variação cambial da dívida pública externa. Esse é o custo cambial que se considera ser o mais indicado para fins de análise de custo-benefício das reservas brasileiras mantidas pelo país, que supera o impacto

positivo da desvalorização do dólar na dívida externa pública. Vale dizer, perdas cambiais acabam não sendo cobertas por ganhos equivalentes na posição de passivos externos.

De qualquer forma, os dados do BC já contemplam a variação cambial de todo o saldo aplicado em reservas, sendo o custo estimado de manutenção das reservas de R\$ 41,79 bilhões até setembro de 2007. Somando a esse custo verificado em 2007 o total aplicado em reservas em 2007 de R\$ 164 bilhões, isso significa que o BC utilizou R\$ 205 bilhões de recursos públicos em 2007 direcionados à sua política de acumulação de reservas. Isso representa mais de 20% do estoque da dívida pública do governo federal, de R\$ 987 bilhões ao final de setembro de 2007, conforme dados do Ipeadata. Agora, se se comparar o total mantido em reservas hoje de algo em torno de R\$ 300 bilhões, isso representa 30% do estoque da dívida pública federal. É sobre esse valor que se poderia reduzir na mesma magnitude o estoque de dívida pública, considerando a política de esterilização da moeda via colocação de títulos públicos. Por conseguinte, implementar-se-ia um viés baixista sobre as taxas de juros praticadas na economia brasileira, no momento em que se reduz a necessidade de financiamento do Estado brasileiro, ao mesmo tempo em que se direciona a economia à redução da carga tributária no país.

#### **5.6.1. A Estimativa dos Benefícios**

Em contrapartida aos custos, deve-se olhar os benefícios da política de acumulação de reservas. Diferentemente dos custos, que são os únicos dados oficiais divulgados pelo governo a respeito das reservas internacionais, seus benefícios não são divulgados nem são tão fáceis de calcular, dada a subjetividade maior envolvida.

De sua parte, o Tesouro não divulga dados relativos aos ganhos oriundos da desvalorização da dívida externa, denominada em moeda estrangeira. Enquanto o BC carrega os ativos em moeda estrangeira do governo - as reservas -, o Tesouro carrega os passivos, representados pela dívida externa. Quando a moeda se valoriza, a contabilidade do BC registra perda, como tem ocorrido nos últimos anos, mas o Tesouro deve registrar um ganho. Se houvesse uma contabilidade que incluísse todos ativos e passivos do governo, poder-se-ia concluir mais facilmente por um resultado líquido do custo de manutenção das reservas, que seria menor.

Do mesmo modo, os ganhos do acúmulo de reservas extrapolam aspectos puramente contábeis. O país teria benefícios adicionais, de difícil mensuração, como a redução de vulnerabilidade a crises, a queda do risco-país e do custo de captação de empresas privadas e do financiamento do próprio Tesouro. Como Ming (2007) identifica, há, na verdade, quatro vantagens principais provenientes do fortalecimento das reservas:

- a maior blindagem da economia frente a crises externas;
- o aumento da confiança na qualidade da economia;

- a antecipação do grau de investimento; e,
- um retardamento no processo de valorização do real.

Por um lado, o benefício das reservas se traduz em evitar crises de liquidez como as que o país experimentou no passado recente. Nos últimos 25 anos, o Brasil teve cinco crises de liquidez, perdendo em média 4% do PIB<sup>96</sup>. Isso significa uma probabilidade histórica de ocorrência de crise de 20% ao ano. Caso a manutenção de reservas se traduza na mitigação desse risco, isso significa um benefício da manutenção de reservas na ordem de 0,8% do PIB anual, ou cerca de USD 10 bilhões em benefício potencial<sup>97</sup>.

Com relação a choques externos, Nogueira (apud Chiarini, 2007) observou que, nas recentes turbulências internacionais em 2007, países emergentes, como o Brasil, foram pouco atingidos e tiveram aumento de ingresso de recursos, enquanto o centro da crise financeira esteve nos EUA e até se registrou uma corrida bancária na Inglaterra, com forte intervenção do *Bank of England* injetando recursos de última instância no banco *Northern Rock*. De qualquer forma, esse seria um benefício que poderia ser mensurado através dos dados históricos, como efetuado por Jeanne & Rancière (2005). O próprio episódio recente da crise de 2007 pode ser ilustrativo pois não houve, como consequência das crises internacionais, queda nos investimentos, na produção, no emprego nem no consumo. A redução da probabilidade de crises externas afetarem o país tem valor imenso, mesmo que subjetivo. Nesse caso, um custo de carregamento de reservas de USD 170 bilhões, a um *spread* médio de 7,25% ao ano, resultando em USD 11,9 bilhões anuais – menos de 1% do PIB – seria menor do que a mitigação de uma crise econômica que foi evitada, de proporção dessa magnitude para cima.

Naturalmente que esse fato não se associa apenas à política de acumulação de reservas, aumentando os ativos líquidos do país, mas a toda a gestão externa da economia brasileira. O BC, ao lado do carregamento de reservas, também procedeu a uma redução do endividamento público externo nos últimos anos. Com reservas em caixa, quitou-se em 2005 a dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI), e, em 2006, o Tesouro pagou a dívida junto ao Clube de Paris, totalizando USD 22 bilhões. Concluiu-se ainda a recompra de quase todos os títulos da dívida em mercado, reestruturada nos termos do Plano Brady, em mais USD 15 bilhões<sup>98</sup>. O perfil da dívida externa também foi alongado, desconcentrando os pagamentos. Essas operações representaram redução de USD 37 bilhões de dívida concentrada entre 2006 e 2024 e reduziram em USD 8,5 bilhões os fluxos de pagamentos no período, passos possíveis pela liquidez de moeda estrangeira disponível no mercado cambial brasileiro. Além de reservas robustas, em 2006 o BC colocou R\$ 20

---

<sup>96</sup> Vide matéria “Transparência para a política de reservas?”, no jornal Valor, de 13/03/2007, Coluna Opinião, de Igor Barenboim. O economista indica como valor ótimo o montante de USD 110 bilhões em reservas cambiais para o país.

<sup>97</sup> PIB estimado pelo FMI em USD 1,295 trilhão para 2007.

<sup>98</sup> Vide matéria “BC vai diversificar aplicação de reservas”, no jornal Valor, de 03/03/2007.

bilhões em *swaps* reversos, que seriam uma primeira linha de absorção de choque em caso de crises externas.

Mais reservas traz também uma redução do *spread* da dívida externa brasileira. Supondo que toda a variação do *spread* do risco-país seja explicado pelo aumento das reservas no período, isso equivale a uma redução do *spread* em 100 pontos básicos, mais USD 2,35 bilhões em benefícios anuais podem ser computados, pela redução de custo associado sobre a dívida externa total do país, para a posição de julho de 2007. Já com relação à mitigação de um processo de valorização cambial, como o verificado no país no período recente, também não existem estimativas objetivas do efeito do acúmulo de reservas sobre a taxa cambial. Esse é um ponto controverso, pois há economistas que defendem a neutralidade da política de acumulação de reservas esterilizadas sobre a taxa de câmbio<sup>99</sup> <sup>100</sup>. Nesse sentido, opta-se por quantificar apenas os benefícios citados anteriormente.

Nesses termos, o benefício anual das reservas acaba estimado em cerca de USD 12,35 bilhões anuais, diante de um custo de manutenção anual do patamar atual de reservas estimado com um *spread* de 7,25% equivalente a USD 11,9 bilhões. Se se somar a isso uma desvalorização cambial das reservas da ordem de 12,5% sobre as reservas que ultrapassam o patamar da dívida externa pública, o custo incorrido nesse caso em 2007 é acrescido em mais USD 10,4 bilhões. Nesse caso, o descasamento de moeda da posição externa do país significou que esse risco cambial foi excessivo. Dessa forma, não há espaço para uma maior acumulação de reservas soberanas, sobretudo em um contexto previsto de manutenção da valorização do real, dada a continuidade dos superávits na conta corrente e no ingresso dos fluxos financeiros, favorecendo o fortalecimento da moeda nacional.

---

<sup>99</sup> O próprio FMI (2007), no capítulo 3 de seu *World Economic Outlook* de outubro de 2007, diz que acumular divisas para evitar uma valorização excessiva da moeda local em relação ao dólar é uma medida ineficaz, a qual tornaria ainda mais complicada a gestão da política econômica e geraria outros custos indesejáveis. Vide a matéria “Reserva elevada é equívoco, diz FMI”, no *Jornal Valor*, de 10/10/2007.

<sup>100</sup> No mesmo sentido, Eliana Cardoso expõe que um banco central pode apenas influenciar as oscilações do câmbio comprando e vendendo reservas internacionais, ma não pode contrabalançar movimentos especulativos apenas variando suas reservas, porque o poder de fogo do mercado é maior do que o dele. Vide matéria “No país das maravilhas”, em sua coluna semanal no *Jornal Valor*, de 31/05/2007.

## **6. Considerações Finais**

As questões econômicas, ao envolverem visões de mundo diferentes, são sempre controversas, o que explica a existência de falta de um paradigma único na ciência econômica. Em temas de política econômica, esse fato tende a ser mais acentuado, pois envolve a subjetividade da decisão política sobre os fatos e relações econômicas. Assim, as políticas econômicas, ao demandarem escolha de objetivos e dos instrumentos para alcançá-los, são ainda mais controversas. A acumulação de saldos cambiais elevados insere-se nesse contexto. O consenso a respeito parece se limitar ao fato de que esse é um tema atualmente importante no gerenciamento macroeconômico especialmente no âmbito das economias em desenvolvimento.

Como reconhece o BIS (2007, p.93), medir a adequação das reservas hoje com precisão é naturalmente um trabalho difícil, dado que, em diversas economias, o estoque de reservas parece estar bem acima das medidas de adequação baseadas apenas em considerações de liquidez. Verificou-se que a acumulação de reservas tem sido uma característica marcante dos países emergentes nos últimos anos e o Brasil não fugiu à regra. Uma observação importante, hipótese de trabalho e ao mesmo tempo conclusão do estudo, é de que não há manual que defina até que ponto seja bom continuar acumulando reservas.

Nessa linha de estudo, questionou-se se os saldos elevados de reservas do país seriam um colchão suficiente para prevenir uma queda da absorção doméstica, na hipótese de um abrupto e forte colapso da liquidez internacional. Nessa avaliação, considerou-se o tamanho e a composição da dívida externa, o regime cambial de taxas flutuantes, a experiência nos demais países com inserção externa similar. A conclusão mais geral é de que o Brasil já possui um nível confortável de reservas internacionais. A recente crise financeira internacional constituiu uma evidência de que o atual volume de reservas seja suficiente para cumprir seu papel de “seguro” ou de blindagem da economia. Entretanto, há evidências de que as reservas internacionais do país já sejam mais do que suficientes e estejam em um patamar até elevado. O custo de tal seguro indica a conveniência de reavaliação da continuidade da política de acumulação de saldos elevados em reservas cambiais, o que se procurou fazer sobretudo no capítulo anterior.

A comparação internacional desenvolvida na seção 5.3 indicou que as reservas brasileiras basicamente estão em um patamar razoável no bloco de países em desenvolvimento. O desenvolvimento desse ponto foi importante para frisar que, embora hoje as reservas brasileiras tenham um nível elevado se comparado com o nosso próprio histórico, num mundo estruturalmente cada vez mais globalizado em termos de transações econômico-financeiras, é praticamente improdutivo efetuar uma comparação apenas singular, à parte do contexto de inserção internacional, ainda que não se possa definir um nível ótimo de reservas que a teoria econômica possa recomendar indistintamente aos bancos centrais. Hoje, as reservas representam cerca de 13% do PIB brasileiro,

nível levemente superior ao chileno, mas inferior ao mantido pela Rússia e Coréia, por exemplo, que flutua em torno de 30%. No limite, haveria espaço para um aumento do seu nível atual. A tabela 9 procura consolidar os principais números envolvidos na avaliação efetuada:

Tabela 9. Comparação Internacional das Reservas Cambiais (2007)

País	Reservas (USD bilhões)	Reservas (% PIB)	Relação Reservas/ Fluxos financeiros internacionais	Relação Reservas/ Obrigações externas
China	1.561,44	48,07	3,79	13,59
Rússia	414,80	33,9	2,06	4,38
Coréia	258,91	27,26	2,15	1,67
Índia	224,41	20,59	3,10	3,61
Brasil	170,00	13,12	0,98	0,94
Malásia	99,80	60,5	2,41	11,45
México	79,44	8,96	1,83	0,70
Turquia	71,78	14,89	1,30	1,33
Indonésia	51,27	12,5	1,71	1,52
Argentina	43,78	17,63	1,57	0,41
Filipinas	25,65	18,18	1,48	1,08
Peru	21,63	21,31	2,80	1,20
Colômbia	20,38	11,87	1,21	1,37
Venezuela	18,84	8,3	1,59	Nd
Chile	18,81	11,7	0,68	1,89
Bolívia	2,75	24,54	0,69	2,15
Média	192,73	22,08	1,83	3,22

Fonte: elaboração do autor, com base na seção 5.3.

A regra Guidotti-Greenspan recomenda que o nível de reservas esteja num patamar bem mais modesto, em algo em torno de USD 50 bilhões, para fazer frente aos compromissos de curto prazo. Lembrando que o PIB brasileiro estimado pelo FMI (2007) é da ordem de USD 1,3 trilhão, esse volume representaria menos de 4% do produto do período. Também é um valor mais próximo da regra de importação vigente, a qual situa o patamar das reservas em USD 35 bilhões, distante do saldo atual de reservas de USD 170 bilhões (06/11/2007). Nesse sentido, a conclusão, através desses parâmetros, é de excesso de reservas internacionais. O saldo de USD 170 bilhões em reservas (posição de 06/11/2007) estaria superdimensionado em USD 135 bilhões acima do valor de USD 35 bilhões indicado pela regra de importação e 2007. Já pela regra Guidotti-Greenspan, o excesso se traduziria em um montante de USD 120 bilhões. Frise-se que as reservas atuais passaram a representar mais de três vezes (316%) a dívida externa de curto prazo, um incremento de quase 80% ou USD 70 bilhões em relação a dezembro de 2006.

Uma conclusão está em que o BC parece perseguir o total de dívida externa, de USD 235 bilhões, aí incluídos os dois passivos, o do setor público e o do setor privado, como meta discricionária de acumulação de reservas cambiais. Como hoje o montante acumulado alcança USD 174 bilhões (posição de 19/11/2007), faltam, ainda, USD 61 bilhões para a equivalência, o que parece ser plenamente alcançável no curto prazo, haja vista o ritmo de compras diárias da autoridade monetária.

Por sua vez, o esforço traduzido pela equação de Jeanne & Rancièrè conclui que o nível ótimo de reservas para o país é cerca de 11,50% do PIB. Isso equivale, com base na projeção do PIB do Brasil pelo FMI em 2007, a um saldo atual, em dólares, aproximado de USD 150 bilhões. Dadas as fortes compras do BC deste ano, o patamar atual de USD 170 bilhões (posição de 06/11/2007) já está mais de 13% acima do nível ótimo estimado.

A discussão seguinte sobre custos e benefícios procurou complementar os parâmetros anteriores. Da mesma forma, verificou-se que não há espaço para uma maior acumulação de reservas soberanas, sobretudo em um contexto previsto de manutenção da valorização do real, com a continuidade dos superávits na conta corrente e no ingresso dos fluxos financeiros, favorecendo o fortalecimento da moeda local. Uma opção para a manutenção de altos saldos em reservas cambiais poderia passar pela redução do custo de carregamento das reservas, através da redução do *spread* entre a taxa de juros internacional básica e a taxa Selic brasileira nos últimos anos. Isso permitiria ao país adotar uma política externa com efeitos financeiros diretos positivos, a exemplo da experiência de países asiáticos, em especial a China. Vale mencionar, porém, que seu benefício marginal está diminuindo, como apontando por Loureiro & Jensen (2007), e que o atual patamar de reservas fica cada vez menos justificável daqui em diante.

Uma conclusão importante passa pelo fato de que o BC utilizou R\$ 205 bilhões de recursos públicos em 2007 direcionados à sua política de acumulação de reservas, o que representa mais de 20% do estoque da dívida pública do governo federal de R\$ 987 bilhões – posição de final de setembro de 2007, conforme dados do Ipeadata. Esses recursos poderiam, entretanto, ser utilizados na redução em mesma magnitude do estoque de dívida pública. Por conseguinte, poder-se-ia implementar um viés baixista sobre as taxas de juros praticadas na economia brasileira, no momento em que se reduz a necessidade de financiamento do Estado brasileiro e se direciona a economia à redução da carga tributária vigente no país. Manter-se-ia, ainda, a posição de reservas equivalente à dívida externa pública, maior do que os compromissos de curto prazo do país.

Por outro lado, a mitigação da vulnerabilidade externa do país poderia se traduzir na redução das obrigações externas de curto prazo, o que reduziria a necessidade de acumulação de reservas, sob uma ótica precaucional. Outra saída pode estar no tipo de aplicação das reservas internacionais do país. Acima de um patamar ótimo que se tem discutido para disponibilizar moeda estrangeira para a constituição de um fundo soberano, a exemplo do que outras economias emergentes têm feito, um fundo poderia significar aplicações financeiras com risco maior mas, ao mesmo tempo, rentabilidade maior, o que maximizaria a relação custo-benefício dessa política. Essa poderia constituir uma saída para a utilização do atual superávit em moeda estrangeira, com reservas crescentes no país.



O objetivo do trabalho foi sugerir opções e constituir uma proposta para o aprimoramento da política de reservas cambiais do país, com base tanto em modelos e regras indicadas pela literatura quanto pela experiência dos demais países com inserção externa semelhante. O modelo de Jeanne & Rancière pode ser indicado à autoridade monetária como equação a definir um nível ótimo das reservas soberanas brasileiras, aproximando os parâmetros utilizados na equação à própria realidade do país. Um nível mínimo poderia ainda ser proposto com base na regra Guidotti-Greenspan em substituição à regra de importação vigente. Essa mudança atualizaria a política de carregamento de reservas cambiais tanto no que diz respeito à experiência em outras economias como pelo fato de que a preocupação externa da economia brasileira passa pela conta de capitais e não mais pela conta corrente, como foi no passado.

Naturalmente, o assunto não se esgota nessas poucas páginas. Todavia, entende-se que a pesquisa consolidada neste texto apresenta avanços sobre a política atual do país, no momento em que pode proporcionar um guia para os *policymakers* na gestão externa do país. Entretanto, não se pode deixar de recomendar o aprofundamento dessa linha de pesquisa exploratória, que passa pela continuidade do estudo do papel preventivo das reservas em reduzir a probabilidade e a severidade de *sudden stops*. Há que se considerar também que o mundo vive um momento inédito em termos de sua história financeira. Nesse contexto, os precedentes históricos que baseiam os cálculos da probabilidade e severidade de crises financeiras podem não ser compatíveis com a atual profundidade da integração financeira mundial, o que indica um amplo campo para a pesquisa exploratória – a probabilidade de ocorrência e o tamanho de um próximo choque de liquidez são de muito difícil antecipação, o que dificulta a precisão em definir o patamar ótimo de reservas.

Por fim, é preciso citar Loyola (2007), ao lembrar que nada deve ser feito a qualquer custo em política econômica. Políticas econômicas são uma questão de escolha e todas as alternativas apresentam custos e benefícios. Cabe aos decisores optar pela melhor relação de longo prazo possível. *Alia jacta est*.

## Referências Bibliográficas

AIZENMAN, J. **Financial Liberalization in Latin America in the 1990s: A Reassessment**. The World Economy, Vol. 28, No. 7, pp. 959-983, July 2005

AIZENMAN, J., LEE, Y., RHEE, Y. **International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: policy considerations an case study of Korea**. NBER Working Paper 10.534. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004.

AIZENMAN, J., MARION, N.P. **International Reserves Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection**. Santa Cruz Center for International Economics, Working Paper Series 1014, Center for International Economics, UC Santa Cruz, 2004; e Economic Journal 114, 569–91, 2004

AIZENMAN, J.; LEE, J. **International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence**. Working Paper 05/198. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005.

AIZENMAN, J; MARION, N. The high demand for international reserves in the Far East: what's going on? **Journal of the Japanese and International Economies** 17, 370–400, 2003.

ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.23, n.3, p.151-54, jul/set 2003a.

ARTETA, C.; EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. **On the growth effects of capital account liberalization**. 2001. Disponível em [http://sapid.tau.ac.il/papers/sapid\\_conferences/Eichengreen\\_Wyplosz.pdf](http://sapid.tau.ac.il/papers/sapid_conferences/Eichengreen_Wyplosz.pdf). Acesso em: 27 abr. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Administração das Reservas Internacionais**. Brasília: ago. 2006. Departamento de Operações das Reservas Internacionais. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 29 mai. 2007.

\_\_\_\_\_. **O Banco Central do Brasil e suas funções**. Brasília: mar. 2006. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 29 mai. 2007.

\_\_\_\_\_. **Notas explicativas ao Balanço de Pagamentos compilado de acordo com as normas estabelecidas na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NotasExplBPM5.pdf>. Acesso em: 01 nov 2007.

\_\_\_\_\_. **Boletim do BC**. Relatório mensal de outubro/2007. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 02 nov. 2007.

- \_\_\_\_\_. **Demonstrações Financeiras Sintéticas Intermediárias.** Balanço Patrimonial de 30/06/2007. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200706/junho2007.pdf>. Acesso em: 19 nov 2007.
- \_\_\_\_\_. **Balanço Patrimonial de 30/09/2007.** Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200709/setembro2007.pdf>. Acesso em: 19 nov 2007.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. **77th Annual Report.** Cap. V. Foreign exchange markets. 24 June 2007. Disponível em: <http://www.bis.org>. Acesso em: 30 out 2007.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C.R.; LUNDBLAD, C. **Growth volatility and equity market liberalization.** Durham: Duke University, 2002 (Working Paper). Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303175](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303175). Acesso em: 07 jun. 2005.
- BEN-BASSAT, A.; GOTTLIEB, D. Optimal international reserves and sovereign risk, **Journal of International Economics**, vol. 33, pp. 345-362, 1992.
- BIANCARELI, A.M. **Liberalização financeira e política econômica no Brasil recente: três momentos e duas visões.** IX Encontro Nacional de Economia Política, 2004. Disponível em [www.sep.org.br](http://www.sep.org.br). Acesso em 05/09/2005.
- BORDO, M.; FLANDREAU, M. **Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization.** NBER Working Paper n. 8584, November, 2001.
- BORDO, M.; EICHENGREEN, B. **Crises now and then: what lessons from the last era of globalization?.** NBER, 2002. (NBER Working Paper 8716). Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- BUSSIÈRE, M.; MULDER, C. **External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion.** IMF Working Paper n. 99/88. July, 1999. Disponível em: <http://www.imf.org>. Acesso em: 04 abr. 2007.
- CABALLERO, R. J.; PANAGEAS, S. **Contingent Reserves Management: An Applied Framework,** NBER Working Paper, n. 10786, National Bureau of Economic Research, 2004.
- CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. **Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls.** Washington: IMF Research Department, 1997. (Working Paper, 115/1997). Disponível em: <http://www.imf.org>. Acesso em: 14 fev. 2005.
- CALVO, G.; REINHART. C. Fear of floating. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v.117, n.2, p.379–408, May 2002.

CHACHAMOVITZ, S.S. **Globalizacao e fluxo de capitais**: riscos potenciais. *Jornal Valor*, de 20/06/2007. Disponível em: <http://www.andima.com.br>. Acesso em: 20 jun 2007.

CHIARINI, A. Economista defende novo fundo. São Paulo: *Jornal Gazeta*, 07 nov 2007. Disponível em: <http://www.andima.com.br>. Acesso em: 07 nov 2007.

CRUZ, N. País perde R\$ 32,6 bi com aumento das reservas no BC. *Jornal Folha de São Paulo*. São Paulo: 06 set 2007. Disponível em: <http://www.andima.com.br>. Acesso em: 07 set 2007.

CUNHA, André Moreira. **Reformas na Arquitetura Financeira Internacional**: Novidades no *Front?* Porto Alegre, 2004 (mimeo).

CUNHA, A.M. Resenhas. In **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 1 (97), janeiro-março/2005. p. 153-155.

CUNHA, A.M.; PRATES, D. **A Instabilidade Financeira nos anos 90**: algumas implicações para as economias capitalistas periféricas. Anais do III Encontro da Sociedade de Economia Política, Porto Alegre, 1999.

CUNHA, A.; PRATES, D.; BIANCARELI, A. **Os desequilíbrios da economia internacional**: uma análise crítica do debate recente. 2006 (mimeo)

DAVIDSON, P. (2003). **The Future of International Financial System**. Conference on the Future of Economics, Cambridge University, September, 18. Disponível em: <http://econ.bus.utk.edu/davidson/cambridgepaper.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2007.

DE BEAUFORT WIJNHOLDS, J. O.; KAPTEYN A. **Reserve Adequacy in Emerging Market Economies**, IMF Working Paper, n. 143, 2001.

DE GREGORIO, J.; LEE, J.W. **Growth and Adjustment in East Asia and Latin America**. Working Paper n.17. December 2003. Disponível em: [http://www.iadb.org/laeba/downloads/WP\\_17\\_2003\\_GregorioLee.pdf](http://www.iadb.org/laeba/downloads/WP_17_2003_GregorioLee.pdf). Acesso em: 05 jun. 2007.

DOOLEY, M. P., GARBER, P. Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System. **Brookings Panel on Economic Activity**, Mar 31-Apr 1, 2005. ([http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea\\_macro/forum/papers.htm](http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/papers.htm)).

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods System**. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper n. 9971).

\_\_\_\_\_. **The Revived Bretton Woods System**: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.332), 2004.

\_\_\_\_\_ **The US Current Account Deficit and Economic Development:** Collateral for a Total Return Swap. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.727), 2004c.

\_\_\_\_\_ **International Financial Stability**, Deutsche Bank, 2005. Disponível em: <http://econ.ucsc.edu/~mpd/>. Acesso em: 01 mar. 2007.

EDWARDS, S. **Financial Openness, Sudden Stops, and Current Account Reversals**, NBER Working Paper No. 10277 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research), 2004.

EDWARDS, S. **Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops**, IMF Staff Papers, n. 51, Special Issue, 2004.

EDWARDS, S. **Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals**. NBER Working Paper No. 11170, 2005.

EDWARDS, S. **Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability**. NBER Working Paper No. 12852,. January, 2007. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 29 mar. 2007.

EICHENGREEN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ, C. Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. **The Economic Journal**, Oxford, v.105, p.162-172, 1995.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. **Currency Mismatches, Debt Intolerance And Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters**. NBER Working Paper n. 10036. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10036>. Acesso em: 27 abr. 2005.

EICHENGREEN, B. **Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?**, Working Paper 36, Working Paper Series, Banco Central do Brasil, February, 2002.

EICHENGREEN, B. **The dollar and the new Bretton Woods System**. Dezembro, 2004. Disponível em: [www.econ.berkeley.edu/~eichengr/](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/). Acesso em: 25 fev. 2007.

EICHENGREEN, B. **Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods**, NBER Working Paper n. 10497. May, 2004.

EICHENGREEN, B. **Global Imbalances: the blind men and the elephant**. Issues in Economy Policy No.1, January, 2006. Disponível em: [http://www.brookings.edu/views/papers/200601\\_iiep\\_eichengreen.htm](http://www.brookings.edu/views/papers/200601_iiep_eichengreen.htm). Acesso em: 25 fev. 2007.

EICHENGREEN, B., PARK, Y. C. **Global Imbalances: implications for emerging Asia and Latin America**. IADB Annual Meetings Seminar, Madrid, 15-16 May, 2006. Disponível em: <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/>. Acesso em: 15 jan. 2007.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **The accumulation of foreign reserves.** International Relations Committee Task Force. Occasional Paper Series n. 43, February, 2006.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia.** 3<sup>a</sup>. edição. São Paulo: Saraiva, 2001.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK. Recycling petrodollars. In **Current Issues in Economics and Finance.** Vol.12, n.9, December, 2006. Disponível em: [www.newyorkfed.org/research/current\\_issues](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues). Acesso em: 14 jan. 2007.

FELDSTEIN, Martin. A Self-Help Guide for Emerging Markets. **Foreign Affairs**, March/April 1999. Disponível em: <http://www.nber.org/feldstein/fa0399.html>. Acesso em: 03 mar. 2007.

FISCHER, S. **How to avoid international financial crisis and the role of the international monetary fund.** Preparado para o 15<sup>th</sup> Annual Cato Institute Monetary Conference, Oct.14, 1997, Washington, DC. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1997/101497.htm>. Acesso em: 16 jun. 2005.

FISCHER, S. **Opening Remarks at the IMF/World Bank International Reserves: Policy Issues Forum,** Washington DC, April 28, 2001. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm>. Acesso em: 04 mar. 2007.

FISCHER, S. **Financial crises and reform of the international financial system.** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002. (Working Paper, 9297). Disponível em: <http://www.nber.org>. Acesso em: 15 jun. 2005.

FLOOD, R.; MARION, N. Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility, **IMF Working Paper**, n. 62, 2002.

FREITAS, M.C.P.de; PRATES, D.M.. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia & Sociedade**, Campinas, v.17, p.81-111, 2001.

GARCIA, M. Dívida pública e reservas cambiais. São Paulo: Jornal **Valor**, 28 set 2007. Coluna Opinião.

GARCÍA, P.; SOTO C. **Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?** Working Paper for the VIII Annual Conference of the Central Bank of Chile, Banco Central de Chile, 2004.

GREENSPAN, A. **Currency Reserves and Debt.** Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D.C., April 29, 1999.

GRIMES, A. International Reserves under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained, **The Economic Record**, v. 207, 1993.

GRUBEL, H. G. The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature, **Journal of Economic Literature**, v. 9, 1971.

GUIDOTTI, P. E.; STURZENEGGER, F.; VILLAR, A. On the Consequences of Sudden Stops, **Economia**, Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association (Spring/2004), 2004.

HAUNER, D. A Fiscal Price Tag for International Reserves. **IMF Working Paper** WP/05/81, April 2005. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0581.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2007.

HELLER, H. R. Optimal International Reserves, **Economic Journal**, v. 76: 296-311, 1966.

HELLER, H. R.; KHAN, M. S. The Demand for International Reserves Under Fixed and Floating Exchange Rates, **IMF Staff Papers**, n. 25, International Monetary Fund, 1978.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994

HOFF, C.; SOUZA, F. O regime cambial brasileiro: flutuação genuína ou medo de flutuação? **XX Encontro de Nacional de Economia da Anpec**, de 9 a 12 de dezembro de 2004. Porto Seguro, BA.

HVIDING, K.; NOVAK, M.; RICCI, L. **Can higher reserves help reduce exchange rate volatility?** IMF WP 04/189, Outubro, 2004.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **The IMF's Response to the Asian Crisis**, International Monetary Fund, October, 1999.

IMF. **Are foreign exchange reserves in Asia too high?** In World Economic Outlook, September 2003. Washington DC: International Monetary Fund. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/pdf/chapter2.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2007.

IMF. **Exchange arrangements and exchange restrictions, annual report**. Washington, D.C., 2003.

IMF. Accumulation of Reserves and Reliance on Local Markets. **Global Financial Stability Report September 2004**, pp. 141–59 (Washington: International Monetary Fund), 2004.

IMF. **Reaping the benefits of financial globalization**. IMF Research Department. Washington: International Monetary Fund. June, 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.pdf>. Acesso em: 30 out 2007.

IMF. **World Economic Outlook**. IMF Research Department. Washington: International Monetary Fund. October, 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/index.htm>. Acesso em: 01 nov 2007.

INSTITUTO DE PESQUISAS APLICADAS. 2005. Conteúdo disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 15 dez. 2005.

JEANNE, O.; RANCIÈRE, R. **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications**. IMF Working Paper 06/229

KAMINSKY, G.L. & REINHART, C.L. The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems, 1999. **American Economic Review**, Nashville, TN, v.89, n.3, p.473-500, 1999.

KAMINSKY, G.L.; SCHMUKLER, S.L. **Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization**. Washington, DC: World Bank, 2002.

KREGEL, J.A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n.7, p.29-49, dez. 1996.

KUMHOF, M. Sterilisation of short-term capital inflows – through lower interest rates? **Journal of International Money and Finance**, vol 23, pp 1209–21. 2004. Disponível em: <http://www-econ.stanford.edu/faculty/workp/swp00018.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2007.

KUNT, A. & DETRAGIACHE, E. Financial Liberalisation and Financial Fragility. In: ANNUAL BANK CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS, Washington, 1998. **Proceedings of Annual Bank Conference on Development Economics**. Washington, DC: World Bank, 1998, p.20-21.

LAAN, C.v.d. **Liberalização da conta capital: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990/2005)**. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2006. Dissertação (Mestrado Acadêmico em Economia).

LACERDA, A. O papel das reservas na crise. Jornal **Valor**. São Paulo: 02 outubro 2007. Disponível em: <http://www.andima.com.br>. Acesso em: 02 out. 2007.

LEE, J. 2004. **Insurance value of international reserves**. Working Paper 04/175. Washington, DC: International Monetary Fund.

LOPES, D. **Reservas Internacionais como uma defesa contra Sudden Stops: um estudo empírico**. Rio de Janeiro: PUC, Dissertação de Mestrado, 2005. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/Tm01-04.html>. Acesso em: 14 jan. 2007.



LOUREIRO, G.; JENSEN, J. Câmbio: qual é o real objetivo do Banco Central? **Jornal Valor**. São Paulo: 09 julho 2007. Disponível em: [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br). Acesso em: 09 jul. 2007.

LOYOLA, G. Reservas internacionais: uma questão de custo-benefício. **Valor**, São Paulo, 05 março 2007. Disponível em: [www.andima.com.br](http://www.andima.com.br). Acesso em: 05 mar. 2007.

MAURO, P.; OSTRY, J. International Capital Flows: Putting Financial Globalization to Work. **IMF Survey Magazine**: IMF Research. Washington, IMF Research Department. August 16, 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES0816A.htm>. Acesso em: 29 out 2007.

MARTINS, U. **EUA**: Um déficit insustentável. Disponível em: <http://www.galizacig.com/index.html>. Acesso em: 29 out 2007.

McHALE, J. **Capital account convertibility and capital controls in emerging market countries: some themes from the first meeting**. Cambridge: Harvard University, 1998. Disponível em: [http://www.nber.org/crisis/capital\\_report.html](http://www.nber.org/crisis/capital_report.html). Acesso em: 13 maio 2005.

McKINNON, R.; SCHNABL, G. **The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin**. 2003. Disponível em: <http://www-econ.stanford.edu/faculty/workp/swp03001.pdf>. Acesso em: 04 mar. 2007.

MING, C. “Operação segura-dólar”. **Jornal O Estado de São Paulo**. São Paulo: 14 nov 2007.

MISHKIN, F. **The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich**. New Jersey: Princeton University Press, 2006.

MOHANTY, M.S., TURNER, P. Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications? **BIS Quarterly Review**, September 2006. Basle: Bank for International Settlements, 2006. Disponível em: [www.bis.org](http://www.bis.org). Acesso em: 01 mar. 2007.

MOLLO, M. de L.R.; SILVA, M.L.F. **A Liberalização do Câmbio no Brasil**: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas. IV Encontro Nacional de Economia Política, mesa 17, 1999. Disponível em [http://www.sep.org.br/eventos.asp?evento=s\\_quatro](http://www.sep.org.br/eventos.asp?evento=s_quatro), acesso em 09/05/2005.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M. **Global Capital Markets: integration, crisis and growth**. New York: Cambridge University Press, 2004.

PARK, Y.C.; LEE, J.W. Recovery and Sustainability in East Asia. **NBER Working Paper No. 8373**. Issued in July 2001. Disponível em: <http://papers.nber.org/papers/W8373>. Acesso em: 05 jun. 2007.

PASTORE, A.; PINOTTI, M. Vulnerabilidade externa, reservas e gastos públicos. **Jornal Valor**. São Paulo, 26 mar. 2007. Disponível em: <http://www.andima.com.br>. Acesso em: 26 mar. 2007.

PEREIRA, M. A blindagem. **O globo**. Rio de Janeiro, 03 mar. 2007. Disponível em: <http://www.clipping.planejamento.gov.br>. Acesso em: 04 mar. 2007.

RIBEIRO, A. Banco Central reduz controle e “abala” mercado. São Paulo: **Jornal Valor**. Caderno Finanças, p.C10. 22 jan 2007.

RODRIK, D. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. **International Economic Journal**, Vol. 20. No. 3, pp. 253-66, 2006. NBER Working Paper, no 11952, January, 2006. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11952>. Acesso em: 28 fev. 2007.

SENADO FEDERAL. **Resolução 82**, de 18.12.1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 05 mar. 2007.

STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth, and instability. **World Development**, Washington, v.28, n.6, p.1075-1086, 2000.

STIGLITZ, J.; OCAMPO, J.; SPIEGEL, S.; FFRENCH\_DAVIS, R.; NAYYAR, D. **Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development**. New York: Oxford University Press, 2006.

STIGLITZ, J. **Globalization and its discontents**. New York: W.W.Norton, 2002.

SUMMERS, L H. **Reflections on global account imbalances and emerging markets reserve accumulation**. L K Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, 24 March, 2006. Disponível em: <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/69527.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2007.

TOBIN, J. Financial Liberalization. In **World Development**, vol.28, n.6: p.1101-1104, 2000.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and Development Report 2004**. Geneve, 2004. Disponível em: <http://www.unctad.org>. Acesso em 15 dez. 2005.

WILLIAMSON, J.; DRABEK, Z. **Whether and when to liberalize capital account and financial services**. Washington, DC: World Trade Organization, Economic Research and Analysis Division; Washington, DC: The World Bank, 1999 (Staff Working Paper, ERAD-99-03).

WORLD BANK. **Economic Growth in the 1990s: learning from a decade of reform**. Washington, DC: World Bank, 2005.

## Apêndice

### I. Evolução das reservas internacionais (1995/2007)

Período	Reservas efetivas	Regra de Importação	Guidotti-Greenspan	Jeanne & Rancière
1995	0,07	0,02	0,04	(0,13)
1996	0,08	0,02	0,04	0,02
1997	0,07	0,02	0,04	0,03
1998	0,06	0,02	0,03	(0,07)
1999	0,07	0,03	0,05	0,14
2000	0,06	0,03	0,04	0,14
2001	0,08	0,03	0,05	0,12
2002	0,09	0,03	0,05	0,22
2003	0,09	0,03	0,04	0,02
2004	0,08	0,03	0,03	0,12
2005	0,07	0,03	0,02	(0,01)
2006	0,08	0,03	0,02	0,08
2007	0,12	-	0,04	0,12

Fonte: elaboração própria, com base em dados brutos do Ipeadata.

### II. evolução de taxas de juros (1995/2007)

Período	Taxa Fed	Taxa Selic	Inflação (Brasil)	Taxa de juros reais	Diferencial de juros reais*
1995	5,83	54,54	15,24	34,10	28,27
1996	5,27	27,47	9,19	16,74	11,47
1997	5,44	25,04	7,74	16,06	10,62
1998	5,35	29,43	1,79	27,15	21,80
1999	5,00	26,11	20,10	5,00	0,00
2000	6,24	17,59	9,95	6,95	0,71
2001	3,90	17,48	10,37	6,44	2,54
2002	1,67	19,10	25,30	(4,95)	(6,62)
2003	1,12	23,29	8,69	13,43	12,31
2004	1,34	16,25	12,42	3,41	2,07
2005	3,19	19,13	1,20	17,72	14,53
2006	4,96	15,29	3,85	11,02	6,06
2007	5,16	12,12	4,00	7,81	2,65

Fonte de dados brutos: Ipeadata. Unidade: % ao ano.\*: no Brasil, em relação ao *benchmark* norte-americano.

## III. Taxa de Juros média em países selecionados (2003/2007)

País	2003	2004	2005	2006	2007
EUA	1,01	1,37	3,15	4,72	4,01*
R.Unido	3,55	4,43	4,55	4,65	5,79**
China	-0,08	0,07	3,65	3,29	3,31*
Malásia	2,79	2,4	2,48	3,23	3,53**
Filipinas	5,87	7,32	6,13	5,29	3,72**
Cingapura	0,64	0,96	2,04	2,95	2,05*
Rússia	5,35	nd	nd	nd	nd
Turquia	34,9	22,08	nd	nd	17,12***
Bolívia	9,92	7,41	4,96	4,56	7,24*
Brasil	22,1	17,14	18,76	14,38	11,5**
México	6,23	6,82	9,2	7,19	7,21*

Fonte: FMI. Unidade: % ao ano.\*: dado de julho; \*\*: agosto; \*\*\*: setembro. Nd= não disponível.

## IV. Inflação anual em países selecionados (2003/2007)

País	2003	2004	2005	2006	2007*
China	2,7	3,2	1,4	2	5,7
Malásia	1,2	2,2	3,3	3,1	2,2
Filipinas	3,9	8,6	6,7	4,3	4,1
Cingapura	0,7	1,3	1,3	0,8	2,6
Rússia	12	11,7	10,9	9	8
Turquia	18,4	9,4	7,7	9,7	6
Bolívia	3,3	4,4	5,4	4,3	8,5
Brasil	9,3	7,6	5,7	3,1	4
México	4	5,2	3,3	4,1	3,6

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Oct 2007. Unidade: % ao ano.\*: estimativa.

Obs.: Variação percentual anual, apurada no final do período.

## V. Cálculo do IAF

### Fluxos financeiros - Conta Capital e Financeira (USD bilhões)

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
China	5,85	10,83	23,34	38,84	42,77	44,83	47,702	107,19	94,02	80,03	114,16	97,82	69,82	88,66	114,40	235,89	330,31
Rússia	nd	nd	Nd	Nd	40,30	16,55	44,227	55,75	33,30	26,23	51,69	23,73	44,79	64,31	86,17	129,73	148,90
Filipinas	2,15	2,95	3,439	5,913	6,98	8,965	15,131	6,78	5,70	8,15	6,91	2,11	5,46	4,79	3,67	11,81	14,12
Malásia	2,92	5,67	11,03	14,17	8,48	8,51	10,01	11,90	7,98	14,27	13,91	5,27	12,97	10,61	31,00	17,67	35,23
Coréia	11,27	16,12	16,48	20,52	35,91	58,81	73,53	44,15	34,24	27,40	31,86	43,34	23,45	43,11	56,50	53,61	114,90
Indonésia	4,681	5,72	6,30	6,34	8,13	11,46	12,047	9,95	9,63	5,94	7,89	7,61	3,83	5,45	15,24	30,13	25,00
Índia	6,74	5,06	4,07	7,07	10,74	6,45	21,74	19,34	16,36	10,63	15,44	11,55	15,34	20,17	26,58	37,77	57,20
Venezuela	40,81	4,43	4,87	4,42	5,90	4,93	7,71	13,34	11,42	10,80	14,01	9,79	11,76	9,62	13,82	28,61	19,52
Peru	1,72	0,85	0,84	1,98	5,21	4,39	5,10	6,48	2,84	3,68	2,26	2,62	5,90	4,64	3,56	10,42	6,19
Mexico	25,83	27,13	28,93	40,96	27,12	29,53	31,33	25,86	21,41	33,30	26,28	45,89	38,88	32,64	46,84	43,56	43,18
Colombia	1,00	1,86	1,55	3,18	6,45	5,07	10,54	12,75	6,53	5,10	7,52	9,82	7,48	6,30	6,73	17,19	13,12
Chile	2,87	3,39	4,57	4,04	8,12	4,50	9,92	12,39	15,51	23,68	13,14	10,09	9,15	14,78	18,51	19,38	29,70
Brasil	8,61	14,73	13,01	20,92	93,86	37,88	41,11	40,22	82,39	56,99	53,61	36,25	37,22	31,48	40,17	31,14	90,57
Bolívia	0,11	0,09	0,39	0,35	0,52	0,58	0,70	1,06	1,37	1,15	1,12	0,97	1,07	1,10	0,43	0,97	3,99
Argentina	10,87	22,00	11,83	56,51	23,88	30,47	30,08	42,51	27,85	37,37	17,69	19,89	27,60	19,21	19,44	15,67	20,37
Turquia	1,92	4,20	7,26	8,98	4,23	2,55	4,49	5,86	9,48	8,67	5,99	8,96	5,68	8,47	21,49	27,04	48,85
EUA	227,88	212,76	289,48	546,21	493,66	784,12	973,50	1193,93	773,1	1260,02	1610,13	1163,82	1092,17	1196,74	2374,04	1666,95	2923,45

Obs. 2007, dados não disponíveis. Nd= não disponível.

### PIB (USD bilhões)

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
China	387,77	406,09	483,05	613,22	559,23	727,95	856,00	952,65	1019,48	1083,29	1198,48	1324,81	1453,83	1640,96	1931,65	2243,69	2644,64
Rússia	nd	nd	85,57	183,83	276,90	313,45	391,78	404,95	271,04	195,91	259,70	306,58	345,49	431,43	591,86	764,07	984,93
Filipinas	44,16	45,32	52,98	54,37	64,08	75,53	84,37	83,74	66,60	76,16	75,91	71,22	76,81	79,63	86,93	98,72	117,56
Malásia	44,03	49,13	59,15	66,90	74,48	88,83	100,85	100,17	72,18	79,15	90,32	88,00	95,27	103,99	118,46	130,84	148,95
Coréia	263,84	308,27	329,93	362,16	423,46	517,21	558,03	527,26	348,47	445,56	511,96	481,98	547,86	608,34	681,23	791,57	888,27
Indonésia	125,72	140,82	152,85	174,60	195,47	223,36	250,75	238,41	105,47	154,71	165,52	160,66	195,59	234,83	257,01	286,96	364,24
Índia	311,89	277,47	278,80	274,08	311,87	353,37	363,39	411,02	415,88	441,85	461,93	473,38	495,65	575,25	666,31	778,67	873,66
Venezuela	48,39	53,39	60,41	59,87	58,36	77,43	70,54	85,85	91,34	97,98	117,15	122,91	92,89	83,44	112,80	143,44	181,61
Peru	28,98	34,55	35,89	34,81	44,86	53,61	55,84	59,09	56,75	51,55	53,32	53,94	56,76	61,34	69,74	79,49	93,05
Mexico	262,71	314,51	363,66	403,24	420,77	286,18	332,34	400,87	421,03	480,59	580,79	621,86	648,63	638,75	683,49	767,69	840,01
Colombia	46,91	49,52	57,37	65,02	81,71	92,50	97,15	106,66	98,44	86,19	83,79	81,99	81,12	79,46	98,06	122,90	135,88
Chile	31,56	36,43	44,47	47,69	55,16	71,35	75,77	82,81	79,37	72,99	75,20	68,56	67,25	73,99	95,82	118,98	145,85
Brasil	507,78	445,24	426,52	478,62	596,76	769,74	840,05	871,52	844,13	586,92	644,28	554,41	505,71	552,24	663,55	882,04	1.067,71
Bolívia	4,87	5,34	5,64	5,73	5,97	6,70	7,38	7,92	8,52	8,30	8,41	8,15	7,92	8,09	8,81	9,47	11,22
Argentina	141,34	189,59	228,78	236,51	257,44	258,03	272,15	292,86	298,95	283,52	284,20	268,70	97,73	127,57	151,96	181,55	212,60
Turquia	149,20	147,76	156,17	177,00	128,09	166,44	178,06	186,06	197,59	181,69	198,23	143,10	182,97	240,60	302,56	362,46	401,76

## IAF (%PIB)

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
China	1,51	2,67	4,83	6,34	7,65	6,16	5,57	11,25	9,22	7,39	9,53	7,38	4,80	5,40	5,92	10,51	12,49
Rússia	na	na	na	na	14,56	5,28	11,29	13,77	12,29	13,39	19,91	7,74	12,97	14,91	14,56	16,98	15,12
Filipinas	4,88	6,52	6,49	10,88	10,90	11,87	17,93	8,11	8,57	10,70	9,11	2,97	7,11	6,02	4,22	11,96	12,02
Malásia	6,65	11,55	18,65	21,19	11,39	9,58	9,93	11,88	11,07	18,04	15,40	5,99	13,62	10,20	26,17	13,51	23,66
Coréia	4,27	5,23	5,00	5,67	8,48	11,37	13,18	8,37	9,83	6,15	6,22	8,99	4,28	7,09	8,29	6,77	12,94
Indonésia	3,72	4,06	4,13	3,63	4,16	5,13	4,80	4,18	9,13	3,84	4,77	4,74	1,96	2,32	5,93	10,50	6,86
Índia	2,16	1,83	1,46	2,58	3,44	1,83	5,98	4,71	3,93	2,41	3,34	2,44	3,10	3,51	3,99	4,85	6,55
Venezuela	84,35	8,30	8,07	7,40	10,11	6,37	10,93	15,55	12,51	11,03	11,97	7,97	12,66	11,54	12,26	19,95	10,75
Peru	5,96	2,48	2,36	5,71	11,63	8,19	9,15	10,97	5,02	7,14	4,26	4,86	10,40	7,57	5,12	13,12	6,66
Mexico	9,84	8,63	7,96	10,16	6,45	10,32	9,43	6,45	5,09	6,93	4,53	7,38	6,00	5,11	6,85	5,67	5,14
Colombia	2,14	3,76	2,71	4,89	7,90	5,49	10,85	11,96	6,64	5,93	8,98	11,98	9,23	7,94	6,87	13,99	9,66
Chile	9,10	9,31	10,29	8,48	14,72	6,32	13,10	14,97	19,55	32,45	17,48	14,72	13,62	19,98	19,32	16,29	20,37
Brasil	1,70	3,31	3,05	4,37	15,73	4,92	4,89	4,62	9,76	9,71	8,32	6,54	7,36	5,70	6,05	3,53	8,48
Bolívia	2,37	1,85	7,05	6,14	8,86	8,77	9,60	13,47	16,11	13,89	13,34	11,91	13,64	13,64	4,96	10,35	35,61
Argentina	7,70	11,60	5,17	23,90	9,28	11,81	11,06	14,52	9,32	13,18	6,23	7,41	28,24	15,06	12,80	8,63	9,59
Turquia	1,29	2,85	4,65	5,08	3,31	1,53	2,52	3,15	4,80	4,78	3,03	6,27	3,11	3,52	7,10	7,46	12,16

