



Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia

Luana Rodrigo Paranhos

**RESERVAS INTERNACIONAIS:
IMPORTÂNCIA, CUSTOS E ALTERNATIVAS
NO BRASIL.**

Campinas
2012

Luana Rodrigo Paranhos

RESERVAS INTERNACIONAIS:
IMPORTÂNCIA, CUSTOS E ALTERNATIVAS
NO BRASIL.

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Graduação do Instituto de Economia
da Universidade Estadual de Campinas para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. André
Martins Biancareli.

Campinas 2012

Campinas

2012

PARANHOS, Luana Rodrigo. Reservas Internacionais: Importância, Custos e Alternativas. 2012. 82 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

Este trabalho organiza as principais contribuições existentes acerca da discussão recente sobre a acumulação de reservas internacionais nos países em desenvolvimento e mais especificamente no Brasil. Seu objetivo é mostrar que a acumulação de reservas internacionais é uma política fundamental contra a vulnerabilidade externa na ordem da Globalização Financeira, mas que, por ser uma solução individual e cara, deve-se buscar alternativas para reduzir do custo de carregamento das reservas. Para contextualizar o tema, apresenta-se a origem e importância dessa acumulação, o perfil de investimento das reservas brasileiras e seus inegáveis benefícios. A seguir, explora-se a primeira preocupação que tal política traz: seus custos, expondo o debate sobre qual seria o montante ótimo de reservas em um país e detalhando os custos ligados à acumulação de reservas nos países em desenvolvimento, principalmente no Brasil. Por fim, são destacadas três alternativas existentes (Fundos Soberanos, Compartilhamento de reservas, *Swap* de reservas) consideradas como mais factíveis no Brasil para a redução dos custos de carregamento das reservas, através da diminuição do montante acumulado ou aumento do rendimento dos recursos mobilizados.

Palavras-Chaves: Reservas Internacionais; Reservas Internacionais no Brasil; Custo fiscal; Países em Desenvolvimento; Fundos Soberanos; Compartilhamento de reservas; *Swap* de reservas.

ABSTRACT

This paper organizes the recent main contributions about the discussion on the Foreign Exchange Reserves accumulation in emerging markets and more specifically in Brazil. The goal is to show that the accumulation of international reserves is an essential policy against external vulnerability in Financial Globalization, but, as it is an expensive individual solution, alternatives to reduce the carrying cost of reserves should be pursued. To contextualize the topic, the origin and significance of this accumulation is presented, as Brazil's investment portfolio of reserves is analyzed and their undeniable benefits. Hereafter, the first concern that this policy brings is explored: its costs, exposing the debate about what is the optimal amount of reserves to be hold in a country and detailing the costs of reserves accumulation in developing countries, especially in Brazil. Finally, three alternatives are highlighted (Sovereign Wealth Funds, Foreign Exchange Reserves Funds, Foreign Exchange Reserves Swap lines) for being considered as more feasible in Brazil to reduce the reserves carrying costs by decreasing the amount accumulated or increasing its yield.

Key-words: Foreign Exchange Reserves, Foreign Exchange Reserves in Brazil; Fiscal cost; Emerging markets; Sovereign Wealth Funds; Foreign Exchange Reserves Funds; Foreign Exchange Reserves Swap lines.

LISTA DE FIGURAS:

Figura 1.1: Reservas Internacionais (excluindo ouro) em meses de importação.....	12
Figura 1.2: Evolução das Reservas Internacionais Brasileiras (USD bilhões)	14
Figura 1.3: Dívida Líquida do Setor Público/PIB e Reservas Internacionais/PIB.....	15
Figura 1.4: Composição do Balanço de Pagamentos no Brasil de 2000 a 2011	16
Figura 1.5: Crescimento das Reservas Internacionais nos últimos 12 meses (Agosto/2010)	17
Figura 1.6: Distribuição das reservas internacionais por classes de ativos	19
Figura 1.7: Distribuição das reservas internacionais por moedas.....	20
Figura 1.8: Prazo médio anual dos investimentos.....	20
Figura 2.1: Relação Dívida de curto prazo/ Reservas nos Países Emergente.....	24
Figura 2.2: Esquema para Passivo CP/ Reservas fixo	27
Figura 2.3: Taxa de juros de curto prazo dos títulos do Tesouro norte-americano	28
Figura 2.4: Custo Social do Excesso de Reservas nos Países em Desenvolv.	29
Figura 2.5: As 12 maiores taxas de juros reais no mundo (Nov,2011)	30
Figura 2.6: Rentabilidade das Reservas Brasileiras : 2002 a 2011	32
Figura 2.7: Evolução da SELIC (%) 2006-2011.....	33
Figura 2.8: Balança Comercial e Taxa de Câmbio	36
Figura 2.9: Rentabilidade anual estimada das reservas internacionais inclusive variação cambial (R\$ bilhões):.....	37
Figura 2.10 e 2.11: Retorno das reservas e Custo estimado das reservas	38
Figura 3.1: FSR – Fontes de recursos e localização por região (2009)	44
Figura 3.2: Comparação dos FSR com outros ativos financeiros (2006).....	47
Figura 3.3: Composição da Carteira do FFIE	51
Figura 3.4: Créditos Aprovados Historicamente (Milhões de USD)	56

LISTA DE TABELAS:

Tabela 1.1: Conta Capital e Financeira do Brasil (2007-2009)	16
Tabela 1.2: Participação aproximada das Reservas Internacionais no PIB.....	18
Tabela 2.1: Taxas de Juros Nominais.....	31
Tabela 2.2: Custo Fiscal simplificado das reservas no Brasil	34
Tabela 2.3: Comparação do Custo Fiscal em diferentes países	35
Tabela 2.4: Parâmetros alternativos de custo da esterilização das reservas (%a.a.)	38
Tabela 2.5: Custo total de carregamento das reservas (% PIB)	39
Tabela 2.6: Custo total do carregamento das reservas internacionais no Brasil.....	41
Tabela 2.7: Custo Fiscal da variação do montante das reservas	41
Tabela 3.1: Total Fundos Soberanos em US\$ trilhões	46
Tabela 3.2: Alguns Fundos Soberanos de Riqueza (2011)	47
Tabela 3.3: FSR de alguns países como porcentagem de suas reservas	52
Tabela 3.4: Linhas de crédito do Flar	55
Tabela 3.5: Estrutura de capital do Flar – Mar/12	55

SUMÁRIO:

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1: Contextualização e Importância da acumulação de reservas internacionais nos países em desenvolvimento	4
Introdução.....	4
1.1 De Bretton Woods à Globalização Financeira	5
1.2 A dinâmica dos fluxos de capital para os países em desenvolvimento na Era da Globalização	7
1.3 A importância da acumulação de reservas internacionais	10
1.3.1 Nos países em desenvolvimento.....	10
1.3.2 O caso do Brasil.....	13
Conclusão.....	21
CAPÍTULO 2: Os custos das reservas e o montante ideal a ser acumulado.....	22
Introdução.....	22
2.1 Montante ótimo de acumulação das reservas.....	23
2.2 Metodologias de cálculo do custo de acumulação de reservas internacionais: o custo social e o custo fiscal.....	26
2.3 Custos da Acumulação de Reservas Internacionais no Brasil	30
2.3.1 Contextualização.....	30
2.3.2 Estimativas do custo das reservas internacionais brasileiras	32
Conclusão.....	42
CAPÍTULO 3: Alternativas e complementos: três opções à acumulação de reservas .	43
Introdução.....	43
3.1 Fundos soberanos.....	44
3.1.1 Contextualização e definições	44
3.2.2 O caso brasileiro.....	48
3.2 Compartilhamento de reservas	54
3.2.1 Contextualização e definições.....	54
3.2.2 O caso brasileiro	57
3.3 Linhas de <i>swap</i> de reservas.....	60
3.3.1 Contextualização e definições.....	60
3.3.2 O caso brasileiro	63
Conclusão.....	66
CONSIDERAÇÕES FINAIS	67
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72

INTRODUÇÃO

Diante da integração na ordem financeira internacional vigente, a acumulação de reservas como uma forma de autoproteção contra crises financeiras tem se tornado uma prática importante e cada vez mais comum nos países em desenvolvimento. A acumulação recente de um montante grande e crescente de reservas colocou este tema entre os mais discutidos hoje nos países em desenvolvimento e, particularmente, no Brasil.

Vale ressaltar que a ideia de que acumular reservas internacionais é especialmente importante para os países em desenvolvimento proveio, originalmente, da corrente heterodoxa do pensamento econômico. No momento presente, porém, o relativo consenso a esse respeito tem se expressado inclusive na defesa pelo FMI da acumulação de reservas nesses países (Llaudes; Salman; Chivakul: October, 2010).

Em 20 de junho de 2012, o Brasil atingiu US\$ 373.695 bilhões de reservas acumuladas¹. Diante desse enorme montante, é indispensável discutir e entender, em primeiro lugar, por que essa acumulação expressiva tem sido adotada como uma política e, depois, se existem alternativas a serem exploradas com vistas à diminuição dos seus altos custos e do próprio montante de acumulação de reservas.

Na passagem para a chamada ordem da Globalização Financeira, frustraram-se as expectativas trazidas pela visão convencional sobre os benefícios dos novos tempos, tornando-se clara, para os países em desenvolvimento, a existência de ciclos internacionais de liquidez. A incapacidade da arquitetura financeira internacional e do FMI em suprirem suas necessidades de capital foi responsável pelo fato da acumulação de reservas internacionais ter se tornado uma política com espaço crescente na maioria desses países. Difundiu-se uma percepção geral de que os países em desenvolvimento precisavam de algum mecanismo autônomo de proteção contra a volatilidade dos fluxos de capitais (Carvalho: 2010).

Quando se discute a dinâmica dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, fica evidente a importância da acumulação de reservas. Adotando-se uma visão crítica da globalização, é possível perceber que os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento são voláteis, pois, em última instância, ligam-se mais a determinantes externos a esses países do que internos a eles; por essa razão, quando se apresenta uma conjuntura internacional de incerteza, há uma tendência de fuga de capitais dos países em desenvolvimento, gerando crises financeiras (Biancareli: 2008).

¹ <http://www.bcb.gov.br/?reserva>

Nessa conjuntura, a alternativa escolhida costuma ser a acumulação de reservas internacionais como mecanismo de autoproteção. Conforme apontado por Rodrik (2006), Carvalho (2010) e Aizenman; Jinjarak; Park(2010), a preferência por esta, ao invés de outras políticas de proteção à mobilidade dos fluxos de capitais, deve-se principalmente ao fato de ser uma política mais factível no curto prazo e, além disso, que não questiona ou compromete a integração dos países na ordem financeira internacional vigente.

O enorme montante acumulado, contudo, traz custos importantes que têm sido objeto de debate. As estimativas a serem feitas mostrarão que as reservas custam muito, especialmente no Brasil, considerando que o país tem uma das maiores taxas de juros do mundo, além do que o perfil de investimento dessas reservas é muito conservador, basicamente composto por títulos do tesouro norte americano.

A partir da análise sobre a importância da acumulação de reservas e de seus custos, serão apresentadas mais detalhadamente três alternativas para redução dos custos na acumulação de reservas internacionais que, com base na bibliografia pesquisada, mostram-se aplicáveis ao caso brasileiro. Tais alternativas foram eleitas como factíveis inclusive por não confrontarem a inserção do país na ordem financeira internacional vigente nem os interesses nacionais mais poderosos, o que aconteceria no caso da adoção de controles de capitais mais amplos que revertissem a abertura financeira, por exemplo. (Aizenman; Jinjarak; Park: 2010)

Em primeiro lugar, será examinado o papel que um Fundo Soberano pode ter na diminuição do acúmulo de reservas para conter a apreciação cambial, assim como a possibilidade de transferir parte das reservas para o fundo, que apresenta maior rendimento. Uma segunda opção reside nos fundos de compartilhamento de reservas por meio de acordos regionais (como o Fundo Latino Americano de Reservas), visto como um mecanismo que poderia reduzir o montante a ser acumulado e ao mesmo tempo aumentar a integração e cooperação regional. Por fim, existe a alternativa de estabelecer de forma mais permanente linhas de *swap* de reservas entre Bancos Centrais, que tem como exemplo pertinente a linha estabelecida entre o Federal Reserve e o Banco Central do Brasil na crise de 2009.

Os autores e relatórios selecionados como fontes bibliográficas são aqueles que mais se destacam na discussão recente do tema. Por ser um debate atual, as publicações ainda são encontradas muito mais no formato de artigos e *papers*, o que torna particularmente importante o esforço de sistematização desses materiais. Na discussão internacional sobre o tema, Jochua Aizenman e Dani Rodrik constituem os principais autores a serem tomados como referência. Aizenman se insere em praticamente todos os pontos tratados, apesar de não abordar especificamente o caso brasileiro e de só tratar

detalhadamente de uma das três alternativas apresentadas, as linhas de swap de reservas. Já Rodrik fornecerá a base da discussão mais específica sobre os custos de se acumular reservas internacionais, sendo seu método de cálculo adotado para estimar os custos brasileiros de acumulação.

Para tratar do debate em âmbito nacional existem relatórios oriundos de Bancos privados e do Banco Central do Brasil, que abordam particularmente o caso brasileiro, sendo este último a fonte da maior parte dos dados utilizados sobre o montante de reservas brasileiras e seu perfil de investimento. Existem também artigos acadêmicos e, ainda, uma série de artigos de jornais impressos (principalmente o Valor Econômico) e jornais eletrônicos, a serem tomados como fontes de opinião em relação à maioria dos pontos expostos sobre o Brasil.

Em suma, o esforço deste trabalho será no sentido de sistematizar a discussão recente a respeito da acumulação de reservas internacionais nos países em desenvolvimento e, particularmente, no Brasil. Os objetivos serão, primeiro, justificar os altos níveis de acumulação; em seguida, apresentar os custos associados a essa estratégia, de forma a chegar, por último, a três alternativas concretas e factíveis de redução do custo e montante acumulado de reservas.

CAPÍTULO 1: Contextualização e Importância da acumulação de reservas internacionais nos países em desenvolvimento

Introdução

O ponto de partida para a discussão a ser desenvolvida neste trabalho consiste em compreender a origem da necessidade dos países em desenvolvimento de acumular reservas internacionais. Trata-se de compreender quais são as particularidades que afetam esse conjunto de países e, ainda, em que conjuntura histórico-econômica essa discussão se situa.

O ponto 1.1 faz uma breve revisão sobre a forma pela qual se constituiu a ordem econômica mundial da globalização. Para tanto, apresenta a trajetória de Bretton Woods à Globalização Financeira, visando deixar claro como se configura a atual dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional.

Em seguida são apresentadas as visões convencional e crítica da globalização, sendo esta última aquela que enfatiza os efeitos da abertura comercial e financeira nos países em desenvolvimento, de que trata este trabalho. Expõe-se depois, por meio da dinâmica dos fluxos de capitais, a teoria sobre a existência de Ciclos Internacionais de Liquidez e como esses afetam os emergentes.

O terceiro tópico tem como objetivo mostrar como as reservas internacionais se encaixam na discussão feita anteriormente. Primeiro, é preciso deixar claro porque sua acumulação seria especialmente importante nos países em desenvolvimento. Depois, detalhar a evolução das reservas internacionais especificamente no Brasil, apresentando os argumentos que têm justificado a manutenção do atual montante de reservas, exemplificando-se com o desempenho do país na crise financeira internacional de 2008.

1.1 De Bretton Woods à Globalização Financeira

Antes da chamada era da globalização, a ordem mundial existente era a do sistema de Bretton Woods, do padrão ouro-dólar, a qual, estabelecida no final da Segunda Guerra Mundial, consolidou a posição dos Estados Unidos como o novo centro hegemônico mundial. Suas medidas determinavam a manutenção de taxas de câmbio fixas em relação ao dólar e, para isso, em resposta ao aumento da mobilidade de capitais, foi prevista a adoção de controles de capital, criando-se o Fundo Monetário Internacional (FMI) como fornecedor de empréstimos de liquidez.

Os Estados Unidos, superavitários, eram os sustentadores do regime de conversibilidade em ouro, com um papel de regulador dos mercados e promotor do crescimento. As regras criadas visavam impedir a volta de um sistema monetário instável e não-cooperativo, que predominou no entre-guerras, e das restrições ao comércio externo impostas pelo Padrão-Ouro, eliminando práticas de desvalorizações competitivas no câmbio. Isso condicionou a adoção de um modelo influenciado por preceitos keynesianos, que colocou a busca do pleno emprego como um objetivo importante.

O colapso de Bretton Woods, a partir dos anos 60 especialmente, foi visto por alguns autores como inevitável (Oliveira; Maia; Jefferson: 2008). Primeiro, devido aos problemas relacionados ao chamado dilema de Triffin, que consistia, por um lado, na necessidade dos EUA em prover liquidez ao sistema para manter sua hegemonia e, por outro, na perda de credibilidade decorrente dos crescentes déficits incorridos no Balanço de Pagamentos. Somado a isso, houve o desenvolvimento dos circuitos *offshore* de dólar do euromercado e o avanço das economias européia e japonesa, em recuperação, que trouxeram de vez a necessidade de uma desvalorização do dólar contra o declínio relativo da competitividade norte-americana.

Buscando a manutenção de sua hegemonia internacional, no início dos anos 70 os EUA rompem com o padrão ouro-dólar. A partir daquele momento, o padrão dólar-flexível superou totalmente os constrangimentos provenientes do padrão-ouro, atribuindo completa autonomia à política econômica norte americana, não mais submetida à impossibilidade de incorrer em déficits persistentes do balanço de pagamentos, que em Bretton Woods implicava na perda de reservas em ouro, e nem de realizar realinhamentos cambiais a qualquer tempo, que antes poderia provocar uma fuga para aquele metal (Oliveira; Maia; Jefferson: 2008).

O choque dos juros provocado pelos EUA em 1979 pode ser considerado o marco da retomada de sua hegemonia e do controle do sistema monetário financeiro internacional, iniciando a chamada política do "dólar forte". Nessa nova ordem, a da globalização, os dois movimentos principais foram a crescente mobilidade dos capitais e a

progressiva liberalização financeira. O processo de globalização passou, então, a ser caracterizado por uma autonomia dos fluxos de capitais frente às necessidades reais das economias, fundados na desregulamentação e liberalização dos sistemas financeiros.

O caráter intrinsecamente especulativo assumido por estes fluxos é que os vai tornando cada vez mais voláteis, guiados por expectativas de ganhos de capital de curto-prazo decorrentes de variações esperadas de taxas de juros e câmbio. Isso conduziu à expansão de um mercado financeiro cada vez mais profundo e repleto de inovações, cuja conseqüência foi a crescente indiferenciação das atividades exercidas por instituições bancárias e não bancárias (Carneiro: 1999).

Nesse quadro tem início o período da Globalização Financeira, sem data precisa de origem mas normalmente caracterizada como a ordem dos anos 1990 em diante. Nesta, o padrão sistêmico de riqueza passa a estar cada vez mais atrelado às finanças, com a lógica de curto prazo permeando o comportamento de todos os agentes da economia. Este arranjo, que perdura até hoje, é o que mais importa neste trabalho, por ser onde se situa o debate a respeito da acumulação de reservas internacionais.

1.2 A dinâmica dos fluxos de capital para os países em desenvolvimento na Era da Globalização

Conforme Biancareli (2008), a chamada visão convencional da globalização apontava diversos benefícios provenientes desta ordem e da abertura financeira, que seriam capazes de gerar um ganho global de bem-estar e maiores taxas de crescimento para todos. Sua visão sobre os fluxos de capitais é a de que, com a abertura financeira, haveria uma tendência do capital de fluir dos países ricos para os mais pobres devido à sua escassez nestes, o que os levaria a ter taxas de rendimento maiores. Com isso, caso os países mais pobres mantivessem políticas econômicas consideradas “corretas”, haveria possibilidade de acesso à poupança externa para financiar o investimento, o desenvolvimento e a promoção dos equilíbrios do balanço de pagamentos sempre que necessário, a um custo bem menor do que antes.

Até a Globalização Financeira, a visão convencional a respeito dos benefícios da globalização, como justificativa para defesa da abertura, tinha grande força ideológica; contudo, a partir desse período, as expectativas trazidas por essa corrente de pensamento começaram a se frustrar. Muitos dos benefícios previstos não foram comprovados empiricamente após a abertura financeira, em função de muitos outros condicionantes decorrentes da divisão centro-periferia. É na visão crítica da Globalização Financeira (Biancareli: Abril, 2008), em oposição à convencional, que se encontram os argumentos que tornarão possível entender a importância da acumulação de reservas como um mecanismo especialmente necessário à proteção dos países em desenvolvimento contra crises financeiras.

Na visão crítica da globalização, existem ciclos de liquidez internacional que determinam a dinâmica dos fluxos de capitais pelo mundo. A natureza cíclica desses fluxos de capitais deve-se ao fato destes terem adquirido, principalmente após as mudanças nas relações financeiras e suas inovações, a característica estrutural intrínseca de serem voláteis e especulativos. Assim, em cada ciclo de liquidez haveria marcadamente duas fases, em um movimento análogo ao descrito pelo Ciclo Financeiro de Minsky.

A “fase de cheia” no mercado financeiro internacional seria aquela em que o cenário internacional está marcado pela confiança e pelas expectativas positivas. Com a diminuição da aversão ao risco dos investidores globais, o fluxo de capital para a periferia aumenta a procura por maiores taxas de rendimento. Ao longo do tempo tal cenário vai se alterando, até que se chega à “fase de seca” do ciclo. Esta se origina de uma reversão das expectativas, o que leva a um aumento bruto da preferência pela liquidez. O movimento característico desta fase é a fuga para a qualidade, ou seja, a fuga de capitais para os ativos considerados como mais seguros, apesar de menos rentáveis.

A reversão das expectativas, que determina a passagem de uma fase para a outra, pode acontecer por diferentes fatores, como algum acontecimento no cenário internacional que traga uma insegurança e provoque um “efeito manada” de fuga para a qualidade. Pode-se considerar que, a partir da década de 1990, caracterizada pela volta dos fluxos de capitais para os países emergentes (após a crise da dívida externa), os três momentos marcantes de “seca” no mercado financeiro internacional foram em 1997/1998, em 2002/2003 e em 2007/2008.

A grande questão a ser colocada refere-se aos determinantes dessa reversão de expectativas. A visão crítica sustenta que os principais condicionantes que levam à reversão dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento são fatores externos, e não internos a eles.

Esses mercados emergentes estariam submetidos a um conjunto de assimetrias que os colocam em uma posição mais vulnerável em relação ao financiamento externo, cujas condições estariam, em última instância, determinadas pela preferência pela liquidez e aversão ao risco nos países desenvolvidos. Dessa forma, os países em desenvolvimento seriam mais vulneráveis a crises financeiras e cambiais, estando sujeitos a elas independentemente de terem “bons fundamentos” macroeconômicos. Essa vulnerabilidade seria decorrente, basicamente, de três grandes assimetrias a que estão sujeitos (Prates: 2005).

A primeira é a assimetria financeira, com duas características principais. Primeiro, o fato de suas praças financeiras não serem um destino preferencial dos fluxos de capitais, sendo vistas somente como oportunidades de ganhos extraordinários. Contudo, apesar de apenas uma pequena parte do investimento mundial de capitais ser aplicada nesses países, é uma quantidade muito significativa para os países em desenvolvimento e que, por isso, tem um impacto muito grande no momento de fuga, uma vez que existe capital estrangeiro em praticamente todos os setores nacionais. A segunda característica dessa assimetria financeira, como foi dito anteriormente, é o fato de a dinâmica dos fluxos de capitais ser mais determinada por fatores externos aos países em desenvolvimento,.

A segunda assimetria é monetária. Ela vem do fato de haver uma hierarquia de moedas, segundo a sua capacidade de constituírem boas reservas de valor no plano internacional e nacional. As moedas dos países em desenvolvimento, por não possuírem aceitação no plano internacional, são classificadas como não conversíveis, dada a incapacidade desses países em emitir títulos de dívida em sua própria moeda. As moedas inconversíveis, portanto, não exercem satisfatoriamente todas as suas funções no âmbito internacional.

Por último, existe a assimetria macroeconômica. Quanto menor o grau de conversibilidade da moeda do país, menor será seu raio de manobra para a realização de políticas monetária e fiscal. O que significa dizer que é maior a necessidade do país em seguir as regras de política econômica provenientes dos países centrais (os países do centro são os *policymaking* e os outros os *policytaking*) para manter a confiança no mercado e continuar atraindo os fluxos internacionais. Assim, a capacidade de realização de políticas anticíclicas desses países é menor e suas taxas de juros precisam oferecer um prêmio maior pelo risco, de acordo com as expectativas dos investidores globais.

A natureza cíclica dos fluxos de capital viria, portanto, dessas assimetrias e da instabilidade inerente a eles. Tal instabilidade, vale dizer, encaixa-se no contexto mais amplo de disseminação da lógica rentista que passa a guiar o comportamento de todos os agentes da economia (empresa, bancos e famílias). Os fluxos de capitais, então, movendo-se pela busca de rendimento de curto-prazo, tornam-se intrinsecamente voláteis e especulativos. Com isso, as crises financeiras não viriam de falhas de mercado, como é defendido na visão convencional, mas seriam intrínsecas a esse sistema monetário e financeiro internacional (Prates: 1999).

É a partir da aceitação dessa dinâmica, que coloca os ciclos de liquidez como fatores estruturais da globalização financeira que fogem do controle dos países em desenvolvimento, que surge a necessidade de algum tipo de proteção para os momentos de aversão internacional ao risco.

1.3 A importância da acumulação de reservas internacionais

1.3.1 Nos países em desenvolvimento

A acumulação de reservas internacionais tem um papel fundamental em todas as economias, especialmente nas possuidoras de moedas não conversíveis, como é o caso dos países em desenvolvimento. Alguns de seus principais papéis são: absorver choques econômicos moderados, estabilizando a oferta monetária e diminuindo a oscilação dos preços; suavizar o comportamento das taxas de câmbio flutuantes, que diminui a especulação e facilita a organização da economia; dar liberdade de ação ao governo a fim de evitar efeitos-contágio danosos, como o da taxa de câmbio no balanço dos emprestadores em moeda estrangeira; enfrentar pressões que poderiam gerar crises financeiras e, caso esta ocorra, diminuir sua gravidade a partir da injeção de liquidez na economia (Rodrik: 2006 e Aizenman; Jinjarak; Park: 2010).

Contudo, a acumulação de reservas internacionais, a partir dos anos 1990, tomou proporções extremamente significativas e inéditas nos países em desenvolvimento, despertando, por isso, uma discussão intensa sobre seus motivos e custos. Muitos consideram que o principal motivo para a acumulação de reservas internacionais ter tomado tais proporções nesses países foi a percepção geral que eles tiveram de que não poderiam mais se apoiar na arquitetura financeira internacional e no FMI como faziam antes (Carvalho: 2010 e Aizenman; Jinjarak; Park: 2010).

Tal percepção se consolidou após a sucessão de crises sofridas por esses países na década de 1990. A crise do México de 1994 e a Crise Asiática em 1997 foram dois dos episódios que mais colaboraram para a difusão entre os países em desenvolvimento do sentimento de que o aparato internacional não garantiria seu financiamento sempre que necessário. Até mesmo os países emergentes com melhores fundamentos econômicos sofreram com sérias crises de balanço de pagamentos, como foi o caso da Coreia. Isso confirma a dinâmica exposta anteriormente a respeito dos fluxos de capitais, ou seja, de que eles são voláteis e relativamente independentes dos fundamentos internos.

Primeiro, houve o fechamento do mercado financeiro internacional para os países em desenvolvimento, porque, como foi dito, nas fases de reversão de expectativas no mercado internacional há uma tendência de fuga de capitais desses países e, assim, as condições de financiamento internacional para eles tornam-se praticamente inviáveis. Depois, a instituição criada internacionalmente, o FMI, para auxiliar os países nessas situações não funcionou a contento; no momento de crise dos países em desenvolvimento,

muitas exigências são feitas para realização do empréstimo, como por exemplo políticas restritivas para melhoria das contas públicas.

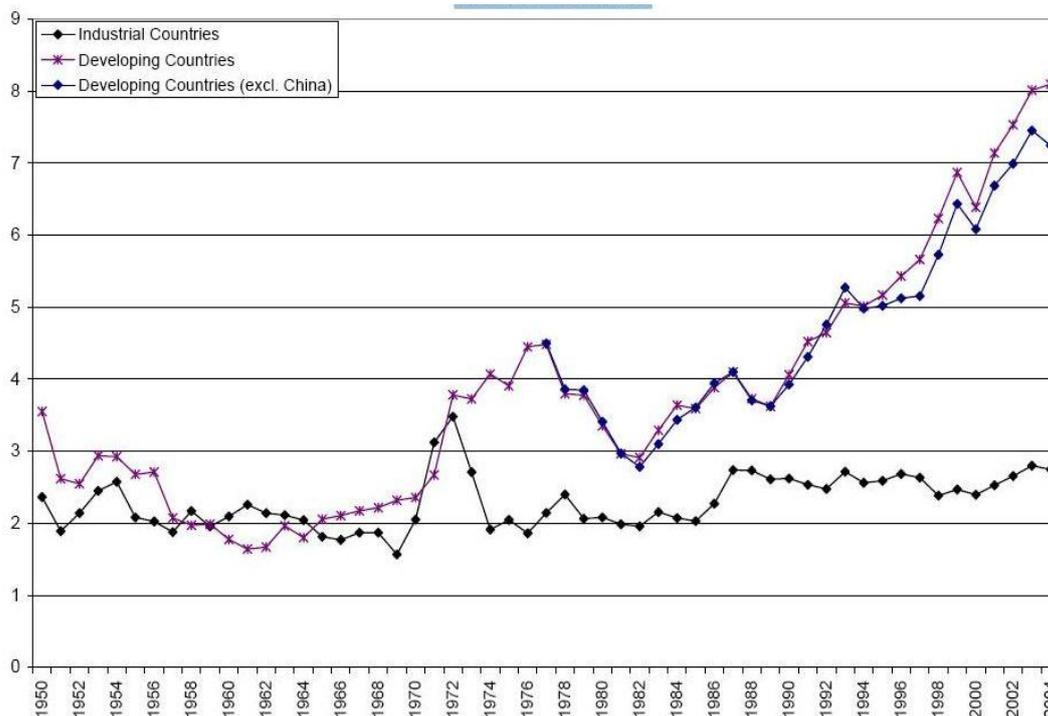
Com isso, ampliou-se a convicção de que a integração financeira agravava a fragilidade dos países em desenvolvimento e que eles deveriam encontrar meios próprios de se proteger da possibilidade de reversão dos fluxos de capitais que haviam recebido. Conforme Rodrik (2006), Carvalho(2010) e Aizenman; Jinjarak; Park (2010) sugerem, a acumulação de reservas internacionais se mostrou a melhor alternativa a ser adotada, pela sua possibilidade de execução em um prazo mais curto de tempo e por não contrariar grandes interesses nacionais nem a continuidade da integração no sistema monetário e financeiro internacional. Outras alternativas, como arranjos monetários regionais, foram tidas como possibilidades de prazos mais longos e de execução mais difícil, também por depender de outros países. Já idéias como reinstalar controles de capitais seriam de execução politicamente difícil, por sua oposição a interesses poderosos e à ideologia Neoliberal que sustentava a abertura financeira e comercial da ordem mundial vigente.

Desde os anos 2000, portanto, como se pode observar na Figura 1.1, o montante de reservas acumuladas pelos países em desenvolvimento tem sido significativamente maior do que o nível de acumulação dos países desenvolvidos, mesmo excluindo-se as reservas chinesas.

Torna-se necessário, entretanto, analisar as motivações dessa acumulação. Até a chamada globalização financeira, a acumulação de reservas servia basicamente para manejar a oferta e a demanda vinda das transações correntes e a regra mais adotada pelos bancos centrais era acumular um montante suficiente para três meses de importação (Rodrik: 2006). O aumento da acumulação de reservas, visto na Figura 1.1, poderia até estar inicialmente mais ligado à abertura comercial, mas, com o tempo, foi ficando claro que esse não seria o único motivo, com as reservas passando a corresponder a bem mais de três meses de importação.

Nesse sentido, considera-se que existem dois grandes motivos que podem levar um país a acumular reservas internacionais: o “motivo mercantilista” e o “motivo precaucional”. O primeiro seria o incentivo à acumulação para conter a valorização da moeda do país, estimulando o crescimento das exportações. O segundo está relacionado ao desejo de autoproteção contra a exposição a paradas súbitas nos fluxos de capitais, que podem surgir a partir do momento em que há abertura financeira.

Figura 1.1: Reservas Internacionais (excluindo ouro) em meses de importação



Fonte: Reproduzido de Rodrik (2006).

Aizenman e Lee (2005) fazem um estudo estatístico que mostra que apenas as variáveis associadas com a abertura comercial e exposição financeira (motivo precaucionário) são importantes, tanto economicamente como estatisticamente, para explicar a acumulação de reservas. As variáveis associadas com preocupações “mercantilistas”, apesar de estatisticamente significantes, são consideradas economicamente insignificantes na explicação do montante acumulado, já visível pelo fato de que tal acumulação não se restringe aos países em que a exportação é fundamental.

Apoiando esse estudo, Rodrik (2006) afirma que, além das evidências estatísticas apresentadas pelos autores, a predominância do motivo precaucionário pode ainda ser vista no fato de que a acumulação tornou-se inevitável quando os governos são incapazes de restringir as ondas dos fluxos de capitais. Dessa perspectiva, haveria um *trade-off* entre a Globalização Financeira e a possibilidade de evitar o custo dos altos níveis de reserva, como se acumulá-las fosse o preço a pagar por não manejar a Conta Financeira mais ativamente, isto é, não impor suficientes controles de capital.

Pode-se dizer que esta discussão estaria relativamente datada, uma vez que após os países em desenvolvimento já terem acumulado níveis excepcionais de reservas, a motivação para continuar com a acumulação estaria frequentemente relacionada à tentativa de controlar a apreciação cambial. Mas de qualquer forma, é possível considerar que a adoção da política de acumulação de reservas, com o aumento expressivo de seus

montantes nos países em desenvolvimento esteve, primordialmente, relacionado a mudanças na dimensão financeira, e não real (importações e exportações). Aliás, já havia evidências para esta hipótese quando a liberalização da entrada de capitais levou a uma explosão de ativos financeiros e passivos e, mesmo antes da acumulação se tornar uma política em si, houve a tentativa de manter a relação entre as reservas e M2 estável.

Muitos autores consideram que a acumulação de reservas nos emergentes provou sua importância na Crise Financeira de 2008, o que é admitido inclusive pelo FMI. Este, em um estudo sobre o impacto dessa recessão nos mercados emergentes, atribuiu, por meio de análises econométricas, um papel significativo às reservas internacionais na explicação do colapso do produto na crise (Llaudes; Salman; Chivakul: 2010).

Segundo estas análises, o nível de reservas está correlacionado negativamente à variação do Produto Interno Bruto em momentos de dificuldade. Assim, quanto menor o nível de reservas mantido, mais elas explicam a queda do produto na crise. Para países com grande montante de reservas, então, a queda do produto estaria mais relacionada ao impacto das dívidas de curto-prazo, sendo mais difícil de acontecer quando há a possibilidade de utilização das reservas em políticas contra-cíclicas para evitar uma crise sistêmica. Com isso, admitem que as reservas, dentro de um limite, ajudaram a amortecer o impacto da crise nos emergentes. Contudo, fazem a ressalva de que a acumulação além do nível da soma das dívidas de curto-prazo com o déficit da conta corrente do país é um excesso que não parece trazer muitos benefícios.

As opiniões são diversas mas, de qualquer forma, é quase consensual a visão de que as reservas tiveram um papel significativo para os emergentes na crise de 2008. Por essa razão, a ideia de que acumular reservas internacionais é muito importante nos países em desenvolvimento tem apresentado grande influência nas decisões de política macroeconômicas tomadas nestas nações.

1.3.2 O caso do Brasil

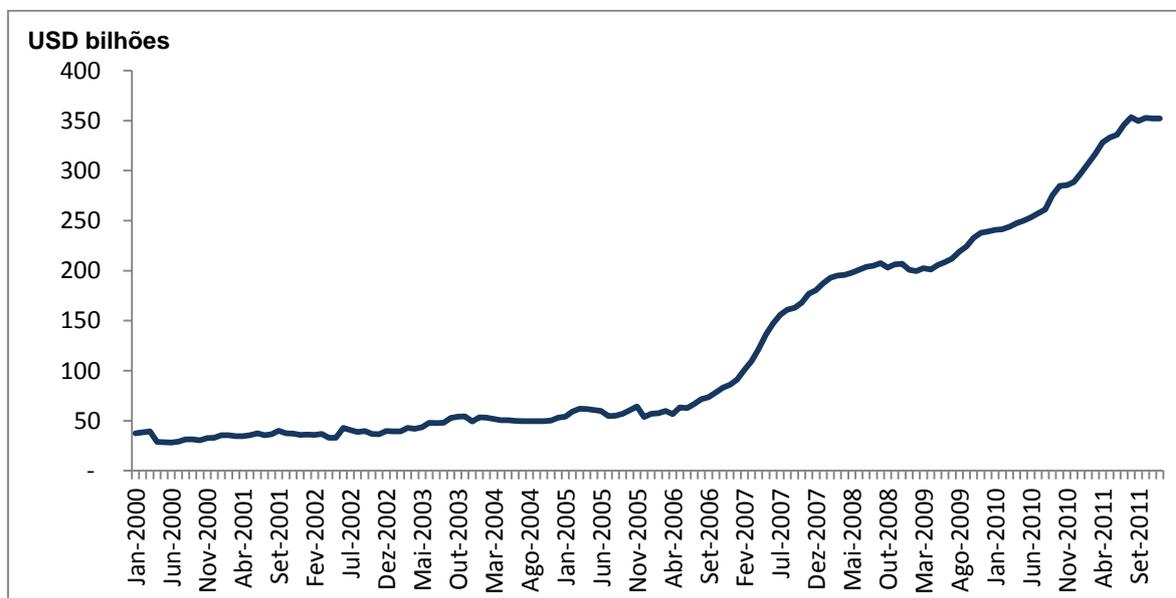
O Brasil se encaixa perfeitamente entre os países em desenvolvimento que optaram pela estratégia autônoma de acumular reservas internacionais contra a volatilidade dos fluxos de capitais que entram no país. Desde 2004, quando se iniciou declaradamente essa política de acumulação (Banco Central do Brasil: Junho, 2010), o montante de reservas saltou de US\$50 bilhões para mais de 350 bilhões em 2011, conforme mostra a Figura 1.2.

O crescimento acelerado da acumulação de reservas foi possibilitado também pela fase de cheia do ciclo de liquidez internacional depois de 2003. Apesar da auto-proteção ser o grande motivo para a adoção da política, no caso brasileiro a acumulação de

reservas também se liga à apreciação do real, explicada por vários motivos, tais como a depreciação mundial do dólar, a taxa de juros nacional atrativa, a alta de preços das commodities, o diferencial de crescimento e ganhos de termos de troca no Brasil (Damico, 2010).

Mais tarde, na Crise Financeira de 2008, já foi possível notar os efeitos benéficos da manutenção desse significativo montante de reservas. Estas, juntamente com os fundamentos macroeconômicos mais sólidos do país, possibilitaram manter um nível de confiança no mercado que colocou o Brasil entre os países menos atingidos pela crise e de mais rápida recuperação.

Figura 1.2: Evolução das Reservas Internacionais Brasileiras (USD bilhões)



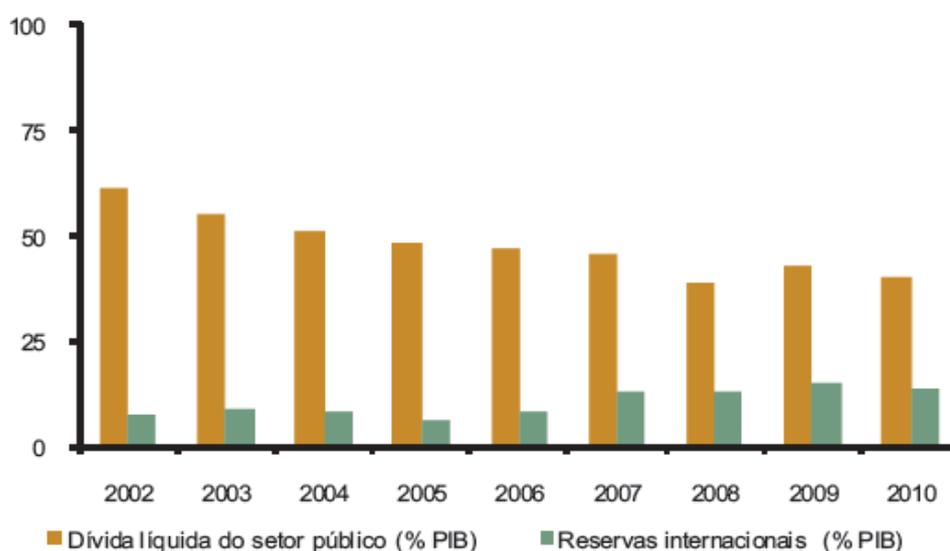
Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil

As reservas internacionais brasileiras funcionaram como um seguro contra a crise. Além de ajudar a acalmar o mercado internacional quanto à percepção de estabilidade e solvência da economia nacional, as reservas tiveram o papel de garantir a oferta de moeda estrangeira para o sistema financeiro nacional e de permitir a realização de políticas anticíclicas para conter a depreciação cambial. No Brasil, o movimento simultâneo de redução da dívida externa soberana e de incremento no volume das reservas também foi um fator importante (Figura 1.3).

A ação do Banco Central na crise teve como diretriz evitar uma crise sistêmica, mas com medidas que não levassem à assunção exagerada de riscos. Para o suprimento de liquidez ao sistema, foram feitos leilões de venda e de venda com recompra de dólares de aproximadamente 12 bilhões. E diante da incerteza sobre a duração da crise, o BC usou

duas inovações, que serão detalhadas mais tarde: o empréstimo de reservas e um acordo de *swap* de moedas com o Federal Reserve (FED). Contra a volatilidade cambial, o BC atuou no mercado de derivativos, programando vender até 50 bilhões de dólares em *swaps* cambiais (25% do montante de reservas), o que acabou não passando de 12 bilhões. Além disso, foram tomadas medidas para assegurar condições de liquidez em moeda nacional, o que se mostrou efetivo dado que não houve fuga dos depósitos. Essas foram algumas diretrizes da atuação do Banco Central na crise, que só se tornaram possíveis graças à acumulação de reservas internacionais.

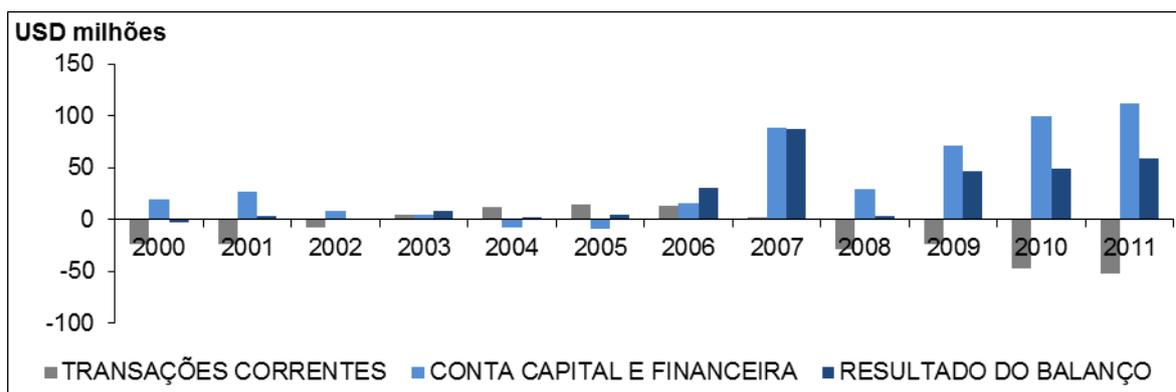
Figura 1.3 – Dívida Líquida do Setor Público/PIB e Reservas Internacionais/PIB



Fonte: Reproduzido de Banco Central do Brasil, 2011

Em setembro de 2008, o volume das reservas acumuladas passou a cobrir a dívida externa total brasileira. Isso significa ter a capacidade de pagamento de todas as suas dívidas com as reservas armazenadas, o chamado *hedge* do passivo externo total. É um feito importante que poderia, supostamente, nos levar a dizer que não há mais possibilidade de crises financeiras no Brasil. Contudo, a análise sobre a composição das contas de nosso Balanço de Pagamentos ainda é mostra de alguma vulnerabilidade. Desde 2007, a explicação para o superávit do Balanço de Pagamentos tem vindo exclusivamente da conta capital e financeira do Brasil (Figura 1.4).

Figura 1.4 – Composição do Balanço de Pagamentos no Brasil de 2000 a 2011



Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil

Como há déficit em Conta Corrente em maior parte do período, é basicamente o investimento estrangeiro no Brasil (investimento direto, em carteira e outros tipos) que tem fechado as contas do Balanço de Pagamentos. O investimento estrangeiro direto (IED) pode até ser considerado um tipo de investimento mais estável, associado à esfera produtiva e de maior prazo; entretanto, as outras modalidades correspondem predominantemente a capitais de curto prazo em busca de valorização financeira. Isso explica porque em 2008, com a crise, o investimento estrangeiro em carteira, em termos líquidos, caiu de 48 milhões de dólares para 767 mil negativos, assim como os outros investimentos estrangeiros foram de 31 milhões para 8 mil dólares (Tabela 1.1).

Tabela 1.1 – Conta Capital e Financeira do Brasil (2007-2009)

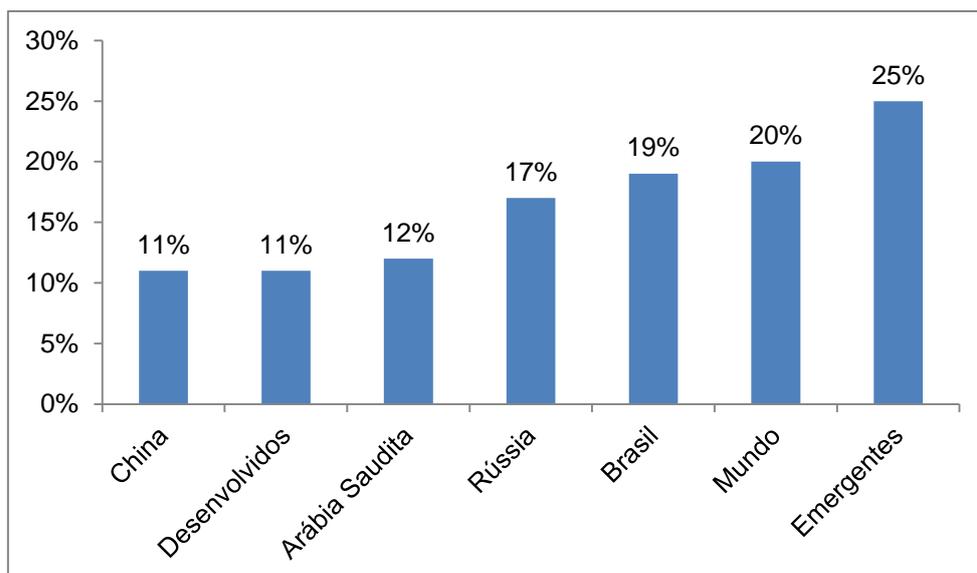
US\$ milhões	2007	2008	2009
Conta capital	756	1.055	1.129
Conta financeira	88.330	28.297	70.172
Investimento direto	27.518	24.601	36.033
Investimento brasileiro direto	-7.067	-20.457	10.084
Investimento estrangeiro direto	34.585	45.058	25.949
Investimentos em carteira	48.390	1.133	50.283
Investimento brasileiro em carteira	286	1.900	4.125
Investimento estrangeiro em carteira	48.104	-767	46.159
Derivativos	-710	-312	156
Outros investimentos	13.131	2.875	-16.300
Outros investimentos brasileiros	-18.552	-5.269	-30.376
Outros investimentos estrangeiros	31.683	8.143	14.076
Resultado	89.086	29.352	71.301

Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil

Com isso, é possível perceber-se que, apesar do enorme montante de reservas acumuladas, o país permaneceu vulnerável e a possibilidade de uma crise financeira não está completamente eliminada. Contudo, devido aos enormes custos de acumulação, não é possível promovê-la indefinidamente, o que torna necessário estimar um montante ótimo de reservas a se acumular, o que será feito no próximo capítulo.

Muitos analistas afirmam que é razoável supor que este montante já foi atingido no Brasil, e que agora os dólares comprados pelo BC têm visado impedir uma valorização ainda mais forte do real (Safatle: 2010). Este problema, aliás, parece ser comum a diversos países que, na tentativa de conter a apreciação da taxa de câmbio – em um ambiente marcado pela chamada “guerra cambial” -, acabam por manter uma taxa de crescimento das reservas maior do que a desejada. A Figura 1.5 mostra que os emergentes são os países que têm mantido maior taxa de acumulação das reservas internacionais, a despeito de estarem entre os países com maior participação das reservas internacionais no PIB.

Figura 1.5: Crescimento das Reservas Internacionais nos últimos 12 meses(Agosto/2010)*



* Não especificado quais países foram considerados no grupo “Emergentes”

Fonte: Elaboração própria. Dados: Damico, 2010

O Brasil, entretanto, com uma taxa anual (de Agosto de 2009 a 2010) de crescimento da acumulação de reservas a 19%, encontra-se bem abaixo da média dos emergentes (25%), apesar de estar compatível com a média mundial (20%). Além disso, nota-se que China, Rússia e Arábia Saudita estão jogando para baixo a média de acumulação dos países emergentes, possivelmente por estarem entre os quatro países com maior volume de reservas.

A Tabela 1.2 mostra qual a porcentagem do PIB representada pelas reservas internacionais de alguns países e qual a posição ocupada pelo seu volume de reservas acumuladas. Há certa distorção nos dados, em função de pequenas diferenças de data entre o dado do PIB e da reserva. Mas de qualquer forma, fica visível que os países em desenvolvimento e subdesenvolvidos têm acumulado um montante de reservas muito mais representativo do que os países desenvolvidos. Além disso, ganham destaque dentre os emergentes, os asiáticos como China, Hong Kong, Índia e Rússia.

Pode-se ver que, no Brasil, as reservas ainda não são tão grandes com relação ao PIB. Em Abril de 2012, elas eram de USD 374 bilhões e representavam 15% do PIB enquanto, a China, maior possuidor de reservas do mundo, detinha USD 3,3 trilhões em caixa (45% do PIB). O grande problema no caso brasileiro, a ser analisado no próximo capítulo, diz respeito ao seu custo estar entre um dos maiores do mundo, dada a altíssima taxa de juros básica no país.

Tabela 1.2 – Participação aproximada das Reservas Internacionais no PIB

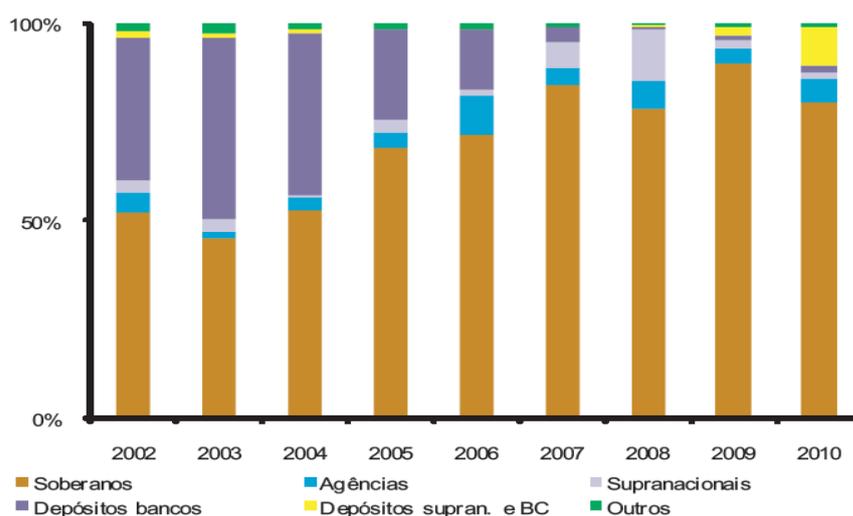
Posição no ranking de reservas em USD	País	PIB 2011 (USD bilhões)	Reservas (USD bilhões)	% Reservas/PIB	Data do dado Reserva
	Hong Kong	243,3	294,6	121,1%	mar/12
3	Arábia Saudita	577,6	541,1	93,7%	dez/11
65	Bolívia	24,6	12,7	51,8%	mar/12
1	China	7.298,1	3.305,0	45,3%	mar/12
29	Peru	173,5	58,3	33,6%	mai/12
4	Rússia	1.850,4	510,4	27,6%	mai/12
65	Uruguai	46,9	11,7	25,0%	abr/12
78	Paraguai	21,2	5,1	24,0%	dez/11
2	Japão	5.869,5	1.289,5	22,0%	abr/12
9	Índia	1.676,1	294,8	17,6%	abr/12
43	Chile	248,4	38,8	15,6%	abr/12
31	Emirados Árabes	360,1	55,3	15,4%	dez/11
6	Brasil	2.492,9	374,3	15,0%	abr/12
20	Indonésia	845,7	116,4	13,8%	abr/12
59	Vietnam	122,7	16,8	13,7%	dez/11
16	México	1.154,8	155,9	13,5%	mar/12
30	Noruega	483,7	58,1	12,0%	mar/12
55	Nova Zelândia	161,9	19,4	12,0%	abr/12
23	Turquia	778,1	93,0	12,0%	abr/12
40	Argentina	447,6	47,8	10,7%	abr/12
45	Colômbia	328,4	32,7	10,0%	mar/12
49	Venezuela	315,8	30,9	9,8%	dez/11
34	Austrália	1.488,2	49,8	3,3%	abr/12
17	Estados Unidos	15.094,0	151,4	1,0%	abr/12

Elaboração própria. Dados: FMI

Quanto ao investimento das reservas brasileiras, conforme o Relatório de Gestão de Reservas do Banco Central de Junho de 2010, a prioridade é manter a liquidez e segurança dos ativos, tendo em vista um horizonte de longo prazo. Assim, o perfil de investimento é significativamente conservador, o que implica em taxas baixas de rendimento. Em busca de uma exposição reduzida ao risco cambial, a distribuição por moeda das reservas internacionais tende a seguir o perfil do passivo externo do país. Somente a partir de 2009, após atingida a condição de *hedge* do passivo total e diminuídos os temores da Crise Financeira Mundial, é que observa-se uma tentativa maior de diversificação, diminuindo um pouco o total aplicado em títulos soberanos e o montante alocado em dólar. Contudo, essa diversificação é contraposta a uma diminuição do prazo médio dos investimentos, com o objetivo de reduzir a exposição ao risco. Isso é o que se analisa a seguir.

Os investimentos são realizados em instrumentos de renda fixa, especialmente títulos do governo norte-americano, títulos governamentais da comunidade europeia, títulos de agências governamentais, títulos de organismos supranacionais e depósitos bancários a prazo fixo. Como a Figura 1.6 mostra, em dezembro de 2010, 80% da alocação se dava em títulos governamentais (basicamente norte-americanos), 1,8% em títulos de organismos supranacionais, 6% em títulos de agências governamentais, 1,2% em depósitos bancários, 10% em depósitos em instituições supranacionais e 0,7% em outras classes de ativos, como por exemplo, em ouro.

Figura 1.6: Distribuição das reservas internacionais por classes de ativos²



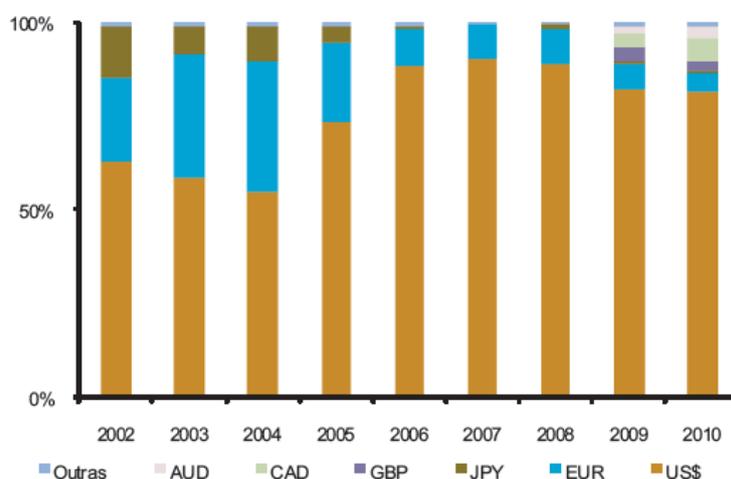
Fonte: Reproduzido de Banco Central, 2011

² Supranacionais são papéis emitidos por organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o Bank for International Settlements (BIS), o Banco Mundial (Bird) etc. Agências governamentais são entidades patrocinadas por um governo nacional criadas com o objetivo de fomentar certos setores da economia por meio da emissão de papéis.

Quanto à distribuição por moedas (Figura 1.7), até 2007 o movimento foi claramente no sentido do dólar, que chega a representar 90% neste ano. Em 2009, a diversificação reduziu de 90% para 81% o peso do dólar dentre as moedas de reserva do Brasil, o que se manteve em 2010.

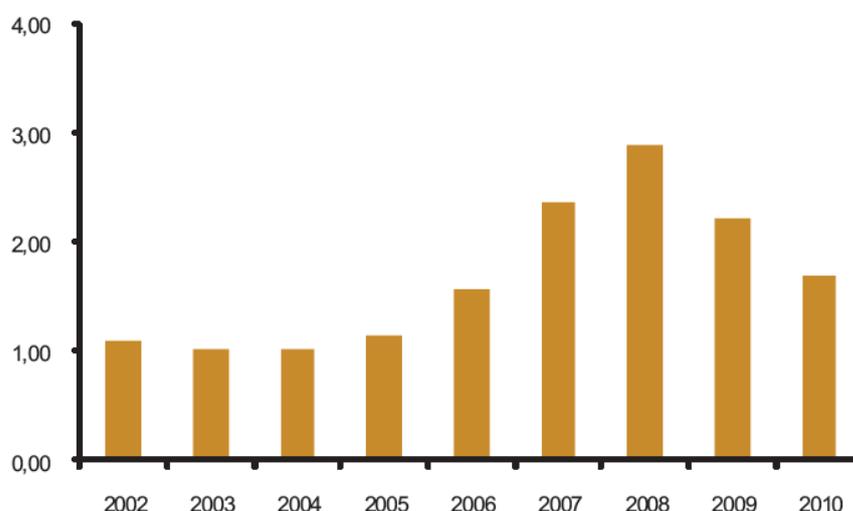
O prazo médio de investimento (Figura 1.8) das reservas teve um movimento levemente crescente de 2005 a 2008, mostrando a busca por um maior retorno. Em 2009, porém, com o objetivo de reduzir a exposição a risco de mercado, encurtou-se o prazo médio de investimento da carteira, o que também acontece na média de 2010.

Figura 1.7: Distribuição das reservas internacionais por moedas



Fonte: Reproduzido de Banco Central, 2011

Figura 1.8: Prazo médio anual dos investimentos



Fonte: Reproduzido de Banco Central, 2011

Conclusão

A integração dos países em desenvolvimento na chamada ordem da globalização financeira pressupõe que eles se abram à entrada e saída de capitais de seu país. O que este capítulo mostra, porém, é que tais países estão submetidos a assimetrias monetária, financeira e macroeconômica, que os tornam mais vulneráveis aos ciclos internacionais de liquidez existentes. Estes são provenientes da dinâmica especulativa dos fluxos de capitais que, por estarem cada vez mais permeados pela lógica da valorização de curto prazo, tornam-se intrinsecamente instáveis.

Diante da necessidade de proteção contra essa vulnerabilidade externa e da falha da arquitetura financeira internacional e do FMI em provê-la, os países em desenvolvimento têm acumulado grandes montantes de reservas internacionais. A ideia é que essa política diminuiria a probabilidade de uma crise financeira sistêmica ocorrer.

A partir da crise financeira de 2008 foi possível verificar que a acumulação de reservas têm se mostrado eficaz nos países em desenvolvimento, tanto para acalmar o mercado quanto para possibilitar a execução de políticas anticíclicas nesses momentos de incerteza. O caso brasileiro é um bom exemplo do sucesso dessa estratégia em 2008.

No Brasil, a política de acumulação de reservas internacionais foi fortemente adotada. Seus mais de USD 370 bilhões, mesmo abaixo da média dos emergentes de reservas como proporção do PIB, já foram capazes de proporcionar a condição de *hedge* do passivo total brasileiro em 2009. O perfil de aplicação desse montante de recursos, como foi evidenciado, tem que ser conservador para cumprir sua função de proteger o país da vulnerabilidade externa, o que implica em uma rentabilidade mais baixa das aplicações.

Apresentada a importância dessa acumulação para os emergentes e feita a análise mais detalhada do perfil das reservas brasileiras é preciso, então, discutir os altos custos envolvidos nessa política, que acabam por colocar limites ao aumento do montante de reservas. Isso será feito no próximo capítulo.

CAPÍTULO 2: Os custos das reservas e o montante ideal a ser acumulado

Introdução

A intensa acumulação de reservas internacionais nos países em desenvolvimento, a despeito de seus inegáveis benefícios, traz consigo também uma preocupação com seus custos. A análise destes é uma questão que se impõe à discussão, após ter sido apresentada a importância para os países em desenvolvimento em acumular reservas internacionais, a evolução das reservas brasileiras e seu perfil de investimento.

No debate sobre valer ou não a pena pagar os custos da manutenção de certo nível de reservas, primeiro, serão analisados (item 2.1) os estudos a respeito de qual seria o montante ótimo de reservas a ser acumulado por um país. Para tanto, serão apresentados os indicadores tradicionalmente mais usados, bem como as ressalvas feitas quanto à aplicabilidade dos mesmos.

Em seguida, serão detalhados os custos ligados à acumulação de reservas. Diante da inexistência de uma metodologia de cálculo oficial, duas linhas de cálculo são expostas no item 2.2: o do custo social e o do custo fiscal das reservas.

No terceiro tópico (item 2.3), os custos das reservas brasileiras serão analisados com mais profundidade conforme o método do custo fiscal, utilizado de algumas formas diferentes (com a variação cambial ou não) para chegar a estimativas dos mesmos no país. Na comparação com alguns outros países em desenvolvimento torna-se evidente o problema da alta taxa de juros básica brasileira.

2.1 Montante ótimo de acumulação das reservas

A existência de custos limita a acumulação de reservas internacionais, trazendo para primeiro plano o debate sobre qual seria o montante ótimo de reservas a ser acumulado em um país. A esse respeito existem diferentes opiniões, sendo que os conceitos tradicionalmente mais utilizados são aqueles adotados como parâmetros para a acumulação a relação entre as reservas e as importações ou entre as reservas e o valor da dívida de curto prazo.

A tradicional regra de acumular reservas em um montante igual a três meses de importação, como foi visto no item 1.3.1, pode ser considerada superada nos tempos de globalização financeira, quando os países em desenvolvimento passaram a apresentar níveis de reservas muito superiores.

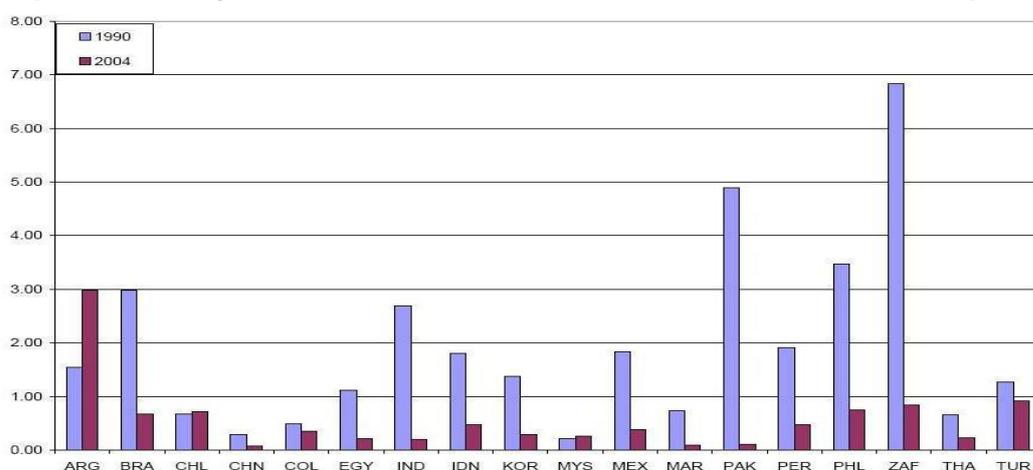
Outra das regras mais conhecidas é a de Greenspan-Guidotti, assim nomeada em função de Pablo Guidotti, ex-ministro adjunto de Finanças argentino, e Alan Greenspan, ex-presidente do conselho do Federal Reserve. Guidotti foi o primeiro a expor a regra, em um seminário do G-33 em 1999, enquanto Greenspan divulgou-a amplamente em um discurso no Banco Mundial. A regra considera que as reservas de um país devem, pelo menos, igualar-se a suas dívidas externas de curto prazo de um ano ou menos. Pressupõe-se que um montante superior ao das dívidas com maturidade de um ano deve ser suficiente para pagar as obrigações do país, mesmo durante uma crise financeira (Greenspan, 1999 e Aizenman; Jinjarak; Park: 2010).

Contudo, quando a confiança do mercado está completamente abalada, como aconteceu, por exemplo, com a Coreia na Crise Asiática, as reservas, independentemente do montante acumulado, podem não ser suficientes e a intervenção para estabilizar o câmbio não efetiva. Nessa conjuntura, apresentar bons fundamentos econômicos, como era o caso da Coreia, não descarta a possibilidade de fuga maciça de capitais (Cardim de Carvalho, 2010).

Seguindo este raciocínio, pode-se perceber (Figura 2.1) que a relação entre as dívidas de curto prazo e as reservas nos países emergentes sofreu grandes alterações ao longo do tempo. Enquanto nos anos 1990 apenas 6 dos 18 países listados tinham esse coeficiente menor do que 1, em 2004 somente a Argentina, que se recuperava de uma grave crise externa, permanecia ainda acima de 1. Desde então, a tendência das políticas de prevenção às crises financeiras não tem sido a de limitar a acumulação de reservas ao montante de dívidas de curto-prazo.

Para provar que os padrões atuais de reservas não são absurdos, muitos estudos estimam o custo das crises financeiras e mostram que os países com maior coeficiente reservas/dívidas de curto prazo são menos vulneráveis a essas. Cardim de Carvalho (2010) reforça que a segurança trazida pela acumulação de reservas pode ser superestimada nos indicadores tradicionais, como os que consideram a relação entre reservas e as importações ou o valor da dívida de curto prazo.

Figura 2.1:Relação Dívida de curto prazo/ Reservas nos Países Emergentes



Fonte: Reproduzido de Rodrik (2006)

Por isso, em uma situação de crise, seria fundamental considerar nos cálculos a possibilidade de uma aceleração da repatriação de capital e lucro pelos investidores diretos externos (IED) e a saída em massa dos investimentos em portfólio dos não residentes. Além disso, após a liberalização da conta de capital, é preciso incluir também a possibilidade de fuga de capitais de residentes, que conforme Cardim de Carvalho (2010), é sempre omitida nos cálculos apesar de terem sido grandes desencadeadoras das crises de balanço de pagamentos dos anos 1990. A necessidade de prevenir-se contra todos esses fatores tornaria possível, portanto, aceitar que o montante acumulado de reservas vá além das regras tradicionais.

Rodrik e Velasco (2000), na mesma linha, fazem a estimativa de que países que seguem a regra de Guidotti-Greenspan-FMI reduzem em pelo menos 10% a probabilidade de uma reversão repentina nos fluxos de capital. Assim, se uma crise financeira custar em média 10% do PIB, próximo do que é verificado empiricamente, o valor esperado do benefício da regra de Guidotti-Greenspan-FMI seria de aproximadamente 1% do PIB (0.10x0.10). Portanto, um governo avesso ao risco investiria mais de 1% da PIB na acumulação de reservas.

Uma das ressalvas que era feita com frequência era de que o aumento de reservas internacionais não seria a única forma de se incrementar a liquidez, por ser um conceito relativo que se baseia no nível de ativos líquidos em relação ao de passivos líquidos. Uma estratégia ótima, portanto, combinaria a acumulação de reservas com a redução da exposição a dívidas externas de curto prazo (Rodrik: 2006).

De forma detalhada, Rodrik e Velasco (2000) mostram, por um lado, os efeitos perversos de se manter uma alta proporção de dívidas de curto prazo e, por outro, que é possível influenciar a maturidade da dívida nacional. Na comparação feita com uma amostra de 32 países emergentes, aqueles que passaram por uma reversão súbita dos fluxos de capital tiveram uma maior proporção de dívidas de curto prazo e, principalmente, uma relação entre dívidas de curto prazo e reservas que é pelo menos o dobro da dos outros países restantes.

O argumento de reforço é o de que os benefícios das dívidas de curto prazo não estariam comprovados para que o governo fosse dissuadido a restringi-las. Ou seja, não haveria estudos empíricos que provassem que uma maior dívida de curto prazo, com riscos diversificados, pode levar a uma melhor intermediação financeira e investimento doméstico (Rodrik: 2006). Para Aizenman (2005), os ganhos do mercado financeiro internacional com a abertura financeira estariam superestimados. Um exemplo disso é que apesar dos empréstimos de curto prazo serem normalmente mais baratos, porque transferem um risco maior, a formação bruta de capital fixo não teria sido afetada pela grande entrada de capitais de curto prazo nos PED a partir dos anos 1990 (Rodrik: 2006).

Contudo, mais recentemente, o perfil da dívida de curto-prazo nos emergentes melhorou significativamente, tornando o argumento acima relativamente datado. Assim, não se poderia mais dizer que as reservas internacionais têm sido a principal estratégia dos PED para incremento de liquidez por falta de manejo das dívidas de curto-prazo. O alto montante estaria mais ligado ao fato de que a quantidade ideal a ser acumulada é dificilmente calculável de forma exata, uma vez que em uma situação de crise não é fácil prever a reação dos agentes. Assim, fugas maciças de capital podem acontecer mesmo com altíssimos níveis de reservas e bons fundamentos econômicos do país.

Por isso, não há consenso e os países em desenvolvimento têm optado por manter um nível de reservas bem acima dos indicadores tradicionais, que é considerado exagerado por alguns e adequado por outros. Mais recentemente, em alguns casos, como os da China e Brasil, que serão vistos adiante, a acumulação mais recente de reservas têm estado também relacionada à evitar a maior apreciação da moeda nacional frente a grandes entradas de capital, apesar do motivo inicial da acumulação ter sido a proteção contra a vulnerabilidade externa, como apresentado no primeiro capítulo (Rodrik: 2006).

2.2 Metodologias de cálculo do custo de acumulação de reservas internacionais: o custo social e o custo fiscal

Como foi mostrado, a acumulação de reservas internacionais tem sido a forma mais utilizada nos países em desenvolvimento para aumentar sua liquidez visando diminuir a volatilidade a crises financeiras. Essa constatação coloca a análise e estimativa dos custos de tal estratégia em posição fundamental na discussão sobre o tema.

Não há consenso sobre qual a forma correta de se calcular tais custos; assim, existem muitas estimativas diferentes, sem uma versão oficial. O trabalho de Rodrik (2006) foi um dos esforços internacionais mais conhecidos. O autor elabora um conceito diferente do conceito tradicional do custo fiscal, que será exposto mais à frente, para o cálculo do custo das reservas, denominado por ele de custo social. Este é igual à diferença entre o rendimento dos ativos líquidos de reserva (Y) e o custo do *funding* externo (C_f):

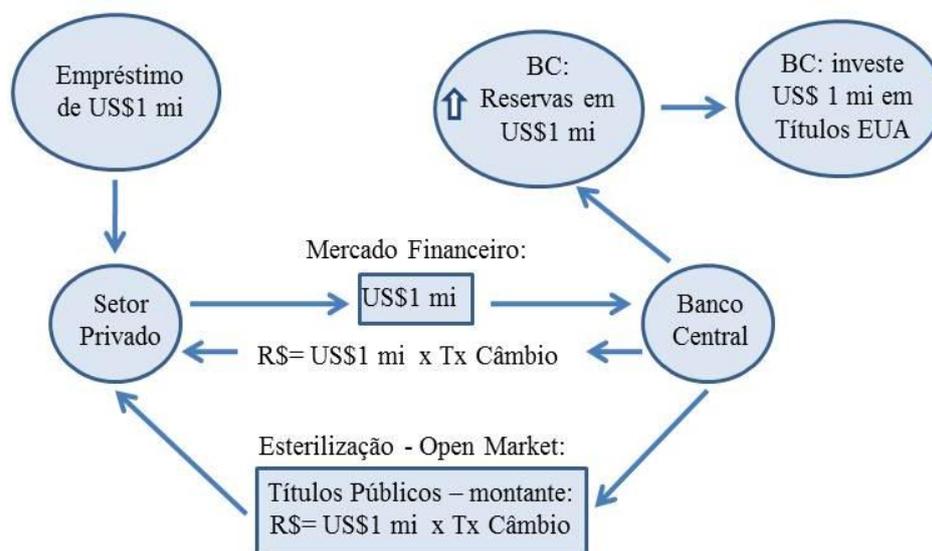
$$\text{Custo Social: } C_s = Y - C_f$$

O rendimento (Y) é o obtido pelos Bancos Centrais a partir do investimento das reservas, que é feito principalmente em *securities* de curto prazo de baixo rendimento, como os títulos do Tesouro americano ou outros de baixíssimo risco e alta liquidez. Já o custo de *funding* (C_f) seria o custo de adquirir empréstimos externos ou, na terminologia do autor, a “taxa social” de retorno de se investir no país em questão. Esse custo social (C_s) de oportunidade normalmente seria de vários pontos percentuais, dado o baixo rendimento das reservas quando comparadas ao custo de *funding*. Vale acrescentar que é desconsiderado por Rodrik (2006) o fator de que com um aumento do montante de reservas de um país seu custo de *funding* externo deve diminuir (com a queda do risco-país), o que reduziria parte desse custo social.

Para ilustrar o cálculo do custo social, pode-se imaginar um país que siga a regra de Guidotti-Greenspan-FMI, ou seja, que tenha reservas no mesmo montante que seu passivo de curto prazo de um ano. Nesse caso, conforme a Figura 2.2, se uma empresa toma um empréstimo de curto prazo, o Banco Central precisa aumentar suas reservas naquele mesmo montante. A medida mais comum nesse consiste em comprar moeda internacional no mercado financeiro doméstico e investi-la em títulos públicos norte-americanos ou similares. Depois, para anular o efeito da intervenção na oferta de moeda, vende-se títulos públicos nacionais ao setor privado, processo conhecido como esterilização. Ao final das transações, o setor privado possuirá títulos públicos nacionais balanceando seu empréstimo externo e o Banco Central terá aumentado seus ativos

externos e diminuído, no mesmo montante, os títulos governamentais possuídos (Rodrik, 2006).

Figura 2.2: Esquema para Passivo CP/ Reservas fixo



Fonte: Elaboração própria

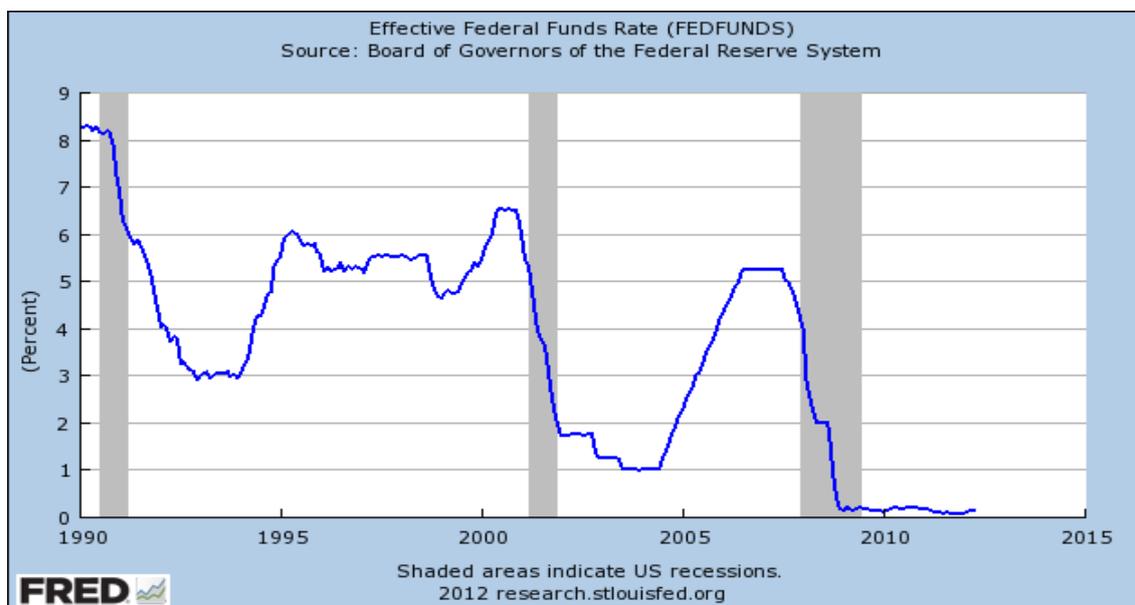
Aparecem algumas consequências notáveis ao se aplicar essa regra de Guidotti-Greenspan-FMI. Primeiro, mesmo quando o processo se inicia com um empréstimo externo, ao final não há transferência líquida de recursos externos para o país e sim um aumento do passivo externo privado ligado a um incremento nos ativos externos do Banco Central. Segundo, o empréstimo externo privado de curto prazo não aumenta a capacidade total do setor privado de investir, pois esse termina por possuir títulos públicos nacionais em mesmo montante do empréstimo feito. Portanto, ao agregar os balanços público e privado, o efeito líquido é de um empréstimo externo de curto prazo e de um investimento equivalente em ativos externos de curto prazo, como os títulos do Tesouro americano (Rodrik: 2006).

O conceito de custo social das reservas segue essa linha de pensamento. Neste, para cada dólar dos ativos de reserva, se paga um custo ou prêmio de segurança, igual ao *spread* entre o custo de *funding* externo de curto prazo do setor privado e o rendimento dos ativos líquidos de reserva internacional obtido pelo Banco Central.

Na tentativa de fazer uma estimativa desse custo social, Rodrik (2006) calcula o custo de acumular reservas superiores a três meses de importação. Isso é feito visando capturar no montante mínimo de reservas o componente tradicional de mantê-las para financiamento da conta corrente e, ainda, fornecer uma estimativa mais realista, visto que o montante acumulado pelos PED tem sido bem superior àquele nível.

No cálculo, o autor considera a taxa de rendimento das reservas igual ao rendimento dos títulos de curto prazo do Tesouro norte-americano (Figura 2.3), onde a maior parte está investida.

Figura 2.3: Taxa de juros de curto prazo dos títulos do Tesouro norte-americano

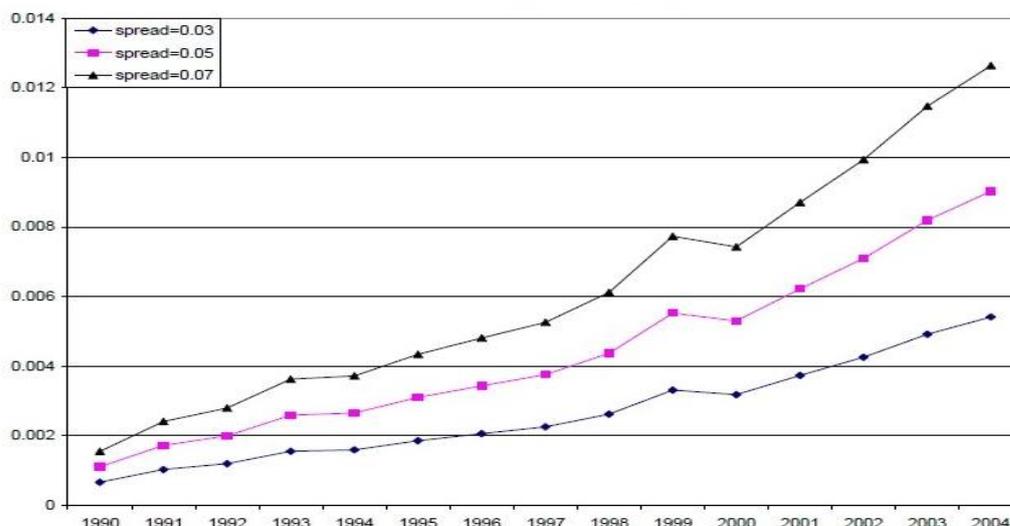


Fonte: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>

A maior dificuldade está em estimar o custo do *funding* externo, que não possui fontes diretas de informação, já que muitas vezes consistem em empréstimos de bancos comerciais, que não expõem publicamente suas taxas de juros. Como alternativa, Rodrik (2006) usa os *spreads* do Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes (EMBI) calculado pelo banco JP Morgan, que variam bastante e podem, segundo ele, por um lado, aumentar a estimativa no caso de créditos comerciais tomados com juros baixos, mas também, por outro, podem ser menores que as taxas caras de crédito pagas por alguns países em desenvolvimento.

Com três conjuntos de cálculos, com *spreads* de 3%, 5% e 7%, a Figura 2.4 mostra que a partir de 1990, com o aumento rápido do “excesso de reservas”, seu custo também cresceu de forma acelerada. Para se obter o custo desse excesso, a diferença entre o rendimento dos títulos de curto prazo do tesouro norte americano e o *spread* EMBI é aplicada ao montante de reservas carregado pelo país. A conclusão a que chega o autor é que ao considerar os 5% de *spread*, o custo do excesso de reservas, já em 2004, estaria próximo a 1% do PIB nos países em desenvolvimento. Esse é um número significativamente alto, que indica que os PED pagam bastante para jogar segundo as regras da globalização financeira, considerando que pós 2004 acelera-se muito a acumulação de reservas.

Figura 2.4: Custo Social do Excesso de Reservas nos Países em Desenv. (%PIB)



Fonte: Extraído de Rodrik (2006).

Apesar de importante de se tomar o conhecimento do conceito de Rodrik de custo social, este é de difícil aplicação prática pelas simplificações envolvidas no conceito e a grande dificuldade em se estimar o custo de *funding* externo do setor privado. Por isso, há outras formas de medir o custo de manutenção das reservas e aquela que talvez apareça com mais freqüência é a do chamado custo fiscal das reservas, ou quase-fiscal, porque não se refere diretamente a tributação e gastos do setor público.

Nesta metodologia, o *spread* relevante é entre o rendimento das reservas (Y) e a taxa de juros dos títulos do governo (i), ou seja, o custo que atinge diretamente o setor público. A taxa de juros dos títulos do governo é usada como representante do custo da esterilização feita pelo governo quando há um aumento indesejado da base monetária. No Brasil, a taxa SELIC é a referência mais usada nesse caso, apesar de o governo considerar para certos cálculos outros parâmetros, como será mostrado adiante.

Custo Fiscal: $Cfi = Y - i$

O conceito de custo fiscal representaria o custo que afeta diretamente o setor público, enquanto que, ao agregar os setores público e privado, o conceito do custo social visto visa mostrar o impacto total do custo das reservas. Isso porque qualquer diferença entre a taxa de juros nacional e a taxa de empréstimo externo de curto prazo equivaleria a uma transferência do setor público para o privado, que precisa ser saldada no cálculo do custo das reservas para o país como um todo (Rodrik, 2006). Contudo, por suas dificuldades operacionais, as estimativas mais conhecidas e aquelas realizadas nesse trabalho usam o método do custo fiscal para análise quantitativa.

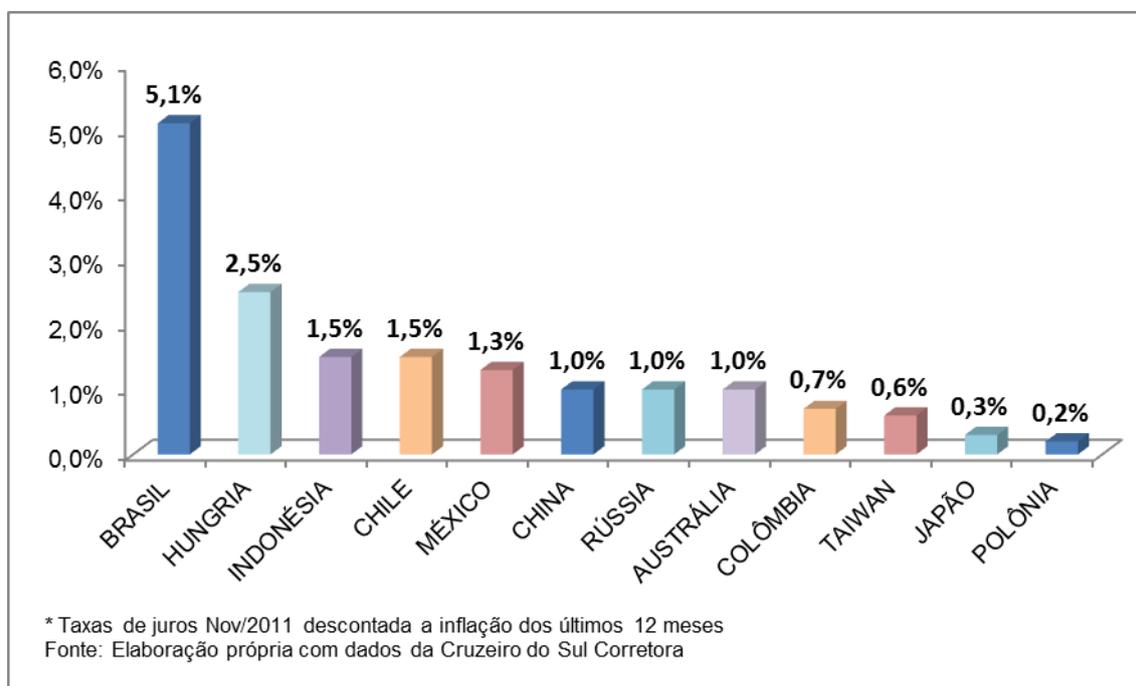
2.3 Custos da Acumulação de Reservas Internacionais no Brasil

2.3.1 Contextualização

Após a análise do montante e perfil das reservas brasileiras no primeiro capítulo, algumas estimativas do custo dessas reservas podem ser apresentadas, com base nos diferentes métodos de cálculo do custo fiscal. Apesar da política de acumulação de reservas internacionais no país ter sido anunciada em 2004 (Banco Central do Brasil: Junho, 2010), ela se deu mais explicitamente a partir do ano de 2006; por isso, o período 2006-2011 será preferencialmente analisado na seção 2.3, quando as reservas brasileiras saltaram de aproximadamente USD 54 bilhões (janeiro, 2006) para USD 350 bilhões (dezembro, 2011).

Quando se fala do custo das reservas brasileiras, o primeiro fator que pode ser destacado é a altíssima taxa básica de juros no país. Como a Figura 2.5 mostra, até o ano de 2011 o Brasil era o país com maior taxa real de juros no mundo em um ranking de 40 países, dos quais 26 têm taxas de juros reais negativas.

Figura 2.5: As 12 maiores taxas de juros reais no mundo (Nov, 2011)



Quanto ao *ranking* de juros nominais, o Brasil também estava entre os primeiros até 2011. O que afirmava-se era que apenas uma queda de mais de 3% em sua taxa de juros nominal tiraria o país do topo do *ranking* dos juros reais (Cruzeiro do Sul Corretora, 2011).

Tabela 2.1: Taxas de Juros Nominais

As 40 maiores taxas de juros nominais entre os principais países do mundo		
Ranking	País	Taxa Ano
1	Venezuela	18,30%
2	Brasil	11,00%
3	Argentina	9,00%
4	Rússia	8,25%
5	Índia	7,50%
6	China	6,56%
7	Hungria	6,50%
8	Indonésia	6,00%
9	Turquia	5,75%
10	África do Sul	5,50%
11	Chile	5,25%
12	Colômbia	4,75%

Fonte: Cruzeiro do Sul Corretora, Novembro 2011

Ao analisar as estimativas de custo das reservas, ficará claro que o patamar dos juros é uma diferença primordial dentre os países que vêm acumulando grandes montantes. Assim, como o custo fiscal no Brasil pode ser calculado pela diferença entre a taxa SELIC (taxa de juros básica nacional, que remunera os títulos do governo) e o rendimento das reservas, o topo do *ranking* dos juros fará com que o Brasil tenha um dos maiores custos fiscais, apesar de estar abaixo da média dos emergentes em volume e proporção de reservas em relação ao PIB.

Os outros dois fatores que afetam o custo de reservas, não só do Brasil como dos outros emergentes acumuladores, são: primeiro, o volume recorde que vem sendo acumulado, que faz com que o diferencial de juros incida sobre uma base alta; segundo, a baixa rentabilidade dos ativos em que as reservas são aplicadas (Damico, 2010).

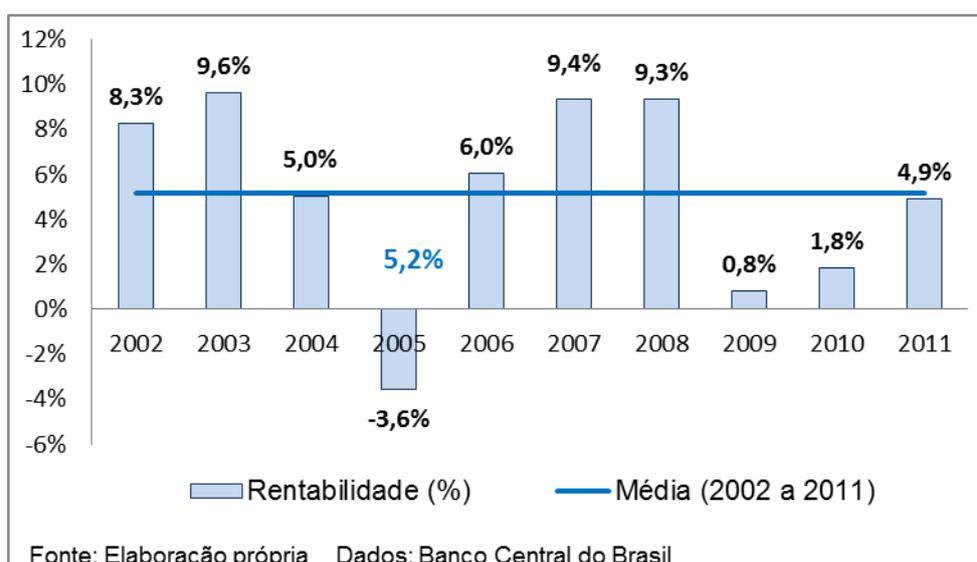
Como já foi dito anteriormente, existem diferentes metodologias para calcular o custo de acumulação das reservas, sem consenso e/ou metodologia oficial, uma vez que o Banco Central divulga a rentabilidade das reservas, mas não seu custo. Assim, não se pode chegar a valores precisos do custo da acumulação de reservas, com seu montante variando de acordo com o que é considerado no cálculo. Neste trabalho, a análise do que se chama de “custo fiscal” das reservas brasileiras será feito de duas formas diferentes: considerando ou não considerando a variação cambial.

2.3.2 Estimativas do custo das reservas internacionais brasileiras

A) Custo Fiscal simplificado

No cálculo simples do custo fiscal, o mais utilizado em artigos e jornais, o que se considera é o diferencial entre a rentabilidade das reservas (Figura 2.6) e a taxa básica de juros nacional (a taxa SELIC no Brasil), considerada como o custo de esterilização.

Figura 2.6: Rentabilidade das Reservas Brasileiras: 2002 a 2011³



Segundo o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais (Banco Central, 2011), a rentabilidade abaixo da média, mais especificamente em 2009 e 2010, se deveu à maior prudência do Banco Central, que reduziu os prazos médios de investimento, além do ambiente de baixas taxas de juros no mercado financeiro internacional.

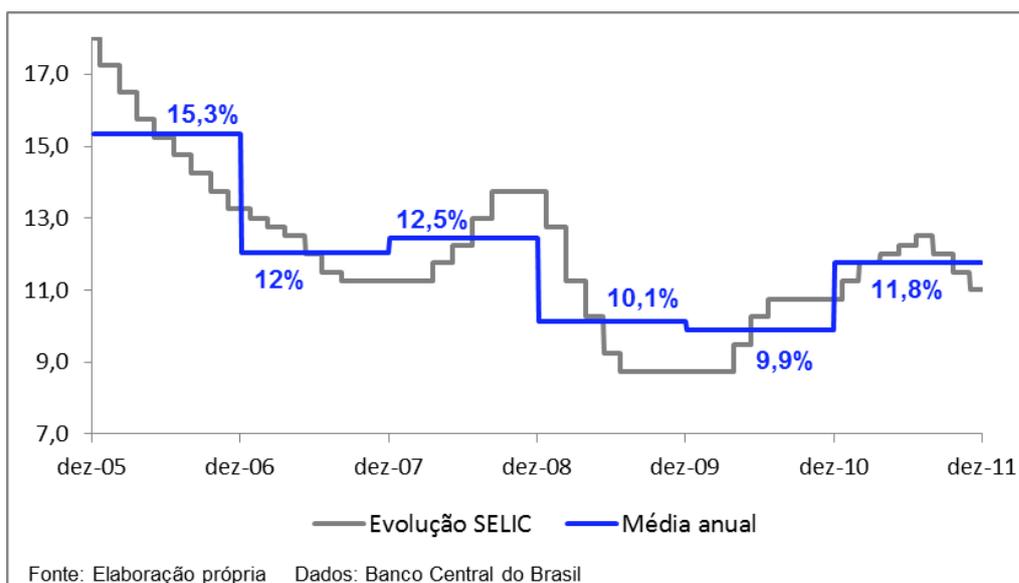
A recuperação do rendimento das reservas, até outubro de 2011, seria proveniente de uma maior diversificação visando retornar à média histórica de rendimento de 5,2%, conforme o diretor de Política Monetária do Banco Central, Aldo Mendes (Alves,

³ Durante a realização desse trabalho a única fonte de dados encontrada para a rentabilidade das reservas brasileiras foi o Relatório de Gestão das Reservas do Banco Central. Neste, não está explicitada a forma de cálculo do dado apresentado. Apenas consta que o cálculo foi feito pelo Banco Central a partir de dados de seu sistema gerencial e programa de gerenciamento externo, sendo a base o dólar norte-americano (Banco Central, 2011). Por isso, apesar dos dados causarem estranheza (uma vez que a média de 5,2% de rentabilidade parece alta quando se aplicam as reservas majoritariamente em títulos soberanos) este trabalho considera que estes dados referem-se apenas à rentabilidade da aplicação das reservas desconsiderando efeitos da variação cambial dos ativos em outras moedas (basicamente o dólar norte-americano).

2011). De qualquer forma, as reservas trazem no geral um baixo rendimento quando comparado à taxa de juros básica nacional, uma vez que a maior parte das reservas é aplicada em títulos soberanos de alta liquidez.

Para a estimativa, considera-se a média anual da taxa SELIC (Figura 2.7). O cálculo será feito a partir do ano de 2006, quando a acumulação de reservas tornou-se explicitamente uma política do governo contra a vulnerabilidade externa.

Figura 2.7: Evolução da SELIC (%) 2006-2011



Com os dados sobre o montante das reservas brasileiras é possível estimar então nosso Custo Fiscal (em US\$ bilhões) simplificado:

$$\text{Custo Fiscal} = (\text{Taxa Selic} - \text{Rendimento das reservas}) \times (\text{Montante de reservas})$$

Esse montante em US\$ bilhões permite, por fim, estimar qual a representatividade do Custo Fiscal como porcentagem do PIB. A Tabela 2.2 resume os dados usados e os cálculos feitos.

Tabela 2.2: Custo Fiscal simplificado das reservas no Brasil

Ano	Dados para cálculo do Custo Fiscal				Custo Fiscal		
	Média anual Selic	Rendimento médio reservas (%)	Montante reservas (USD bilhões)	PIB (USD bilhões)*	Custo Fiscal %	Custo em US\$ bilhões	% PIB
2006	15,3%	6,0%	86	1.093	9,3%	8	0,7%
2007	12,0%	9,4%	180	1.378	2,6%	4,8	0,3%
2008	12,5%	9,3%	207	1.655	3,2%	6,5	0,4%
2009	10,1%	0,8%	239	1.601	9,3%	22,3	1,4%
2010	9,9%	1,8%	289	2.090	8,1%	23,4	1,1%
2011	11,8%	4,9% *	352	2.518	6,9%	24,2	1,0%
MÉDIA	11,9%	5,4%	167	1.723	6,6%	15	0,8%

* Último dado: Outubro/2011

Fonte: Elaboração própria - Dados do PIB: FMI

Na tabela 2.2 é possível verificar, ainda, a grande importância do rendimento das reservas para diminuição de seu custo. Mais recentemente, de 2009 a 2011, tal custo esteve sempre acima de 1% do PIB, apesar da média de 0,8% de 2006 a 2011. Isso significa um gasto anual de mais de 20 bilhões de dólares para manter o nível de reservas. É um número significativo, considerando que esse método simplificado é o que traz um resultado menor para o custo das reservas. Por isso, é fundamental tratar das possibilidades existentes para diminuição do custo, o que é feito no terceiro Capítulo.

Para efeito de comparação do custo fiscal brasileiro com alguns outros países em desenvolvimento e detentores de grandes montantes de reservas, pode-se considerar a Tabela 2.3, em que para efeito de cálculo se supõe uma mesma média de rendimento das reservas nos diferentes países, considerando um perfil de aplicação das reservas similar. A média usada é de 5,2%, a média histórica de rendimento das reservas brasileiras. Tal análise confirma que a Taxa nominal de juros é um grande determinante da representatividade do custo fiscal das reservas no PIB do país.

Tabela 2.3: Comparação do Custo Fiscal em diferentes países em desenvolvimento

Rank (reservas em USD)	País	Reservas (USD Bilhões)	Data do dado	PIB 2010 (USD Bilhões)	(%) Reservas /PIB	Taxa nominal juros *	Suposição rend. médio reservas	Custo Fiscal (USD Bi.)	% PIB
-	Rússia	516	Sep 2011	1.885	27%	8,3%	5,20%	15,7	0,8%
6	Brasil	350	Sep 2011	2.518	14%	11,0%	5,20%	20,3	0,8%
1	China	3.197	Jun 2011	6.988	46%	6,6%	5,20%	43,5	0,6%
32	Argentina	52	Jun 2011	435	12%	9,0%	5,20%	2,0	0,5%
7	India	312	May 2011	1.843	17%	7,5%	5,20%	7,2	0,4%
18	México	131	May 2011	1.185	11%	4,5%	5,20%	-0,9	-0,1%
8	Coréia do Sul	305	May 2011	1.164	26%	3,3%	5,20%	-5,9	-0,5%
5	Taiwan	400	Jul 2011	505	79%	1,9%	5,20%	-13,3	-2,6%
-	Hong kong	277	Jun 2011	247	112%	0,5%	5,20%	-13,0	-5,3%

Fonte: Elaboração própria. Dados: FMI e Cruzeiro do Sul Corretora, 2011

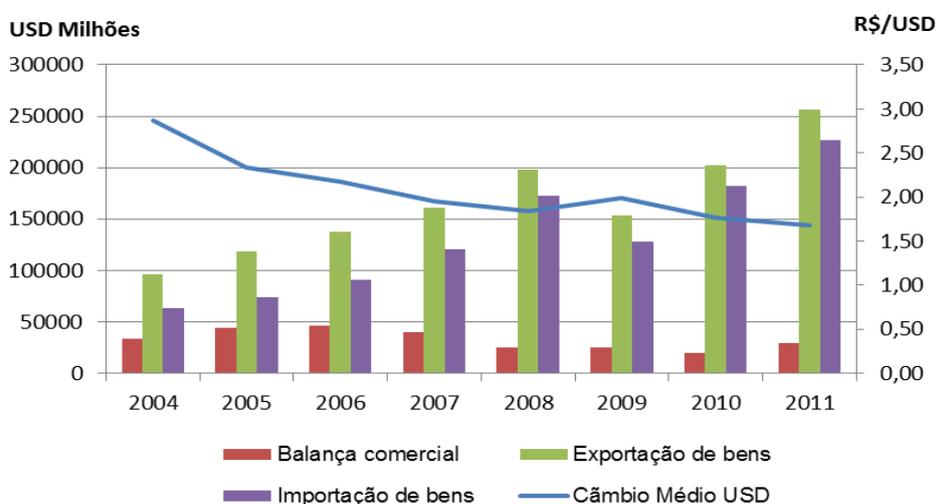
O Brasil, nesse caso, teria, junto com a Rússia, o maior custo fiscal como porcentagem do PIB (0,8%) dentre esses países, apesar de possuir um volume de 14% de reservas/PIB, abaixo de todos os outros países exceto México e Argentina. Pode-se acrescentar ainda que, perante o rendimento das aplicações em títulos da dívida norte-americanos e outros títulos soberanos, a média de 5,2% é bem alta e provavelmente está acima do rendimento das reservas na maioria dos países, o que implicaria em custos fiscais maiores. Isso confirma-se no caso do Brasil, por exemplo, onde, exceto no ano de 2007, a Tabela 2.2 apontou sempre custos fiscais superiores a 0,8% do PIB.

De qualquer forma, diante da aceitação da importância da manutenção de altos níveis de reservas nos países emergentes podemos concluir que, para os países que praticam em peso a política de acumulação de reservas, tanto a taxa de juros básica do país quanto a rentabilidade das reservas são dois fatores determinantes do custo de tal política. Assim, para diminuí-lo torna-se necessário agir de alguma forma sobre os fatores que determinam tal custo: a taxa de juros básica nacional, o rendimento das reservas internacionais ou o volume acumulado. Como fazê-lo, ou buscar alternativas e complementos, é o que será discutido no terceiro capítulo.

B) Custo Fiscal incluindo variação cambial

A segunda forma de calcular o Custo Fiscal das reservas inclui os gastos do governo com a equalização cambial. Isso porque a apreciação do real traz prejuízo ao Banco Central, enquanto sua depreciação é lucrativa, sendo o resultado transferido ao Tesouro Nacional (Safatle, 2010). Com isso, a trajetória do câmbio se torna relevante no cálculo, aumentando o custo das reservas quando há apreciação do real, o que aconteceu de maneira quase contínua ao longo do período aqui analisado (Figura 2.8).

Figura 2.8: Balança Comercial e Taxa de Câmbio

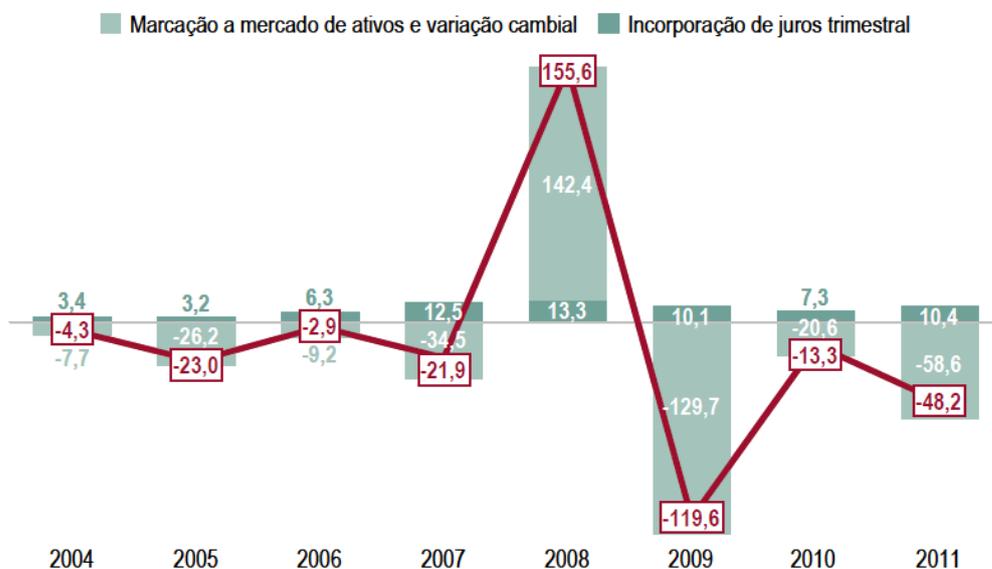


Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil

O banco CreditSuisse (Rabelo, Tales et al: 2011) faz uma análise mais detalhada do custo das reservas com a inclusão da variação cambial. Conforme esse estudo, a rentabilidade média das reservas de 2004 a 2010 teria sido de -3,3% ao ano se incluídas as variações cambiais, totalizando uma perda de mais de R\$ 4 bilhões por ano. Em todos os anos o rendimento contabilizado é negativo, exceto em 2008, em que o ganho com o carregamento das reservas seria de 37,5%, relacionado à depreciação cambial no período.

A Figura 2.9 mostra o resultado encontrado em bilhões de reais. Em 2009, por exemplo, as perdas de R\$119,7 bilhões, representando uma rentabilidade de -26,7% seriam resultantes de perdas de R\$129,7 bilhões com a variação cambial junto a receitas de R\$10,1 bilhões com juros.

Figura 2.9: Rentabilidade anual estimada das reservas internacionais inclusive variação cambial (R\$ bilhões):



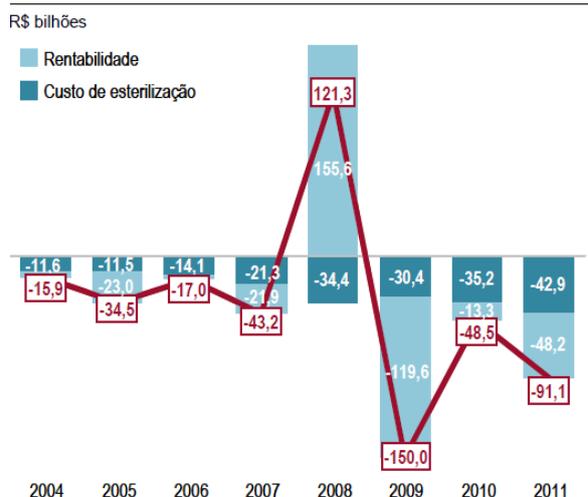
Fonte: Reproduzido de CreditSuisse (Rabelo, Tales et all: 2011)

Para calcular o Custo Fiscal das reservas, incluindo a variação cambial, a análise do banco Credit Suisse se utiliza de diferentes parâmetros como custo de esterilização, sendo eles: o passivo da autoridade monetária, a taxa Selic, a taxa de juros da dívida líquida, o custo médio da dívida mobiliária interna e o custo médio dos compulsórios remunerados. No custo total das reservas, o custo de esterilização representaria aproximadamente 80%, sendo o restante explicado pela sua remuneração negativa, com a exceção do ano de 2008.

O custo do passivo da autoridade monetária seria o utilizado pelo Banco Central como custo da esterilização. Este foi em média 5,2% ao ano menor do que a Selic de 2004 a 2010, diferença diminuída para 2% no acumulado do ano em junho de 2011. E mesmo sendo a menor estimativa, a medida oficial representa um custo expressivo, retratado na Figura 2.10.

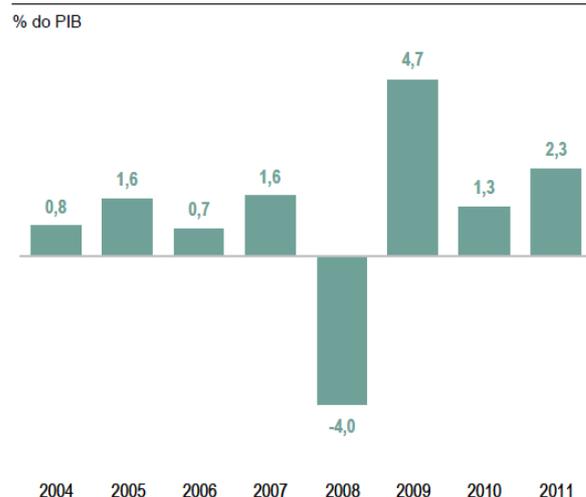
Considerando o passivo do Banco Central, o custo de esterilização aumentou de R\$11,6 bilhões em dezembro de 2004 (0,6% do PIB) para R\$42,9 bilhões em junho de 2011 (1,1% do PIB). Acrescida a rentabilidade, então, o custo total passaria de 1,3% do PIB em dezembro de 2010 para 2,3% do PIB em junho de 2011 no acumulado de 12 meses (Figura 2.11).

Figura 2.10: Retorno das reservas



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Figura 2.11: Custo estimado das reservas



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Fonte: Reproduzido de CreditSuisse (Rabelo, Tales et al: 2011)

É um custo grande, apesar de ser a menor das estimativas se comparado aos custos alternativos da esterilização das reservas (Tabela 2.4). Por exemplo, enquanto a média, de 2004 a 2010, do custo anual do passivo do Banco Central foi de 8,5%, a média da taxa Selic foi de 13,6%.

Tabela 2.4: Parâmetros alternativos de custo da esterilização das reservas (%a.a.)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	Média (2004-2010)	Dif. média (p.p.)
Passivo da autoridade monetária	7,7	8,3	10,1	8,3	9,8	7,4	7,9	8,9	8,5	-
Selic	16,2	19,1	15,4	11,9	12,7	9,9	9,8	11,1	13,6	5,1
Taxa de juros da dívida líquida	14,4	17,2	16,3	15,1	14,6	14,4	14,9	16,3	15,3	6,8
Custo médio da dívida mobiliária interna		17,0	14,8	13,0	13,4	10,8	11,9	12,4	13,5	4,9
Custo médio dos compulsórios remunerados	21,9	27,1	27,5	24,0	26,7	8,1	11,7	12,4	21,0	12,5

*Até junho, acumulado em 12 meses.

Fonte: Reproduzido de CreditSuisse (Rabelo, Tales et al: 2011)

Com isso, o custo total de carregamento das reservas varia de acordo com o parâmetro adotado para o cálculo do custo da esterilização. A Tabela 2.5 mostra as diferentes médias produzidas do custo total das reservas em relação ao PIB, de 2004 a 2010. Nesse período, o custo médio total varia entre 1% e 1,9% do PIB, sendo que em 2011, o custo total estimado está entre 2,3% e 3,1% do PIB.

Tabela 2.5: Custo total de carregamento das reservas (% PIB)

% do PIB

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	Média (2004-2010)
Passivo da autoridade monetária	0,8	1,6	0,7	1,6	-4,0	4,7	1,3	2,3	1,0
Selic	1,4	2,3	1,0	2,0	-3,7	5,0	1,5	2,6	1,4
Taxa de juros da dívida líquida	1,3	2,2	1,1	2,3	-3,5	5,5	2,1	3,1	1,6
Custo médio da dívida mobiliária interna				2,1	-3,6	5,1	1,8	2,8	1,3
Custo médio dos compulsórios remunerados	1,8	2,7	1,7	3,0	-2,2	4,8	1,8	2,7	1,9

*Até junho, acumulado em 12 meses.

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Fonte: Reproduzido de CreditSuisse (Rabelo, Tales et all: 2011)

Ao utilizar-se a média desses indicadores para avaliar o custo de esterilização, considerados como os principais indexadores da dívida pública, o custo fiscal de carregamento das reservas incluindo a variação cambial seria de aproximadamente 1,4% do PIB entre 2004 e 2010. E como a acumulação de reservas cresceu fortemente ao longo do período, tal estimativa passaria a 1,7% do PIB em dezembro de 2010 e 2,7% do PIB em junho de 2011, no acumulado de 12 meses. Ou seja, ao incluir a variação cambial no custo fiscal das reservas internacionais esse aumenta significativamente.

C) Últimas considerações sobre o cálculo do custo da acumulação de reservas

Seguindo a ideia de análise do CreditSuisse (Rabelo, Tales et all: 2011), o cálculo dos gastos com a variação cambial do montante das reservas também pode vir diretamente do Demonstrativo das Reservas Internacionais do Banco Central, que tem o seguinte formato:

- I - Posição das reservas (final do mês anterior)
 - 1. Intervenções do Banco Central
 - 2. Operações externas (Banco Central e Tesouro)
 - Desembolsos
 - Amortizações
 - Juros
 - Demais*
 - 3. Liquidações do Tesouro Nacional (mercado)
- II - Total das operações (1+2+3)
- III - Posição das reservas - conceito caixa
- IV - Saldo de linhas com recompra
- V - Saldo de operações de empréstimo em moeda estrangeira
- VI - Posição das reservas - conceito liquidez

*pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos, flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, recebimento/pagamento de ágio/deságio, pagamento de comissões, reclassificações, alocações de DES e variação de derivativos financeiros (forwards).

Desconsiderando as linhas IV e V do Demonstrativo (que apresentam valores pequenos e basicamente apenas no ano de 2009), podemos dizer que a linha II resume o resultado das intervenções feitas no montante de reservas internacionais e a linha III o total do estoque de reservas no período em questão.

Assim, o cálculo de uma estimativa de custo com variação cambial (Tabela 2.2) pode ser feito a partir da aplicação, mês a mês, da variação do câmbio (em relação ao mês anterior) sobre o estoque de reservas naquele mês. Isso resulta no custo em reais da apreciação cambial anual (soma dos custos mensais). Para computar o custo total do carregamento das reservas, transformou-se tal montante em dólares.

Com isso, chega-se na Tabela 2.6, que agrega os cálculos do custo fiscal feitos na Tabela 2.2 com o cálculo explicitado acima para o período de 2006 a 2011. Em 2008 e 2011, os movimentos de depreciação cambial trouxeram lucros significantes, contrapondo-se ao grande prejuízo observado em 2009, quando os efeitos da crise financeira mundial levaram a uma valorização no câmbio de aproximadamente R\$/USD 2,33 em janeiro para R\$/USD 1,76 em dezembro do mesmo ano. Pode-se perceber ainda a variação cambial no ano traz impactos extremamente significativos, chegando a um custo com equalização cambial de 4% do PIB em 2009.

Tabela 2.6: Custo total do carregamento das reservas internacionais no Brasil

CUSTO	Variação Cambial		Fiscal		Total	
	Ano	Custo (USD bilhões)	% PIB	Custo (USD bilhões)	% PIB	Custo total anual (USD bilhões)
2006	-2,4	-0,2%	8,0	0,7%	5,6	0,5%
2007	25,4	1,8%	4,8	0,3%	31,9	2,3%
2008	-57,1	-3,5%	6,5	0,4%	-50,6	-3,1%
2009	65,1	4,1%	22,3	1,4%	87,4	5,5%
2010	9,8	0,5%	23,4	1,1%	33,2	1,6%
2011	-28,2	-1,1%	24,2	1,0%	-4,0	-0,2%
MÉDIA	2,1	0,3%	14,9	0,8%	17,2	1,1%

Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil

Mesmo o Custo Fiscal tendendo a ter normalmente valor menor que o com equalização cambial, ele representa um custo que pode chegar a mais de 20 bilhões de dólares nessa análise (2009 a 2011) e, principalmente, diz respeito a um custo sobre o qual o governo pode influir diretamente através das políticas adotadas. O custo com variação cambial, diferentemente, é algo a que se está sujeitos quando se possui ativos em dólares, sendo a volatilidade do câmbio e o volume de reservas mantido os fatores decisivos na representatividade deste.

Por último, depois de pensar no custo total do estoque de reservas é relevante olhar, mais detalhadamente, para o custo em que o país incorreu, em cada ano, para aumentar as reservas em determinado montante. Tal estimativa pode ser realizada a partir do Demonstrativo de Reservas Internacionais do Banco Central, aplicando no montante de variação das reservas a cada mês (linha II do Demonstrativo) o diferencial aproximado entre a Selic no mês (custo de esterilização) e o rendimento médio mensal das reservas naquele ano (já que não há acesso ao rendimento mês a mês das reservas). A Tabela 2.7 mostra, portanto, o montante que seria economizado caso não houvesse intervenções no estoque de reservas internacionais, com uma média anual de USD 257 milhões.

Tabela 2.7: Custo Fiscal da variação do montante das reservas

Custo Fiscal da variação do montante das reservas mês a mês	
Ano	Total USD mi
2006	248
2007	212
2008	35
2009	346
2010	337
2011	363
MÉDIA	257

Fonte: Elaboração própria. Dados: Banco Central do Brasil

Conclusão

Os custos incorridos para manter montantes elevados de reservas internacionais são extremamente significativos. Devido à falta de metodologias definitivas de cálculo de tais custos, o valor a que se chega varia de acordo com as estimativas, que incluem fatores e aproximações diferentes no cálculo. Mas de qualquer forma, é inegável que o país paga caro para se proteger da volatilidade externa com o acúmulo de reservas internacionais.

Considerando a política de acumulação de reservas internacionais é algo aceito como de extrema importância para os países emergentes, os fatores que poderiam implicar na diminuição do custo de carregamento das reservas no Brasil seriam:

1. A diminuição da taxa de juros básica nacional;
2. O aumento do rendimento da aplicação das reservas;
3. A diminuição do volume de reservas acumulado;
4. Diminuição da variação do estoque de reservas (ou seja, das intervenções do Banco Central) e da apreciação cambial.

No Capítulo 3 serão apresentadas algumas alternativas de como tais fatores poderiam ser explorados, visando a diminuição dos custos de carregamento das reservas. Vale adiantar que o primeiro fator, a diminuição da taxa de juros básica nacional, não será analisado com maior profundidade por tratar-se de uma discussão de política monetária que não será feita neste trabalho.

CAPÍTULO 3: Alternativas e complementos: três opções à acumulação de reservas

Introdução

Após verificar que os custos da acumulação de reservas internacionais são extremamente significativos, este capítulo pretende mostrar como seria possível gerar mais benefícios a partir do estoque de reservas internacionais brasileiro. Serão apresentadas três alternativas que, ao vir conquistando importância mundialmente, podem ser mais bem exploradas no Brasil, gerando uma série de ganhos para o país, além da possibilidade de impactarem na diminuição do montante acumulado ou aumento do rendimento das reservas (diminuindo o custo de carregamento destas). Esses três recursos são: os fundos soberanos, o compartilhamento de reservas e os acordos de swaps de reservas. Inicialmente será feita a contextualização e a definição de cada um deles para, em seguida, se proceder a uma discussão mais detalhada do caso brasileiro.

O item 3.1 trata da origem dos fundos soberanos e da importância adquirida por eles, que somam aproximadamente USD 5 trilhões em todo o mundo. Em relação ao Fundo Soberano Brasileiro, será analisada sua criação, o papel que tem desempenhado e que mudanças poderiam ser feitas para que o fundo trouxesse mais benefícios e ajudasse a reduzir o custo de acumulação das reservas internacionais.

Em seguida, apresenta-se o recurso do compartilhamento de reservas (item 3.2), exemplificando-se mais especificamente com o Flar (Fundo Latino-Americano de Reservas), foco da análise. Detalha-se a possibilidade da inserção brasileira no Flar e o impacto que esse recurso pode trazer. Por fim, aborda-se a importância da recente notícia da constituição de um fundo de compartilhamento de reservas dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia, China e também África do Sul).

No item 3.2 as linhas de swap de reservas serão exploradas como incentivos importantes para reduzir a acumulação individual de reservas. Quanto ao Brasil, a exemplificação com a linha estabelecida com o *Federal Reserve* (EUA) na crise será feita visando investigar sobre os possíveis benefícios decorrentes de linhas mais permanentes. Mais alguns outros casos relevantes são apresentados, como a recente linha de *swap* Brasil-China.

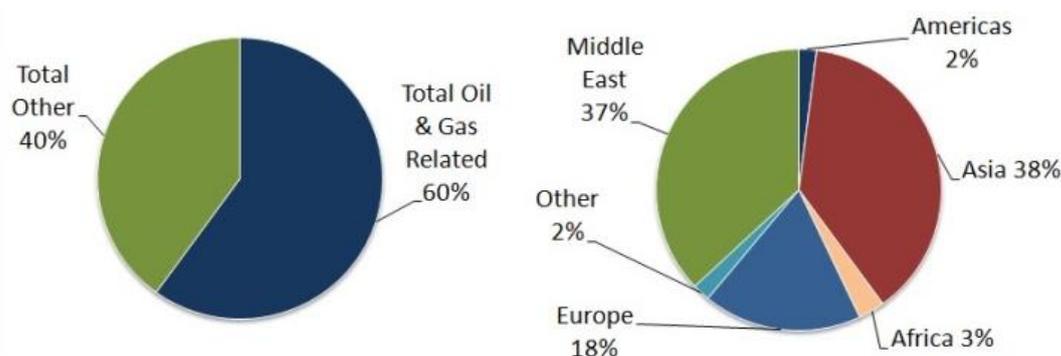
3.1 Fundos soberanos

3.1.1 Contextualização e definições

Os fundos soberanos de riqueza (FSR) são abordados neste trabalho como uma possível alternativa para redução do custo das reservas internacionais, examinando-se a possibilidade de se obter um maior rendimento das reservas ao aplicar parte delas no FSR nacional. Para entender esse processo, faz-se necessário, primeiro, compreender o que são esses fundos e qual o papel que têm desempenhado.

Não existe um consenso quanto à definição dos FSR. Das mais abrangentes às mais específicas, o que há em comum, normalmente, é o conceito de que um FSR é um fundo de capital pertencente e gerido (direta ou indiretamente) pelo Estado. Pode-se dizer, ainda, que seus recursos são provenientes, basicamente, de superávits governamentais (fiscais ou comerciais), reservas cambiais ou reservas internacionais, e que tais fundos visam em geral à diversificação e obtenção de retornos maiores de suas reservas internacionais ou de suas receitas de commodities (*The Corner House*, 2008). Conforme a Figura 3.1, em 2009, 60% dos recursos dos FSR existentes eram provenientes de receitas dos setores de Óleo e Gás e, em relação à localização, quase 80% dos FSR se encontravam na Ásia e Oriente-Médio.

Figura 3.1: FSR – Fontes de recursos e localização por região (2009)



Fonte: Extraído de <http://www.swfinstitute.org>

Utilizando a definição do IWG (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*), grupo de trabalho do FMI, pode-se dizer que as aplicações dos FSR são financeiras, realizadas majoritariamente no exterior e que, normalmente, os FSR não apresentam passivos nem alavancagem como estratégia para busca de maior retorno (IMF, 2008).

Apesar das características comuns, os FSR existentes diferem muito entre si. Primeiro, por terem distintas origens de recursos, relação com Estado e governança, padrão e locais de investimento, operações, estruturas legais, a presença ou não de passivos etc. Em segundo lugar, porque diferem muito quanto aos seus objetivos, traçados pelo Estado.

Nesse âmbito, existe uma série de propósitos diferentes dentre os fundos. No geral, os FSR possuem maior tolerância ao risco, contudo, como não deixam de ser públicos, em geral têm estratégias de investimento de mais longo prazo (*buyandhold*), não especulativas e bem menos arriscadas que as estratégias de fundos privados (*The Corner House*, 2008). Tais estratégias estão associadas ao objetivo primordial de cada Estado nacional. Mais genericamente, a taxonomia do FMI considera a existência de alguns tipos principais de FSR, segundo determinados critérios:

- Fundos para estabilização: criados por países ricos em recursos naturais, como a Rússia, para reduzir o impacto da volatilidade da receita das *commodities* na economia e no câmbio.
- Fundos para poupança: criar reservas para cumprimento de obrigações futuras, prevenindo-se da possibilidade de esgotamento do recurso natural (normalmente não renovável) do qual o país depende economicamente.
- Fundos de investimento: diminuir os custos de carregamento das reservas internacionais, buscando maior retorno por meio da diversificação de seus ativos.
- Fundos de reservas para contingências: financiar futuramente passivos fiscais de longo prazo, como o sistema de pensão nacional (Previdência).
- Fundos de desenvolvimento: prover recursos para projetos socioeconômicos ou políticas estratégicas (industrial etc.) que aumentem o PIB potencial.

Normalmente, um FSR não tem apenas um desses propósitos, mas uma combinação deles e, por essa razão diferem tanto entre si (Sias, 2008).

Apesar dos FSR terem ganhado destaque apenas mais recentemente, considera-se que os primeiros FSR surgiram já nos anos 1950, mesmo que nomenclatura “fundos soberanos de riqueza” tenha sido criada apenas em 2005 (Rozanov, 2005). A primeira onda de criação de FSR veio após a Segunda Guerra Mundial, liderada pela Inglaterra, com o estabelecimento de FSR em suas colônias, visando a geração de renda no longo-prazo. Em 1953 surge o fundo do Kuwait, para investir divisas provenientes do petróleo, e em 1956 é criado o fundo do Kiribati, para gerir receitas da exportação de fosfato.

Nas décadas de 1970 e 1980 houve a segunda onda de criação de FSR, desencadeada por países exportadores de petróleo, que criam FSR de estabilização para acumular os superávits (“petrodólares”) durante o *boom*. Data do início do século XXI o

verdadeiro crescimento de fundos soberanos, em número e tamanho, e, a partir de então, o assunto passa a receber atenção crescente (*The Corner House*, 2008).

A onda de novos e maiores FSR no século XXI esta relacionada à lógica da desregulação financeira e à volatilidade dos fluxos internacionais de capital, que levaram à explosão das políticas de acumulação de reservas, simultaneamente à trajetória de alta do preço das *commodities*. Internamente aos países, a diminuição dos custos de carregamento das reservas, a necessidade de diversificação de investimentos e o afastamento dos perigos da “doença holandesa” (ver item 3.2) seriam os principais motivos para criar um FSR (Sias, 2008).

Por outro lado, essa onda que fortaleceu o Estado como um importante *player* da globalização financeira e o consolidou como investidor global a partir dos FSR, instaurou o debate sobre se os FSR seriam um avanço ou um retrocesso de protecionismos, que abalaria a lógica capitalista e neoliberal. De qualquer forma, o que se viu foi o aumento da importância dos FSR, com crescentes investimentos de tipos diversos e em diferentes localidades. Com isso, ao mesmo tempo em que desencadearam temores, os FSR adquiriram um papel importante no sentido de injetar liquidez e contribuir para a estabilidade do sistema financeiro, graças às características de longo-prazo de suas inversões. Estas funções foram vista especialmente durante a Crise Financeira Mundial de 2008, a partir do que a oposição aos FSR se acalmou (Rinaldi, 2010).

Tabela 3.1: Total Fundos Soberanos em US\$ trilhões

1990	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11
0,05	4,1	4,0	4,4	4,8

Fonte: Elaboração própria. Dados: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>

Os fundos soberanos detinham, em dezembro de 2011, ativos financeiros na casa dos cinco trilhões de dólares (Tabela 3.1), valor significativo quando comparado ao montante de reservas internacionais ou fundos de hedge existentes no mundo, mas ainda pequeno em vista, por exemplo, do volume de ações capitalizadas no mercado ou do montante de títulos públicos. A Figura 3.2 mostra essa comparação para o ano de 2006.

Figura 3.2: Comparação dos FSR com outros ativos financeiros (Volume em 2006)



Fonte: Elaboração própria. Dados: Butt et al, 2008

O *ranking* abaixo (Tabela 3.2) mostra alguns dos maiores FSR no mundo, revelando perfis diferentes de países, com o fundo de Abu Dhabi em primeiro lugar e o Brasil em 41º. Entre os fundos criados para diminuir os custos de carregamento das reservas internacionais estão os fundos soberanos asiáticos (Cingapura, Coréia do Sul e China), que figuram entre os maiores do mundo.

Tabela 3.2: Alguns Fundos Soberanos de Riqueza (2011)

Rank	País	Sigla do fundo	Ativos (\$Bilhões)	Criação	Origem
1	Emirados Árabes-Abu Dhabi	ADIA	627	1976	<i>Oil</i>
2	China	SAFE	568	1997	<i>Non-commodity</i>
3	Noruega	GPF	560	1990	<i>Oil</i>
4	Arábia Saudita	SAMA	472	n/a	<i>Oil</i>
5	China	CIC	410	2007	<i>Non-commodity</i>
6	Kuwait	KIA	296	1953	<i>Oil</i>
7	Hong Kong	HKMA	293	1993	<i>Non-commodity</i>
8	Cingapura	GIC	250	1981	<i>Non-commodity</i>
9	Canadá-Québec	CDPQ	159	1965	<i>Non-commodity</i>
13	Rússia	RNWF	142	2008	<i>Oil</i>
14	Qatar	QIA	85	2003	<i>Oil</i>
15	Austrália	AFF	73	2004	<i>Non-commodity</i>
19	Estados Unidos-Alaska	APF	40	1976	<i>Oil</i>
21	Coréia do Sul	KIC	37	2005	<i>Non-commodity</i>
22	Malásia	KN	37	1993	<i>Non-commodity</i>
27	Irã	NDF	35	2012	<i>Oil</i>
28	Irlanda	NPRF	33	2001	<i>Non-commodity</i>
30	França	SIF	28	2008	<i>Non-commodity</i>

32	Estados Unidos-Texas	PSF	25	1854	<i>Public Lands</i>
33	Chile	SESF	22	1985	<i>Copper</i>
39	Nova Zelândia	NZSF	12	2003	<i>Non-commodity</i>
41	Brasil	FSB	9	2009	<i>Non-commodity</i>
50	Nigéria	NSIA	1	2011	<i>Oil</i>
51	Venezuela	FEM	0.8	1998	<i>Oil</i>

Fonte: Elaboração própria. Dados: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>

3.2.2 O caso brasileiro

Para analisar a criação do Fundo Soberano do Brasil (FSB) e sua importância para o país, serão expostas as condições e finalidades oficiais a que o FSB se destina, expondo o debate que rondou sua criação. Por fim, será apresentada a discussão da possibilidade de transferir reservas internacionais para o FSB ou incentivar outras ações que aumentem a rentabilidade e diminuam o custo de acumulação das mesmas.

Antes da criação oficial do FSB, um intenso debate se colocou em torno de questões como qual seria o momento apropriado para criação do FSB, qual deveria ser a finalidade do mesmo e de que forma ele deveria ser financiado.

Quanto aos críticos, alguns consideravam que o FSB não deveria ser criado porque, sem superávit em conta corrente e com déficit fiscal nominal, o país teria que se endividar para criar o fundo, que poderia render menos do que o custo do endividamento. Muitas possíveis finalidades do fundo foram criticadas também, como as idéias da utilização de recursos públicos do FSB na compra de ativos estratégicos e para financiar a internacionalização de empresas brasileiras, assim como a eficácia que o mesmo teria em conter a apreciação cambial. Havia também temores quanto à possibilidade de utilização das reservas no FSB, argumentando-se que estas, que são um seguro, perderiam sua função em caso de crise se fossem utilizadas nas empresas brasileiras (Garcia, 2008; Valor econômico, 2007; Haddad, 2007; Schwartzman, 2007).

Do outro lado, havia defensores, como Ricardo Carneiro (Carneiro, 2007), por exemplo, favorável à transferência de reservas internacionais para o FSB, à sua utilização em projetos estratégicos para o país e para conter a apreciação cambial. Outro autor favorável à criação do FSB, Sias (2008), considerava a proliferação dos FSRs como uma tendência mundial, em especial nos países em desenvolvimento, acumuladores de altos montantes de reservas. Nestes, o fundo soberano seria uma importante ferramenta de política econômica, como uma forma menos custosa de se proteger dos desequilíbrios financeiros mundiais, ao mesmo tempo em que se constituiria em uma ferramenta valiosa para evitar a “doença holandesa”, diversificar a economia e permitir atuações anti-cíclicas (particularmente para frear a apreciação cambial).

A expressão “doença holandesa” foi cunhada em referência à relação que pode existir entre a exploração de recursos naturais e o efeito perverso de fragilização e perda de competitividade da indústria de transformação, com queda da participação da produção industrial no PIB do país, o que ocorreu na Holanda após a descoberta de vastas reservas de gás natural no mar do Norte e a conseqüente valorização da moeda nacional (Lopes de Souza Júnior, 2008). No Brasil, mesmo antes da descoberta do pré-sal, quando a volta do crescimento do país esteve pautada pelo aumento dos preços das commodities, muitos já diziam que o país estava apresentando sintomas da chamada “doença holandesa”. Conforme Sias (2008), para o país não permanecer refém dos preços das commodities dever-se-ia “enxugar” o excesso de divisas por meio do FSB, de modo a poupar as gerações futuras de solavancos no câmbio.

A descoberta do pré-sal reforçou esses temores, já que o Brasil poderá estar entre os maiores exploradores mundiais do produto, trazendo perspectivas de superávit estrutural para o balanço de pagamentos. Para conter os efeitos perversos sobre a competitividade da indústria, com a conseqüente valorização do real, evitando-se os males da “doença holandesa”, seria fundamental redirecionar os recursos ingressantes no país, ampliando a importância da criação de um FSR.

O nível de reservas internacionais, a tendência de melhora nas contas públicas, as perspectivas do pré-sal, a posição credora do país em relação à dívida externa e o recebimento do título de “*Investment Grade*”, foram alguns dos principais fatores apontados como geradores de condições propícias para a criação do FSB (Tolla, 2010). Assim, em dezembro de 2008, o FSB foi criado pela Lei 11.887 como um fundo de estabilização fiscal, recebendo um aporte de aproximadamente R\$ 14 bilhões, a partir da emissão de títulos do Tesouro Nacional. Essa é uma peculiaridade do FSB, constituído por um adicional de aproximadamente 0,5% à meta do superávit primário, e não por reservas acumuladas a partir de superávits em transações correntes ou receitas da exploração de recursos naturais, como normalmente ocorre (Izique, 2008).

Estabeleceram-se como finalidades oficiais do FSB “promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior”. O Conselho Deliberativo do Fundo Soberano (CDFSB), composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, o Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil (Bacen), foi instituído em fevereiro de 2010 com diversas competências, tais como aprovação da forma, prazo e natureza dos investimentos do FSB (Ministério da Fazenda, 2012).

Segundo a lei, os recursos disponíveis no FSB apenas podem ser utilizados para investimentos de duas formas⁴:

1. Aquisição de ativos financeiros externos (pelo Ministério da Fazenda ou pela aplicação em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal)
2. Através do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE).

Foram estabelecidas, ainda, condições para os investimentos financeiros realizados pelo FSB:

1. No exterior, eles deverão ter rentabilidade mínima equivalente à taxa Libor (London Interbank Offered Rate) de seis meses;
2. No Brasil, eles deverão ter rentabilidade mínima equivalente à Taxa de Juros de Longo Prazo, fixada pelo Conselho Monetário Nacional;
3. Transparência: demonstrações financeiras semestrais do FSB;
4. As aplicações do FSB serão realizadas em instrumentos financeiros emitidos por entidades que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de classificação de risco.

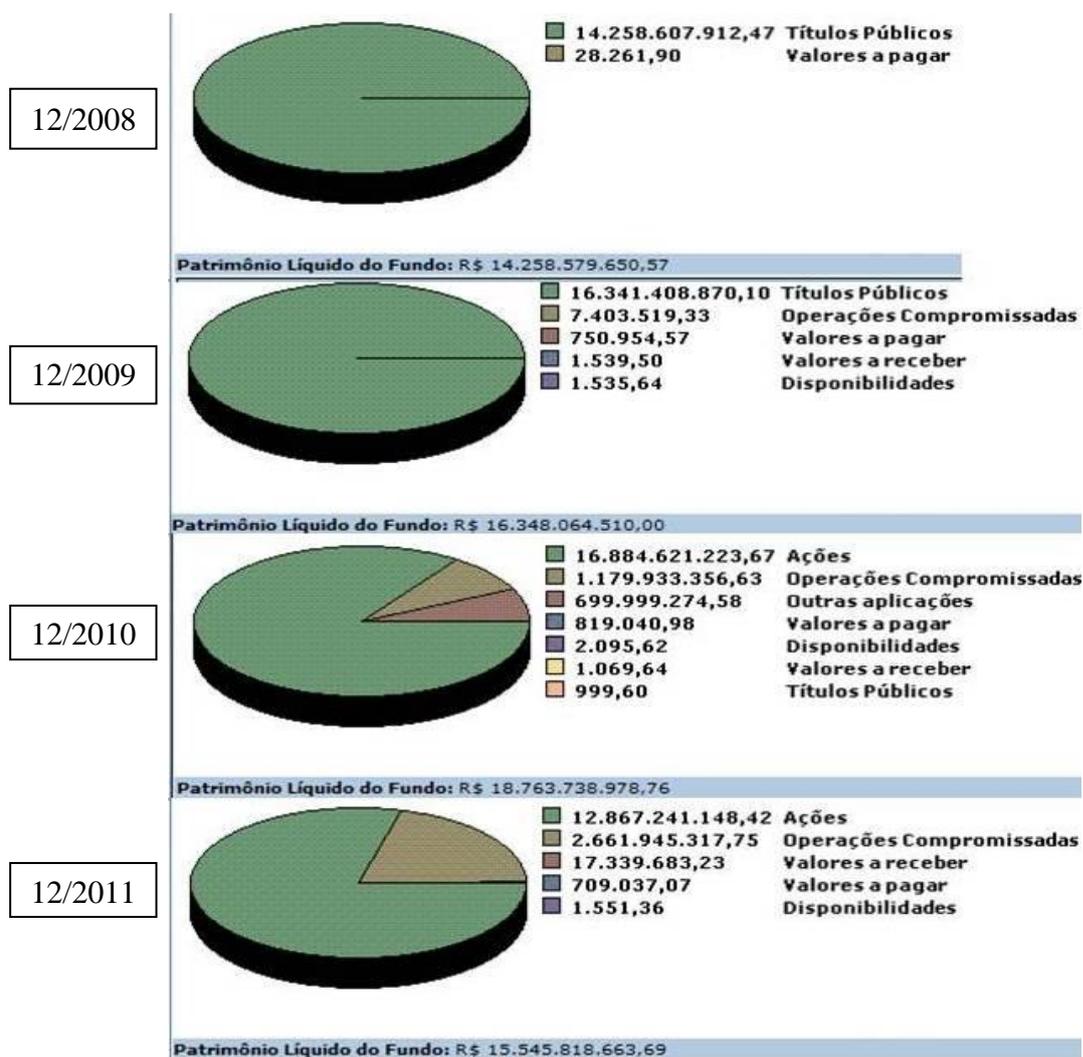
Moura *et al* (2008) explica o encadeamento que o FSB pode gerar, ao se constituir como um fundo fiscal de estabilização:

O financiamento do FSB, em 2008, com o excesso de superávit primário em relação à meta, tem o propósito de reduzir a demanda agregada e solidarizar a política fiscal com a monetária no combate à inflação. Havendo maior aperto fiscal, a taxa básica de juros poderia aumentar menos e recomeçar a cair mais cedo e mais rápido, com menor risco de reacender pressões inflacionárias. Taxas reais de juros mais baixas atenuariam o influxo de moeda estrangeira que busca maior rentabilidade, implicariam em menor custo fiscal, tanto do pagamento dos juros, quanto de manutenção de reservas, e contribuiriam para que o real se desvalorizasse, que eram objetivos do governo antes do recrudescimento da crise internacional. (Moura *et al*, 2008: pg 13).

Como é possível observar na Figura 3.3, até 2009 o FFIE era composto basicamente de títulos públicos, o que se altera substancialmente a partir de 2010. De forma geral, há grande dificuldade em obter dados sobre as operações e rendimento dos fundos soberanos em geral – e o brasileiro não foge à regra –, o que torna difícil a exposição de análises menos teóricas.

⁴ <http://www.tesouro.fazenda.gov.br> e Ministério da Fazenda, 2012

Figura 3.3: Composição da Carteira do FFIE



Fonte: Reproduzido de <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB>

O FSB foi criado a partir de um único aporte de recursos por emissões de títulos públicos, não envolvendo a transferência de reservas internacionais para este, devido à polêmica e temores desencadeados pelo assunto. Contudo, como foi visto, o Brasil apresenta atualmente um nível extraordinário de reservas internacionais, com mais de 350 milhões de dólares, o que representa no mínimo 75% de crescimento em relação ao nível das reservas em 2008 (200 milhões de dólares), quando o fundo brasileiro foi criado.

Com isso, pode-se supor que a alocação de uma parcela das reservas internacionais⁵ no FSB não deve comprometer as funções das mesmas de diminuição de nossa vulnerabilidade, ao mesmo tempo em devem diminuir, ainda que marginalmente, os pesados custos de carregamento desses mais de 350 milhões de dólares, já que os FSR normalmente apresentar maior rentabilidade. Recentemente, grande parte do incremento do

⁵Quando um montante de reservas é transferido para um FSR ele deixa de ser contabilizado como reserva internacional.

estoque de reservas brasileiro já tem vindo do esforço de deter a apreciação cambial, levando a um nível acima do que aconteceria se a pretensão fosse apenas de proteger-nos da vulnerabilidade externa. Ou seja, o nível atual das reservas mostra que as condições para transferência de parte das reservas para o FSB são ainda mais propícias do que quando o FSB foi criado, fundamentando a necessidade de trazer de volta essa discussão.

Uma tentativa de relacionar o montante aplicado em FSRs com as reservas internacionais dos países em que eles se encontram (Tabela 3.3) mostra que, para um quadro de países selecionados, o Brasil figura entre os que têm menor proporção de recursos no FSR em relação a suas reservas internacionais. Vale ressaltar que as relações encontradas não têm necessariamente correspondência com o fato de o país em questão transferir reservas para seus fundos soberanos ou não, uma vez que os recursos dos FSR podem ter inúmeras origens, além de não serem contabilizados como parte das reservas internacionais.

As porcentagens encontradas variam bastante, dificultando o estabelecimento de um padrão, mas, o que se vê, é que uma diversidade de países, emergentes e desenvolvidos, utilizam intensamente seus FSR. Nos detentores dos maiores fundos soberanos, seus montantes muitas vezes ultrapassam o das reservas internacionais do país (Emirados Árabes, Noruega, Cingapura e Hong Kong). Na China, a relação chega a 26% e no Chile, país vizinho, a 62%. Esse seria apenas mais um indício da subutilização do Fundo Soberano do Brasil.

Tabela 3.3: FSR de alguns países como porcentagem de suas reservas

País	Fundos Soberanos	FSR 2011 (USD Bilhões)	Reservas internacionais 2011 (USD Bilhões)	% FRS/Reservas
Emirados Árabes	ADIA / ADIC / EIA ICD/ PIC / MDC / RIA	709	39,1	1814%
Noruega	GPF	557	51,7	1077%
Cingapura	GIC / TH	393	242,287	162,1%
Hong Kong	HKMA	292	277,206	105,4%
Arábia Saudita	PIF / SAMA	444	456,2	97,4%
Chile	SESF	22	34,884	62,5%
Nova Zelândia	NZSF	12	21,662	55,9%
Kuwait	KIA	203	516,8	39,2%
Rússia	RNWF	143	516,8	27,6%
China	CADF/CIC/NSSFSAFE	827	3197	25,9%
Venezuela	FEM	1	29,49	2,7%
Vietnam	SCIC	1	19,2	2,6%
Brasil	SFB	9	350	2,5%
Nigéria	NSIA	1	43,36	2,3%
Indonésia	GIU	0	124,638	0,2%

Fonte: Elaboração própria. Dados: FMI e <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>

Truman (2007), a partir da análise do caso Chinês, concorda com a necessidade de aplicação de reservas internacionais em fundos soberanos para diminuição dos custos de carregamento; contudo, ressalta a importância de que tais fundos sigam uma série de *bestpractices* em relação à estrutura (fonte de recursos, objetivo do fundo, estratégias, etc), governança, transparência e prestação de contas. Distribuindo nessas quatro categorias 32 fundos soberanos, o autor apresenta um quadro com pontuações de cada fundo analisado, visando criar um *benchmark* e estimular a troca de informações entre os governos a respeito das *bestpractices*. O objetivo seria facilitar a gestão das reservas internacionais sem provocar reações expectativas adversas, permitindo a realização do propósito de maximizar o retorno de longo prazo dos investimentos em uma faixa de risco aceitável, que é o que o FSW chinês, o CIC, declara buscar. Por isso, e diante do elevado nível de reservas detidas pelo Brasil, as oportunidades de ação do FSB para diminuir os custos das reservas internacionais deveriam ser aproveitadas.

Além da aplicação das reservas internacionais, outras ações do fundo podem colaborar para diminuição dos custos de carregamento e para a diversificação de ativos. Por exemplo, a intervenção direta do FSB no mercado de câmbio para conter a apreciação do real pouparia a necessidade de aumento do estoque de reservas internacionais. De qualquer forma o custo de esterilização estaria presente; entretanto, haveria uma diferença significativa no custo fiscal (rendimento das reservas menos a taxa de juros dos títulos do governo da esterilização), já que o rendimento das aplicações do FSB seriam maiores. Nesse caso, é importante que o FSB coordene sua ação com a do Banco Central de modo a não conflitar com a ação deste na administração do regime de câmbio flutuante. Além disso, para não causar instabilidade, seria importante iniciar a política sempre de maneira gradual (Moura *et al*, 2008).

Portanto, a criação do FSB gera diversas oportunidades que podem ser exploradas mais a fundo para diminuição dos custos de reservas internacionais, seja pela possibilidade de transferir parcela das reservas para o fundo, trazendo maior rentabilidade e diversificação, seja pela incorporação no escopo do FSB da possibilidade de ações diretas que reduzam a necessidade de aumentar o estoque de reservas através da intervenção do Banco Central. Por sinal, vale lembrar que a sugestão do uso mais ativo do FSB na área cambial não representaria um desvio de funções do fundo, uma vez que, ajudar a conter a apreciação do real foi um dos mais fortes argumentos usados para a criação do fundo em 2008, o que, no entanto, ainda não saiu do papel, configurando, até o momento, o FSB como um simples e tímido fundo fiscal.

3.2 Compartilhamento de reservas

3.2.1 Contextualização e definições

Esta seção visa ressaltar a importância de um fundo de compartilhamento de reservas como alternativa que pode gerar muitos benefícios para o país, além de ser uma possível via de diminuição da necessidade de acumulação individual de reservas internacionais. Além de mostrar-se uma interessante alternativa de aplicação de reservas, um fundo como esse poderia permitir, ainda, um acúmulo de um montante menor de reservas, diminuindo os custos de carregamento destas no país.

Em primeiro lugar, o compartilhamento de reservas internacionais é uma importante forma de integração financeira. Devido aos fundos existentes até o momento serem regionais, costuma-se relacionar esse recurso, mais especificamente, como uma forma de integração regional. O contexto assimétrico em que os países em desenvolvimento estão inseridos torna tal integração extremamente importante, apesar dos seus diversos desafios, como conflitos comerciais entre membros, disputas de liderança, falta de suporte do setor privado etc.

Quando se considera mais especificamente a situação da América Latina, em que se insere o Brasil, vê-se um grau insignificante de integração financeira. Por exemplo, o grau de compartilhamento de ativos externos de portfólio entre as principais economias sul americanas seria somente de 3,6% enquanto, na Ásia, oito economias dinâmicas teriam 19,7% (Biancareli, 2011).

Em UNCTAD (2007), dividem-se os mecanismos de integração financeira regional em:

- Facilitação de pagamentos e financiamento de curto prazo;
- Financiamento do desenvolvimento;
- Cooperação macroeconômica e o caminho para uma moeda única.

Neste trabalho, visando examinar a possibilidade da inserção do Brasil em um fundo de compartilhamento de reservas, torna-se necessário analisar mais detalhadamente a questão do financiamento de curto prazo. A única iniciativa existente na região nesse âmbito é o Flar (Fundo Latino Americano de Reservas), criado em 1978. Por meio do compartilhamento de parte das reservas dos países-membros (Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela), o Flar visa complementar as fontes de liquidez à disposição dos mesmos (contra crises cambiais), garantindo empréstimos, melhorando as condições de aplicação das reservas internacionais e, ainda, contribuindo para a

coordenação macroeconômica através da harmonização de políticas econômicas (cambial, monetária e financeira) (www.flar.net).

O Flar possui cinco tipos de linhas de crédito (Tabela 3.4), com custos diferentes atrelados à taxa *Libor*, sendo que a linha de Tesouraria nunca foi utilizada.

Tabela 3.4: Linhas de crédito do Flar

	Prazo	Limite de acesso
Balanço de pagamentos	3 anos com 1 ano de graça para abonos de capital	2,5 vezes o capital pago
Reestruturação da dívida pública externa do banco central	3 anos com 1 ano de graça para abonos de capital	1,5 vezes o capital pago
Liquidez	Até 1 ano	1 vez o capital pago
Contingência	6 meses renováveis	2 vezes o capital pago
Tesouraria	1-30 dias	2 vezes o capital pago

Fonte: Elaboração própria. Dados: www.flar.net

Segundo a Tabela 3.4, até Março de 2012, o capital subscrito no fundo era de USD 2,3 bilhões, com USD 2 bilhões efetivamente pagos. Quanto à distribuição do capital, as maiores economias (Colômbia, Peru e Venezuela) detêm uma quota de 20%, e os outros membros 10% cada. Na comparação com o montante de reservas internacionais de cada país, destaca-se o fato de apenas 1,53% do total das reservas dos membros do Flar ser compartilhada no fundo, em média. Seus três principais países não compartilham mais do que 1,5% de suas reservas, sendo que o máximo compartilhado não passa de 7% (Equador).

Tabela 3.5: Estrutura de capital do Flar – Mar/12

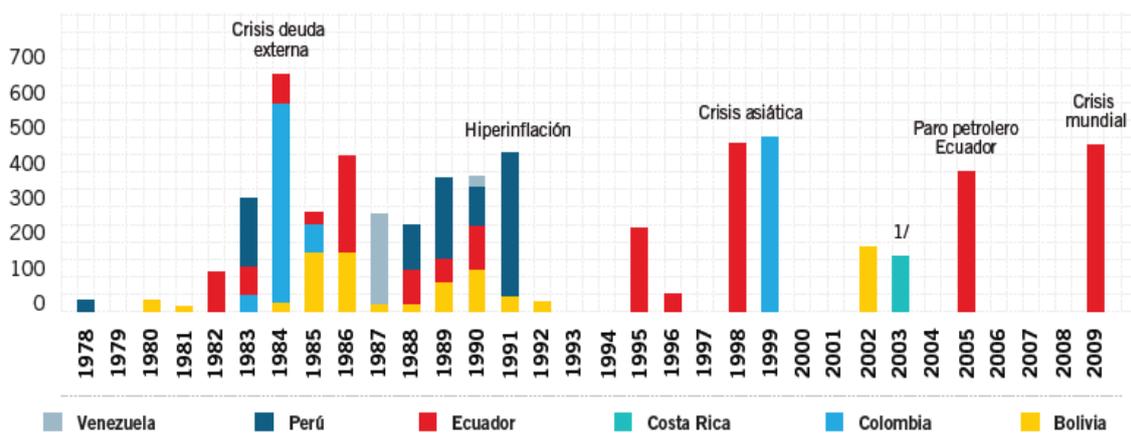
Países Membros	Capital Subscrito		Capital Pago até Março/12		Reservas (Mar/12)	% Reservas
	Milhões de USD	% do total	Milhões de USD	% do total		
Bolívia	234	10	196	9,6	12.747	1,8%
Colômbia	469	20	391	19,2	32.738	1,4%
Costa Rica	234	10	234	11,5	4.745	4,9%
Equador	234	10	196	9,6	3.300	7,1%
Perú	469	20	391	19,2	58.328	0,8%
Uruguai	234	10	234	11,5	10.599	2,2%
Venezuela	469	20	391	19,2	30.930	1,5%
Total	2.344	100	2034	100	153.387	1,53%

Fonte: Elaboração própria. Dados: www.flar.net

Apesar dos montantes relativamente pequenos, o desempenho do Flar tem se mostrado satisfatório (Biancareli, 2011), vide sua atuação anti-cíclica nos momentos de crise e ciclos de liquidez. Em Titelman (2006), conclui-se que entre 1978 e 2003 o Flar teria emprestado aproximadamente 60% do que o FMI desembolsou com esses países membros. Mais recentemente, Ocampo e Titelman (2009), apesar de mostrarem que a relação entre os desembolsos das duas instituições varia no tempo, afirmam que ela cresceu muito na última década, chegando a ser superior a 2 (Flar/FMI) entre 2002-2005.

De 1978 a 2011, aproximadamente USD 10 bilhões foram concedidos pelo fundo, sendo 45% em linhas de crédito de liquidez, 45% em Balanço de pagamento, 5% para Reestruturação de dívida e 5% por motivo de Contingência. A destinação de tais empréstimos pode ser vista abaixo (Figura 3.4).

Figura 3.4: Créditos Aprovados Historicamente (Milhões de USD)



1/ No hubo crisis en Costa Rica. Crédito para reestructuración de deuda.
Fuente: FLAR.

Fonte: Reproduzido de <http://www.flar.net>

Em uma distribuição desigual, o Equador recebeu ao todo aproximadamente 36% dos recursos, sendo o responsável também pelas duas operações mais recentes do Flar. A Colômbia, com 21%, recebeu todo esse aporte basicamente na Crise Asiática e na Crise da Dívida dos anos 80; o Peru, também com 21%, teve seu último registro em 1991; a Bolívia utilizou-se do Flar em diferentes momentos, chegando a 16% do total dos recursos despendidos; no extremo final estão Venezuela (5%), Costa Rica (2%) e Uruguai, que desde seu ingresso em 2008 nunca tomou recursos.

A gestão profissional do fundo e a inexistência de registros de inadimplência têm levado o Flar a manter excelentes classificações de risco: Aa2 pela Moody's e AA pela S&P, os melhores *ratings* já obtido por instituições latino americanas. Com isso, muitos autores acreditam que o Flar deva expandir seu papel de auxiliar no desenvolvimento financeiro de seus membros, cogitando atuações através de compras de títulos soberanos

emitidos por estes (abrindo espaço para negociação de títulos denominados em moedas de economias emergentes), ou mesmo a emissão direta de papéis pelo Flar como saída para a superação da incapacidade dos emergentes de emitir títulos em sua própria moeda (Eichengreen and Hausmann, 2005; Eichengreen, 2007).

O que também poderia ter resultados benéficos seria a ação do Flar no incentivo à cooperação macroeconômica (coordenação e harmonização de políticas econômicas), muito importante e pouco desenvolvida até agora; o conhecimento detalhado sobre seus membros, que o compartilhamento de reservas exige, pode constituir-se no ponto de partida. Ao amenizar a carência da cooperação macroeconômica, o Flar contribuiria para o processo de integração regional como um todo (Biancarelli, 2011).

De qualquer forma, com a dotação de recursos que possui, o Flar tem sido avaliado muito positivamente, como uma iniciativa capaz de enfrentar parte das insuficiências da globalização financeira nos momentos de crise. O balanço se torna ainda mais positivo ao se pensar nos papéis que o fundo poderia vir a desempenhar: contribuir para superação do “pecado original”, para o desenvolvimento financeiro dos membros e para a cooperação macroeconômica.

Contudo, para que isso ocorra, e mesmo para prover liquidez em momentos de dificuldade e reduzir as necessidades de carregamento de reservas por cada um dos membros, um maior aporte de recursos ao fundo é importante. Por isso, um dos grandes desafios consiste em ampliar a cobertura regional do Flar e seu volume de recursos, o que torna importantíssima a adesão da Argentina e Brasil, as duas maiores economias da região.

3.2.2 O caso brasileiro

O Brasil, junto com a Argentina, já manifestou formalmente interesse em ingressar no Flar em encontros da Unasul (União de Nações Sul-Americanas, que reúne os 11 países do continente), reconhecendo a importância do mesmo, mas nada de concreto foi realizado (Souza, 2011 e Felício, 2011). Assim, vale a pena analisar a série de motivos existentes para que o Brasil entre definitivamente no fundo.

Primeiro, destaca-se o fato de que, se o Brasil contribuísse com a média relativa às reservas do país (1,53%), o fundo quase que quadruplicaria em montante de recursos: com o estoque de reserva brasileiro em março de 2012 de USD 365 milhões, USD 5,6 bilhões seriam adicionados ao fundo de USD 2,3 milhões. Tal decisão demandaria alguma alteração na legislação brasileira relativa ao uso das reservas e nas próprias regras do FLAR (que limitam a US\$ 500 milhões a parcela de participação de cada membro), o que

não deve ser visto como grande entrave. Pensando nos interesses brasileiros, nesse caso, dado o pequeno tamanho relativo do fundo, a adesão brasileira não teria o efeito de aumento de proteção do país. Contudo, existem outros eventuais benefícios que parecem ser mais relevantes para o Brasil.

O segundo motivo para a adesão do país viria do aumento do poder de atuação do Flar, que teria maior capacidade em conter crises cambiais nas outras economias, reduzindo o risco de contágio regional em momentos de crise de liquidez e diminuindo a dependência regional dos recursos do FMI. Em terceiro lugar, não seria apenas um ato de solidariedade, uma vez que o Flar oferece uma alternativa vantajosa para aplicação das reservas internacionais com ótima avaliação de risco. Em quarto, o Brasil poderia buscar, por meio do fundo, o aumento da aceitação internacional do Real visando a superação do “pecado original” a longo-prazo, dada a possibilidade de a instituição emitir títulos no exterior na moeda de seus membros ou alocar parte da carteira do fundo em títulos dos mesmos. Por fim, o ingresso no Flar aprofundaria seu papel de liderança e protagonismo no processo de integração latino-americana, o que “tende a ser a postura mais condizente com um projeto de inserção soberana em um mundo em transformação, mas ainda profundamente assimétrico, principalmente em questões financeiras” (Biancareli, 2011, p. 43).

É claro que, a pequena dotação de recursos do Flar relativamente às reservas internacionais brasileiras, torna difícil, no momento, afirmar que a entrada no fundo possibilitaria reduzir substancialmente o montante de reservas acumuladas no Brasil. Todavia, tal ingresso traria, com a destinação de menos de 2% das reservas do país ao fundo, importantes benefícios ao país, “maximizando” os benefícios trazidos pela detenção de bilhões de recursos. Além disso, iniciativas de integração como essa têm crescido nos últimos tempos e, especialmente para os países emergentes, torna-se extremamente importante participar desse processo, que gera uma série de vantagens que extrapolam a diminuição dos custos das reservas.

Vale citar, por último, a nova e importantíssima iniciativa que surgiu em 2012 (noticiada em um encontro em 18/06/2012 em Los Cabos - México - antes da reunião do G20) da formação de um fundo de compartilhamento de reservas pelos BRICs (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). O fundo teria inspiração na Iniciativa Chiang Mai (detalhada na seção 3.3) e visaria combater problemas de liquidez de seus membros e fortalecer a confiança no mercado nesse momento de crise na economia internacional. A proposta ainda será elaborada até Abril de 2013, mas, de qualquer forma, a expectativa é grande, já que os BRICs são os maiores mercados emergentes, com reservas que estão entre as mais volumosas, somando aproximadamente USD 4,5 trilhões.

Dependendo do montante acordado, o fundo dos BRICs pode realmente impactar na estratégia de acumulação dos países envolvidos, transformando-se no grande exemplo de fundo de compartilhamento de reservas. Além disso, junto com o fundo parece haver interesse dos países em estabelecer outras de iniciativas como, desde já, criar linhas de *swap* entre eles e incrementar a linha anti-crise do FMI em USD75 bilhões (USD 10 bilhões do Brasil). Como a notícia é muito recente, ainda não é possível fazer análises mais detalhadas, mas essas resoluções, que configuram a estratégia dos BRICs de dinamizarem a economia internacional a partir de suas próprias economias, trazem grande expectativa, especialmente quando ao fundo que deve ser constituído. (IG, 2012; Terra, 2012; Infomoney, 2012; Brasil 247, 2012)

3.3 Linhas de swap de reservas

3.3.1 Contextualização e definições

O estabelecimento de uma linha de *swap* de reservas consiste, basicamente, num empréstimo de liquidez entre Bancos centrais, em que o Banco Central de um país empresta reservas em certa moeda ao Banco Central de outro país. Os casos mais debatidos são os do *Federal Reserve* (FED). Em 12 de dezembro de 2007, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) anunciou a autorização de linhas de *swap* de reservas com o Banco Central Europeu e o Banco Nacional da Suíça, para ajudar a fornecer liquidez em dólares para seus mercados internacionais. Posteriormente, em 2008, o FED estabeleceu linhas de *swap* com Bancos centrais dos seguintes países: Austrália, Brasil, Canadá, Dinamarca, Inglaterra, Banco Central Europeu, Japão, Coréia, México, Nova Zelândia, Noruega, Cingapura, Sérvia e Suíça (*Federal Reserve Bank of New York*, 2010).

As linhas de *swap* são concebidas para melhorar as condições de liquidez no mercado financeiro de um dos países envolvidos no acordo, autorizando um Banco Central a prover *funding* em dólar a outro país durante um período determinado. Os principais objetivos são aliviar suas dificuldades, acalmando o mercado e contribuindo, se necessário, para a injeção de dólares no sistema bancário nacional do país e para a diminuição de seus *spreads* de *funding* externo.

Os *swaps* com o FED envolveram duas transações. Primeiramente, cada banco central estrangeiro vendeu uma quantidade de sua moeda ao FED em troca de dólares à taxa em vigor mercado de câmbio. Ao mesmo tempo, os bancos centrais estrangeiros se comprometeram em comprar de volta sua moeda em uma data futura, à mesma taxa de câmbio utilizada. Como a taxa de troca para a segunda operação foi fixada, não houve qualquer risco de câmbio nas operações.

O banco central estrangeiro poderia emprestar os dólares a instituições sob sua jurisdição, com a obrigação de devolver os dólares ao FED, assumindo o risco de crédito dos empréstimos que fizesse. Na conclusão do *swap*, o banco central estrangeiro pagou ao FED um montante de juros sobre os dólares emprestados igual ao montante que ganhou em suas operações de empréstimo. Em contraste, o FED não pagou juros sobre a moeda estrangeira adquirida na operação de *swap*, mas comprometeu-se em manter a moeda no banco central estrangeiro, em vez de emprestá-la ou investi-la. Este arranjo evitou dificuldades na gestão das reservas que poderiam surgir caso o FED investisse suas reservas em moeda estrangeira no mercado (*Federal Reserve Bank of New York*, 2010).

Quando um país que não possui linhas de *swap* precisa de liquidez em um contexto de dificuldade, suas alternativas são: prover liquidez ao mercado utilizando suas reservas internacionais ou injetar moeda nacional no mercado e deixar os bancos fazerem a troca por dólar no *open market*. No primeiro caso, corre-se o risco de esgotar as reservas internacionais do país; no segundo, inserem-se pressões de depreciação da moeda local (Obstfeld, Shambaugh, e Taylor, 2009).

Todavia, a importância da linha de *swap* não está apenas no volume de dólares que ela oferece. Para muitos países desenvolvidos, o tamanho das linhas de *swap* foi significativo, excedendo freqüentemente 50% do nível de reservas internacionais do país; no caso da Inglaterra, Austrália e Banco Central Europeu, o *swap* chegou a ultrapassar o montante de reservas. Por outro lado, os *swaps* para mercados emergentes nunca são dessa proporção: para Coréia, Cingapura e Brasil, os *swaps* foram de USD 30 bilhões quando suas reservas eram de, respectivamente, USD 260 bilhões, USD 162 bilhões e USD 180 bilhões. Nesse caso, portanto, não é sua magnitude, mas o poder de sinalização do *swap* aos mercados desses países que interessa mais.

Um caso sempre retratado, quando se fala de linhas de *swap*, é o do desempenho coreano na crise financeira de 2008. Mesmo com fundamentos sólidos e um nível substancial de reservas internacionais, quando a confiança do mercado está seriamente abalada, as intervenções para tentar estabilizar o câmbio podem ser ineficazes. O que equivale a dizer que as reservas podem falhar em prover sua função precaucionária; no caso da Coréia, formou-se um ciclo vicioso em que a queda das reservas para tentar estabilizar o câmbio intensificou os temores no mercado. O que muitos sugerem é que, nesse caso, o estabelecimento de três linhas de *swap*, em particular aquela com o FED, tiveram papel fundamental no rompimento desse ciclo, acalmando a histeria do mercado quanto à possibilidade de escassez de dólar. Aizenman, Jinjark e Park (2010) consideram plausível sustentar que as linhas de *swap*, com importante efeito de sinalização, podem ser capazes de restaurar a confiança do mercado e a função precaucionária das reservas, quando esta é abalada.

Durante a Crise Financeira Global de 2008, chamou atenção a proliferação dos acordos de *swap* cambial entre grandes bancos centrais e bancos centrais de países emergentes. Nos debates desencadeados, uma importante questão que se colocava era saber em que medida tais linhas de *swap* teriam a capacidade de atenuar a motivação precaucionária na acumulação de reservas internacionais sem precedentes nos mercados emergentes. Ou seja, a propagação de acordos de *swap* seria suficiente para reduzir o incentivo ou a necessidade de acumulação de reservas internacionais?

De forma geral, pode-se dizer que as linhas de *swap* poderiam substituir o acúmulo individual de reservas já que ambos serviriam ao mesmo propósito: prover liquidez em momentos de escassez inesperada. Especialmente nos países desenvolvidos, para os quais os montantes de *swap* são significativos, pode-se decidir por carregar menos reservas internacionais se houver linhas duradouras à disposição. Já os países em desenvolvimento, pelo menos até que eles confiem que em momentos de crise poderão ter acesso a um volume significativo de reservas internacionais, provavelmente continuarão a acumular níveis individuais excepcionais de reservas (Obstfeld, Shambaugh, e Taylor, 2009).

Aizenman, Jinjark e Park (2010) ressaltam a existência clara de limites do poder de substituição entre *swaps* e reservas. Primeiro, a credibilidade dada às reservas em questão vem da credibilidade do Banco Central que as detêm, o que complica a legitimidade de uma linha de *swap* qualquer. Além disso, verifica-se empiricamente que as maiores linhas de *swap* têm sido estendidas apenas a mercados emergentes com fundamentos sólidos, já possuidores de níveis significativos de reservas e, também, de ligações financeiras e comerciais com esses grandes bancos centrais provedores dos acordos de *swap*. Ou seja, a alta seletividade dos receptores de *swap* significa que muitos países não terão acesso a esse recurso, já que o estabelecimento dessas linhas se pauta primeiramente pelos interesses do próprio Banco Central provedor de liquidez.

O caso mais recente mencionado na literatura, foi o do estabelecimento de linhas de *swap* de USD30 bilhões entre o FED e bancos centrais de quatro mercados emergentes, em outubro de 2008: Brasil, Coréia, México e Cingapura. Quais seriam os determinantes do fato de tais acordos terem se estendido apenas a quatro países? Para Aizenman e Pasricha (2009), a linha bilateral se estabeleceu a partir do interesse próprio do país-fonte, no caso os EUA, com quatro principais critérios de seleção dos países receptores, além da pré-condição de possuir fundamentos sólidos:

- Nível de exposição dos bancos norte-americanos ao país em questão (critério principal) visto nas relações bilaterais de comércio exterior e de crédito externo;
- Grau de abertura da conta de capital;
- Histórico de *default* ou reestruturação.

Essa seletividade seria um grande obstáculo à generalização de linhas de *swap*, que também teriam que ser mais duradouras e, freqüentemente de maior volume de recursos, para que o nível de reservas internacionais pudesse diminuir em todos os países.

De qualquer forma, muitos benefícios puderam ser verificados. No caso do *swap* entre o FED e os quatro mercados emergentes, a análise detalhada de Aizenman e Pasricha (2009) aponta para o aumento do bem-estar de todos os países envolvidos, incluso os EUA, ressaltando especialmente a redução da ocorrência de custosas liquidações em

massa (que permite a maturidade de investimentos e reduz a fuga de capitais) e a menor depreciação da taxa de câmbio dos países receptores, quando comparados a outros emergentes.

Assim, apesar de motivadas por interesses individuais dos países provedores, as linhas de *swap* podem trazer benefícios significativos. Para os provedores, ajudam na salvaguarda de seus interesses nos países com que estabelecem o acordo; nos receptores, ajudam a restabelecer a estabilidade financeira em momentos de crise. O que ainda pode ser muito explorado é a formalização e institucionalização das linhas de *swap* em momentos de normalidade, que transformaria esse recurso, de temporário remédio anti-crise (emergencial e de curto-prazo), em mecanismo de liquidez de longo prazo, que então poderia diminuir a necessidade de carregamento individual de reservas (Aizenman, Jinjark e Park, 2010).

Esse aumento da duração e montante das linhas de *swap* pode ser melhor explorado como uma importante opção de política para estabilização das expectativas do mercado (através de seu poder de sinalização) e diminuição da necessidade de acumulação individual de reservas. O aumento dos recursos do FMI ou a maior intervenção dos maiores bancos centrais do mundo (China, Índia etc.) na criação dessas linhas de *swap* de longo prazo são idéias postas como possibilidades existentes nessa direção (Obstfeld, Shambaugh, e Taylor, 2009).

3.3.2 O caso brasileiro

O Brasil foi um dos países que participou do acordo de *swap* de USD 30 bilhões com o FED em 2009. Esse caso pode ser utilizado como exemplo para se pensar nos possíveis benefícios que poderiam advir do estabelecimento de linhas de *swap* mais permanentes. Conforme declarações do Banco Central brasileiro, diante da “importância da estreita cooperação entre autoridades monetárias na atual conjuntura internacional”, a linha de *swap* com o FED foi “parte da estratégia de atuação do BC no combate aos efeitos da turbulência financeira internacional sobre a economia brasileira”.⁶

Tal medida foi recebida como um passo importante para acalmar o mercado naquele momento. Na análise da economista-chefe para América Latina do RGE monitor, Vitória Saddi, o acordo foi uma boa notícia que aliviou a pressão sobre o Banco Central na concessão de liquidez aos mercados. Muitos, como ela, compartilharam da visão de que o país acertou em injetar capital nos bancos e empresas para aliviar os efeitos da crise, sendo apontando como importante mecanismo nesse sentido a abertura da linha de *swap* com o

⁶<http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2018&idpai=NOTICIAS>

FED. A melhora na situação do Balanço de Pagamentos brasileiro, com alto nível de reservas, e o posicionamento externo recente do país, como quarto maior detentor de títulos do Tesouro norte-americano, foram reconhecidos como fundamentais para que o acordo de *swap* acontecesse (Infomoney, 29/10/2008).

Na matéria “Crise atual: pessimistas x otimistas” (Expomoney, Edição 29, 2008), consta que as economias emergentes ganharam “tempo para respirar” com o anúncio da linha de *swap*, que teria, ainda, propiciado o aumento dos lucros nos mercados emergentes quando se acalmaram os temores nesses mercados. Na época em que se deu o acordo, o jornal britânico *Financial Times* também considerou que a política foi extremamente importante para acalmar as expectativas dos bancos, empresas e investidores, levando a uma mudança de sentimento e cenário (*Financial Times*, 30 Outubro 2008).

É possível citar também duas outras participações do Brasil. Primeiro, em 2009, quando o país protagonizou o estabelecimento de um pequeno *swap* com a Argentina de R\$3,5 bilhões para reforçar a liquidez do vizinho e, a princípio, financiar companhias que exportam para o Brasil (Marin, 2009). Segundo, e mais importante, a recente declaração de que China e Brasil fecharão um acordo de *swap* em 2012 de aproximadamente USD 30 bilhões em suas moedas, sendo que parte dos recursos também poderá ser traduzida em dólar. Conforme o ministro da Fazenda, Guido Mantega, o instrumento reforçaria a situação financeira dos países em um momento delicado na economia internacional (Dantas *et al*, 2012). Além disso, sendo a China o principal parceiro comercial brasileiro, o acordo refletiria também a preocupação em fortalecer o comércio bilateral entre os países através do crédito provisionado pelo *swap* (G1, 2012).

O *swap* recente com a China é uma iniciativa relevante que se enquadra na tendência de crescimento do uso desse instrumento ao redor do mundo, o que pode gerar impactos importantes na estratégia de acumulação de reservas dos países. Contudo, ainda apresenta os mesmos problemas identificados na linha estabelecida pelo FED: ao não ser classificada como uma linha de longo-prazo e, também, por apresentar um montante relativamente pequeno se comparado às reservas internacionais dos dois países, provavelmente não seria suficiente por si só para reduzir a acumulação individual de reservas neles, afetando o volume de reservas e, conseqüentemente, seu custo.

Atualmente, os fundamentos internos do Brasil juntamente com sua posição internacional configuram uma situação privilegiada para o país entre os mercados emergentes, reiterada pelo fato de estar entre um dos quatro emergentes escolhidos pelo FED naquele caso. Isso, aliado à sua posição de destaque na América Latina, provavelmente dá ao país o poder de incentivar o fortalecimento de soluções importantes

para reduzir os desperdícios de acúmulos individuais de tantos bilhões de reservas nos mercados emergentes.

É aí que entra a possibilidade de o Brasil encorajar o estabelecimento de linhas de *swap* de mais longo-prazo e, ainda, de um montante de recursos capazes não apenas de acalmar os mercados, mas também de reduzir o incentivo à acumulação individual de reservas. É claro que existem inúmeras dificuldades, como a credibilidade da durabilidade do recurso e a confiança nas instituições envolvidas, aspectos que são fundamentais. Mas, de qualquer forma, seria importante explorar um recurso como esse que, além de tudo, apresenta uma tendência de crescimento no mundo.

A Iniciativa Chiang Mai (CMI) pode servir de exemplo. Esta é um acordo de *swap* multilateral de duração indefinida entre os dez membros da Associação do Sudeste da Ásia (ASEAN), China, Japão e Coreia do Sul. Lançado em 2000, a CMI tornou-se um fundo multilateral em 2008. Com USD 120 bilhões de reservas em 2009, dobrou seu valor para USD 240 bilhões em 2012. A tendência é que a CMI se aprofunde cada vez mais, especialmente com o poder global chinês, resultando em um seguro contra crises mais permanente que desestimularia o acúmulo individual de reservas. Também se espera que o papel da China se fortaleça como grande provedor de linhas de *swap* (e que inclusive cresça a presença do yuan nestas), o que ainda depende de um maior desenvolvimento de seu sistema financeiro e do aumento da credibilidade de seu Banco Central (Aizenman, Jinjark e Park, 2010).

Conclusão

É preciso buscar alternativas que consigam gerar mais benefícios a partir da grande soma de reservas acumuladas nos Países em Desenvolvimento. A integração financeira entre países através dos três diferentes recursos apresentados pode trazer uma série de vantagens, incluindo a possibilidade de reduzir o alto custo do carregamento das reservas. Não é um desafio fácil, contudo, as alternativas apresentadas têm a intenção de auxiliar a tarefa.

No Brasil, ficou claro que há diferentes opções, com amplo espaço para avanços. Em relação aos fundos soberanos, o que se destaca é a maior rentabilidade de suas aplicações. O FSB, contudo, tem sido um tímido fundo fiscal que não tem feito o que se propôs, como por exemplo, auxiliar na intervenção no mercado cambial contra a apreciação do real, reduzindo a necessidade da intervenção do Banco Central com um acúmulo ainda maior de reservas. Além disso, apresenta-se a transferência de parte das reservas brasileiras para o fundo como um recurso importante a ser usado, diminuindo os custos de carregamento dos mais de USD 370 bilhões de reservas brasileiras.

Em segundo lugar, aponta-se o caminho da participação em fundos de compartilhamento de reservas, cuja primeira alternativa ao Brasil é a inserção no Flar. Apesar do total de recursos do fundo ser pequeno se comparado às reservas brasileiras, o que provavelmente não impactaria em redução das reservas no país, o ingresso brasileiro teria grande importância regional. Uma série de outros benefícios seriam gerados, afetando mais indiretamente no nosso custo de manutenção das reservas. Além disso, a utilização desse tipo de recurso deve crescer e se fortalecer, o que é atestado pela possível criação de um fundo de compartilhamento de reservas dos BRICs (este sim, provavelmente, de grande montante de recursos), sendo importantíssimo fazer parte dessa tendência.

Por último, o esforço para o estabelecimento de linhas de swap de reservas de longo prazo e de maior montante seria uma forma pertinente de tentar diminuir o volume de recursos individualmente acumulado. Vale ressaltar o posicionamento internacional do Brasil como fator favorável para sua inclusão em tais iniciativas. Como exemplos, as linhas estabelecidas com o FED, que incluem o Brasil, mostraram o alto poder de sinalização ao mercado que esse recurso tem, enquanto a CMI, de grande volume e prazo, já tem provavelmente desestimulado o acúmulo individual de reservas de seus membros. Finalmente, o *swap* com a China em 2012 reflete a tendência crescente da utilização desse recurso que, se incentivada como o proposto, pode ter impacto significativo na estratégia de acumulação de reservas dos países. Tanto esta linha quanto o novo fundo de compartilhamento dos BRICs são novas iniciativas que, juntas, poderão alterar a política de reservas do país dependendo de sua duração e montante acordado.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A integração dos países em desenvolvimento na ordem internacional da desregulamentação e abertura financeira torna, no período recente, a acumulação de reservas internacionais uma política de proteção fundamental nos mercados emergentes. Devido às assimetrias monetária, financeira e macroeconômica a que estão submetidos, os principais condicionantes que levam à reversão dos fluxos de capitais nesses países são externos e não apenas internos a eles. Assim, a abertura à entrada e saída de capitais, intrinsecamente voláteis e especulativos, implica em uma vulnerabilidade externa que fica exacerbada nesses mercados (Biancarelli, 2008b e Prates, 1999).

O fato de estarem suscetíveis aos Ciclos Internacionais de Liquidez existentes é que gera a necessidade de contarem com mecanismos de proteção para, em momentos de aversão internacional ao risco e de fuga de capitais, diminuir a probabilidade de uma crise financeira sistêmica. A escolha pela acumulação de reservas internacionais como estratégia principal viria, então, destacadamente de dois fatores. Primeiro, da falha da arquitetura financeira internacional e do FMI em prover a liquidez necessária aos países em desenvolvimento em momentos de dificuldades. E segundo, pela sua possibilidade de execução em menor prazo e sem contrariar grandes interesses da Ordem Financeira Mundial, como faz a adoção de controles de capital mais amplos e rigorosos, por exemplo (Rodrik, 2006; Carvalho, 2010; Aizenman; Jinjark e Park, 2010).

De forma geral, a partir dos anos 2000, como estratégia precaucional, o montante de reservas acumuladas pelos países em desenvolvimento cresceu substancialmente e ultrapassou em larga escala os níveis de países desenvolvidos. No Brasil, a partir do momento em que se declarou a adoção da política de acumulação de reservas em 2004, estas cresceram de USD 50 bilhões para mais de USD 370 bilhões em 2012, proporcionando já em 2009 a condição de *hedge* do passivo total do país. Como exemplo da eficácia da estratégia, apresentou-se o caso brasileiro de sucesso na crise de 2008 e seu poder tanto de acalmar o mercado quanto de possibilitar a execução de políticas anticíclicas naquele momento de incerteza.

A despeito de todos os inegáveis benefícios da acumulação de reservas internacionais em países em desenvolvimento, foi visto que tal política é, contudo, altamente custosa. Isso coloca limites ao aumento do montante de reservas e traz à tona, primeiro, a discussão sobre qual seria o montante ideal a ser acumulado por um país. O que se viu é que não há consenso e que independentemente do nível de reservas e da solidez dos fundamentos do país, existe o risco de que em momentos em que a confiança do mercado está seriamente abalada, as reservas não sejam suficientes e as intervenções para estabilizar o câmbio não efetivas. Por isso, o nível acumulado por países em

desenvolvimento tem superado em larga escala o montante indicado como ideal por indicadores mais tradicionais.

Devido à falta de formas oficiais de cálculo dos custos de acumulação, esse trabalho expôs basicamente as metodologias do custo social e do custo fiscal das reservas na tentativa de estimar os custos da acumulação das reservas. O custo fiscal⁷ representaria o custo que afeta diretamente o setor público, enquanto, o conceito do custo social⁸ de Rodrik (2006), ao agregar os setores público e privado, mostraria o impacto total do custo das reservas, saldando no cálculo a diferença entre a taxa de juros nacional e a taxa de empréstimo externo de curto prazo (taxa de *funding*), que equivaleria a uma transferência do setor público para o privado. Diante das dificuldades operacionais do método do custo social, optou-se por explorar nas estimativas a metodologia do custo fiscal.

Nas estimativas apresentadas, o que se viu foi que o valor a que se chega varia de acordo com o cálculo que é feito e os fatores e aproximações considerados. De qualquer forma, é inegável que a alternativa individual de se proteger da volatilidade externa com o acúmulo de reservas internacionais é altamente custosa. O grande montante acumulado e a baixa rentabilidade das reservas, devido ao seu perfil extremamente conservador de aplicação (necessário para cumprir sua função de proteção), por si só já implicam em um alto custo de carregamento, considerando as alternativas em que esses bilhões recursos poderiam ser aplicados. Quando se olha, então, para o custo de esterilização⁹ do país, a taxa nominal de juros torna-se fator determinante do seu custo fiscal em relação aos outros mercados emergentes.

No caso brasileiro, viu-se que apesar do país não estar entre os detentores de maior volume de reservas nem nos de maior relação entre as reservas e o PIB, seu custo fiscal está entre os maiores dentre os países em desenvolvimento, devido à sua altíssima taxa básica de juros. No cálculo do custo fiscal simples no Brasil, viu-se que desde 2009 o custo foi sempre de maior que USD 20 bilhões, representando mais de 1% do PIB do país. Quando foi realizada a estimativa simplificada de comparação entre o Brasil e alguns outros países em desenvolvimento (considerando uma mesma rentabilidade das reservas de todos eles), o custo fiscal brasileiro foi o maior como porcentagem do PIB junto com a Rússia.

Em seguida, ao incluir a variação cambial no cálculo do custo fiscal, já que a apreciação do real traz prejuízo ao Banco Central, as estimativas mudaram bastante de figura, com grandes prejuízos ou lucros embutidos no custo total, dependendo do

⁷ O Custo fiscal simples consiste no resultado da aplicação do diferencial entre o rendimento das reservas e a taxa de juros dos títulos do governo aplicado ao montante de reservas do país.

⁸ O Custo Social seria o resultado da aplicação do diferencial entre o rendimento das reservas e o custo do *funding* externo do país ao montante de reservas do país.

⁹ Custo dado pela taxa de juros nacional de venda de títulos públicos ao setor privado para anular o efeito da intervenção no mercado de moeda internacional.

comportamento do câmbio. Considerando os dois extremos da estimativa feita na Tabela 2.6, no ano de 2008, por exemplo, a depreciação do real traria lucro de 57 bilhões de dólares, enquanto em 2009 a apreciação do real traria prejuízo de USD 65 bilhões. Com isso, o valor total do custo das reservas mudaria de 0,4% do PIB em 2008 para -3,1% (que representa lucro de 3,1% do PIB) e, em 2009, de 1,4% do PIB para 5,5%.

Diante da percepção de quão custoso é carregar bilhões de reservas internacionais nos países em desenvolvimento, torna-se fundamental pensar em como seria possível diminuir esse custo sem alterar a capacidade de proteção à vulnerabilidade externa. Para tal, qualquer possibilidade encontrada precisa alterar aquele custo fiscal das reservas. Como foi dito, isso poderia se dar através dos seguintes fatores:

1. A diminuição da taxa de juros básica nacional;
2. O aumento do rendimento da aplicação das reservas;
3. A diminuição do volume de reservas acumulado;
4. Diminuição da variação do estoque de reservas (ou seja, das intervenções do Banco Central) e da apreciação cambial.

Desconsiderando o primeiro fator, por tratar-se de uma discussão de política monetária que foge do escopo deste trabalho, três alternativas são apresentadas como recursos importantes que têm se fortalecido mundialmente: os Fundos Soberanos (podem agir nos fatores 2, 3 e 4); o Compartilhamento de Reservas (impacto principal nos fatores 2, 3 e 4); e as Linhas de Swap de Reservas (age mais diretamente no fator 3). A escolha dessas alternativas foi feita por terem sido consideradas como possibilidades mais factíveis ao Brasil, que podem trazer uma série de benefícios ao país, como a redução dos custos de suas reservas. Com isso, os três recursos foram explorados, visando mostrar como são capazes de trazer diversas vantagens, que não só incluem, mas vão além da possibilidade de redução do custo de carregamento das reservas.

Em relação aos fundos soberanos, o que se destaca como vantagem às reservas internacionais é a maior rentabilidade de suas aplicações. No Brasil, contudo, viu-se que seu Fundo Soberano, criado em 2008 com um único aporte de recursos (da emissão de títulos públicos), tem sido um pequeno e tímido fundo fiscal. O que se propõe aqui, como duas iniciativas mais importantes é que, primeiro, o fundo passasse a intervir no mercado cambial contra a apreciação do real, algo que foi usado como justificativa de sua criação e que reduziria a necessidade do Banco Central intervir comprando reservas. Em segundo lugar, transferir parte das reservas brasileiras ao FSB faria com que tais recursos rendessem mais e, diante do alto nível de reservas no país, não alteraria substancialmente sua capacidade de auto-proteção.

Em seguida, a alternativa apresentada foi a participação em Fundos de Compartilhamento de Reservas, sugerindo mais especificamente a inserção do Brasil no Flar. Mesmo com uma dotação pequena de recursos quando comparado às reservas brasileiras, constatou-se que o ingresso brasileiro no fundo pode trazer uma série de benefícios ao país em função da importância regional que a entrada teria, impactando mais indiretamente no nosso custo de manutenção das reservas. O ingresso brasileiro com a média de contribuição de reservas ao Flar (1,5%) poderia quadruplica-lo, aumentando substancialmente sua capacidade de contenção de crises cambiais e efeitos contágio. Além disso, o Flar é uma alternativa de aplicação vantajosa às reservas e, ao olhar para fatores mais abrangentes, pode-se dizer que também que a entrada iria aumentar a aceitação internacional do Real, aprofundar o papel do Brasil na integração latino-americana e inserir o país em uma tendência crescente de cooperação regional.

O estabelecimento de linhas de swap de reservas foi a terceira alternativa proposta. Visando melhorar as condições de liquidez em algum dos países envolvidos, a maioria das linhas estabelecidas tem sido de duração determinada e montante pequeno se comparado a reservas internacionais de países em desenvolvimento. Os fatores apontados como determinantes da generalização dos swaps e do poder de substituição entre estes e as reservas foram: a credibilidade da linha, o volume de recursos oferecido, o prazo do acordo e a alta seletividade dos países receptores de swaps. No Brasil, a linha estabelecida como FED colocou o país entre um pequeno grupo incluído na iniciativa, atestando o posicionamento internacional vantajoso do país. Com isso e diante da verificação do alto poder de sinalização ao mercado que esse recurso dispõe, propõe-se neste trabalho que o Brasil se esforce na tentativa de estabelecer linhas de swap de maior prazo e maior montante de recursos para reduzir o incentivo a acumulação individual de reservas no país. A Iniciativa Chiang Mai seria o melhor exemplo a se espelhar nesse caso.

Se estas três alternativas forem adequadamente exploradas diversos benefícios serão gerados e, ainda, deve ser possível reduzir parte do custo de carregamento das reservas no Brasil. As duas recentes notícias apresentadas apenas reforçam a afirmação de que é factível e muito importante aprofundar a utilização desses três recursos. Tanto a nova linha de *swap* Brasil - China quanto o novo fundo de compartilhamento dos BRICs são iniciativas que, juntas, poderão alterar a política de reservas do país dependendo da duração e montante acordados. Por isso, novamente, é fundamental o esforço das autoridades brasileiras nestes sentidos.

Contudo, a visão apresentada neste trabalho é a de que tais iniciativas seriam paliativas a problemas estruturais mais graves que não são resolvidos com a adoção da acumulação das reservas internacionais como a grande estratégia de proteção à

vulnerabilidade externa nos países em desenvolvimento. Ao acumular reservas, esses países optam por uma solução individual muito cara e que não garante plenamente que as crises financeiras serão evitadas, considerando as composições voláteis de seus passivos e ativos e sua submissão aos ciclos de liquidez internacionais. Além disso, essa é uma estratégia deflacionária para a economia global, reduzindo a demanda, produto e emprego no mundo.

Portanto, acumulação de reservas de forma defensiva deve ser vista como um recurso de último caso. Nesse sentido, o ideal seria fazer o que já foi proposto em 1944 por Keynes: organizar um sistema monetário internacional com a criação de uma moeda internacional livre do Dilema de Triffin, cuja oferta aumentaria conforme as necessidades de liquidez. Se os inúmeros obstáculos políticos inviabilizam um pacto como esse, a principal alternativa seria então a adoção de controles de capitais. Estes, a princípio, servem para o mesmo propósito que as reservas. Teoricamente, as restrições à entrada e saída de capitais serviriam para evitar, respectivamente, a apreciação cambial em momentos de excesso de liquidez e a depreciação em momentos de fugas, extinguindo a necessidade de acumular reservas.

Porém, mesmo que os controles resolvam de forma melhor e menos custosa a proteção contra a vulnerabilidade externa e até outros problemas estruturais dos países em desenvolvimento, o confronto a grandes interesses cristalizados na Globalização Financeira torna tal recurso mal visto. Com isso, em uma situação em que o sistema monetário internacional não atende satisfatoriamente às necessidades dos diferentes países, a adoção da solução individual da acumulação de reservas internacionais se torna a melhor estratégia disponível para os países em desenvolvimento se protegerem, justificando sua adoção (Rodrik, 2006; Carvalho, 2010; Aizenman; Jinjark e Park, 2010).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aizenman, J. and Jinjark, Y. and Park, D. (2010). International reserves and swap lines: substitutes or complements? <http://www.nber.org/papers/w15804>
- Aizenman, Joshua and Pasricha, Gurnain Kaur (2009). Selective swap arrangements and the global financial crisis: analysis and interpretation. NBER Working Paper 14821: http://www.nber.org/papers/w14821.pdf?new_window=1
- Aizenman, Joshua, and Jaewoo Lee (2005). International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence. <http://www.nber.org/papers/w11366>
- Alves (2011). Banco Central diversifica reservas e rentabilidade em 2011 atinge 4,9%. <http://www.valor.com.br/financas/1005704/banco-central-diversifica-reservas-e-rentabilidade-em-2011-atinge-49#ixzz1yNnjA8sQ>
- Backer, 2009. Sovereign investing in times of crisis. <http://128.255.56.99/~tlcp/TLCP%20Articles/19-1/backer.finalfinal.mlb.022510.pdf>
- Balin, J. B. (2008). Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis. The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS), Washington DC 20036, USA
- Banco Central (2009). BC e Federal Reserve anunciam a extensão do prazo para a linha de swap de dólares americanos por reais. <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2018&idpai=NOTICIAS>
- Banco Central do Brasil (2010). Relatório de gestão de reservas internacionais, volume 2. <http://www.bcb.gov.br/?GESTAORESERVAS>
- Banco Central do Brasil (2011). Relatório de gestão de reservas internacionais, volume 3. <http://www.bcb.gov.br/?GESTAORESERVAS>
- Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br/?reserva>)
- Biancareli, A.M. (2008). A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes: uma resenha crítica. Campinas: IE/Unicamp, texto para discussão nº 143.
- Biancareli, A.M. (2009). Developing countries and international liquidity cycles in the financial globalization era. Campinas: IE/Unicamp (mimeo).
- Biancareli, A.M. (2010). O Brasil e a integração na América do Sul: iniciativas para o financiamento externo de curto prazo.
- Biancareli, A.M. (Abril, 2008). A Globalização Financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica. Artigo apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Campinas, SP.
- Brasil 247 (2012). Brics cria fundo comum para se proteger da crise <http://brasil247.com/pt/247/economia/65425/Brics-cria-fundo-comum-para-se-proteger-da-crise.htm>
- Caldeira (2011). Brasil tem o maior juro real do mundo há quase dois anos. <http://economia.ig.com.br/brasil-tem-o-maior-juro-real-do-mundo-ha-quase-dois-anos/n1597388991041.html>
- Carneiro, Ricardo (2007). Fundo poderia financiar as múltiplas brasileiras. O Estado de São Paulo, 29 outubro de 2007.
- Carvalho, C.E. e Tepassê, A.C. (2008). O Fundo Soberano brasileiro e a crise financeira internacional. Núcleo de estudos sobre o congresso, Papéis Legislativos ano 2, n.4, out. 2008. http://observatorio.iesp.uerj.br/pdfs/16_papeislegislativos_PL_n_4_out_2008.pdf
- Carvalho, Fernando J. Cardim (2010). The Accumulation of International Reserves as a Defense Strategy in Time for a Visible Hand, pp. 269-287. Oxford Scholarship Online Monographs.

- Cataparica, Rodrigo (2010). O Papel dos Fundos Soberanos na Economia Mundial. Dissertação de mestrado: http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6653/dissertacao_vf.pdf?sequence=1
- D'Amorim, Sheila (2010). Custo das Reservas ficou R\$3,5 bilhões acima do investimento federal. Folha de São Paulo, 8/11/2010.
- Damico, Andréa Bastos (2010). Vale a pena pagar os custos de acumulação das reservas internacionais? Destaque Depec, Bradesco, Ano VIII, Número 16.
- Dantas et all (2012). Brasil fecha acordo financeiro com a China. <http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=819382>
- Dooley, M; Folkerts-Landau, D; Garber, P (2002). An essay on the revived Bretton Woods Sistem. National Bureau of Economic Research (Nber Working Paper nº 9971).
- Edwin Truman (2007). The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard <http://t.iie.com/publications/papers/truman1007.pdf>
- Eichengreen, B (2007). Insurance underwriter or financial development fund: what role for reserve pooling in Latin America? Santiago: Cepal (Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 186).
- Eichengreen, B.; Hausmann, R (2005). Original sin: the road to redemption. In: Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies. Chicago: University of Chicago Press, 2005.
- Expomoney, (2008). Crise atual: pessimistas x otimistas. Expomoney, Edição 29, 2008. <http://www.expomoney.com.br/newsnova/materia.asp?rregno=216>
- Federal Reserve Bank of New York (April, 2010). Current issues in economics and finance. www.newyorkfed.org/research/current_issues.
- Felício, Cesar (2008). Brasil quer ingressar em fundo latino para evitar crise. Valor econômico, 12/08/2011.
- Financial Times (2008). US Fed extends Operation Twist. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bdfd1444-a6a2-11dd-95be-00077b07658.html#axzz1y4ydZXR8>
- G1 (2012). Brasil e China terão 'permuta' de moeda local no valor de R\$ 60 bilhões. <http://m.g1.globo.com/economia/noticia/2012/06/brasil-e-china-terao-permuta-de-moeda-local-no-valor-de-r-60-bilhoes.html>
- Garcia (2008). Novas conquistas e velhos erros. Valor econômico, 09 maio 2008.
- García, Pablo and Soto, Claudio (2006). Large Hoardings of International Reserves: are they worth it? Central Bank of Chile, http://www.bcentral.cl/estudios/banca-central/pdf/v10/171_206garcia_soto.pdf
- Goldberg, Linda S. and Kennedy, Craig and Miu, Jason (2010). Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs. NBER Working Paper 15763: http://www.nber.org/papers/w15763.pdf?new_window=1
- Greenspan, Alan (1999). Currency reserves and debt. Federal Reserve System. <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/1999/19990429.htm>.
- Haddad, Claudio (2007). Valor econômico, coluna de 22/11/2007.
- IG (2012). Contra crise, Brics concordam com troca de moeda e estudam fundo de reservas. <http://economia.ig.com.br/criseeconomica/2012-06-18/contra-crise-brics-concordam-com-troca-de-moeda-e-estudam-fundo-de-reservas.html>
- IMF (2008). International Working Group of Sovereign Wealth Funds: Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices. www.iwgswf.org/pubs/gaplist.htm
- Infomoney (2008). Para economista, linha de swap com o Fed traz alívio para o Banco Central. <http://economia.uol.com.br/ultnot/infomoney/2008/10/29/ult4040u15329.jhtm>
- Infomoney (2011). Para Brasil sair do topo do ranking de juros reais, Selic teria de cair 3,5 pontos. <http://economia.uol.com.br/ultimas->

noticias/infomoney/2011/11/30/para-brasil-sair-do-topo-do-ranking-de-juros-reais-selic-teria-de-cair-35-pontos.jhtm

- Infomoney (2012). Dólar acentua perdas com formação de fundo de reservas do Brics. <http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2470200-dolar+acentua+perdas+com+formacao+fundo+reservas+brics>
- Izique (2008). Fundos Soberanos - Uma aposta diferente no mercado internacional. http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=1198:reportagens-materias&Itemid=39
- JP Morgan Research (Maio, 2008). Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer. http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/SWF22May08.pdf
- Kohler, Marcos (2011). Quanto custa ao Brasil manter um elevado nível de reservas internacionais? <http://www.brasil-economia-governo.org.br/wp-content/uploads/2011/04/quanto-custa-ao-brasil-manter-um-elevado-nivel-de-reservas-internacionais.pdf>
- Llaudes, Ricardo; Salman, Ferhan and Chivakul, Mali (2010). The Impact of Great Recession on Emerging Markets. IMF Working Paper WP/10/237.
- Lopes de Souza Júnior (2008). Doença holandesa: o Brasil corre esse risco? http://www.viannajr.edu.br/site/menu/publicacoes/publicacao_economia/index.php?edicao=8&acao=artigos8
- Macedo e Silva, A.C. (2006). A montanha em movimento: Uma notícia sobre as transformações recentes na economia global. Política Econômica em Foco nº 7, Instituto de Economia, Unicamp (Seção II).
- Marin, D. C. (2009). Brasil e Argentina fazem acordo de swap cambial. <http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,brasil-e-argentina-fazem-acordo-de-swap-cambial,420974,0.htm>
- Martello (2011). Rendimento das reservas sobe para 4,9% em 2011, informa Banco Central. <http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/09/rendimento-das-reservas-sobe-para-49-em-2011-informa-banco-central.html>
- Ministério da Fazenda (2012). Relatório de gestão de 2011: Fundo Soberano do Brasil. Ministério da Fazenda, maio/2012.
- Moura *et al* (2008). FUNDO SOBERANO DO BRASIL. Câmara dos deputados. http://bd.camara.gov.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/1883/fundo_soberano_tavarestavaresemoura.pdf?sequence=1
- Obstfeld, Maurice; Shambaugh, Jay C. and Taylor, Alan M (2009). "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008." American Economic Review: Papers & Proceedings, 2009, 99(2), pp. 480-86. http://www.nber.org/papers/w14826.pdf?new_window=1
- Ocampo Titelman, D (2010). Subregional financial cooperation: the South American experience. Journal of Post-Keynesian Economics, v. 32, n. 2, p. 249-268.
- Ocampo, J. A. & Titelman, D. (2009/2010). Subregional financial cooperation: the South American experience. Journal of Post-Keynesian Economics 32(2), pp. 249-268.
- Prates, D.M. (1999). A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. Revista de Economia Política, v. 19, n.1, jan-mar.
- Rinaldi, Patrícia (2010). Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira? Unicamp, Campinas, SP, 2010.
- Rodrik, Dani (2006). The social cost of foreign Exchange reserves. <http://www.nber.org/papers/w11952>.
- Safatle, Claudia (2010). Brasil tem maior custo de reservas. Valor Econômico, 19/10/2010.
- Schwartzman, Alexandre (2007). Uma Parábola Soberana. Folha de São Paulo, 28 de novembro de 2007.

- Sias, Rodrigo (2008). O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 93-127, DEZ. 2008. http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3004.pdf
- Souza, Marcos de Moura (2011). Colômbia pede criação de fundo para socorrer países. Valor econômico, 10/08/2011.
- Terra (2012). BRICS analisam fundo comum contra crise. <http://noticias.terra.com.br/mundo/noticias/0,,OI5844909-EI294,00-BRICS+analisam+fundo+comum+contra+crise.html>
- The Corner House, 2008. <http://www.thecornerhouse.org.uk/sites/thecornerhouse.org.uk/files/38SWFFAQs.pdf>
- The News (2008). Asia's nations to double currency swap deal. <http://www.thenews.com.pk/Todays-News-3-98519-Briefs>.
- Titelman, D (2006). La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe. In: Ocampo, J. A. (Org.). Cooperación financiera regional. Santiago: Cepal, 2006 (Libros de la Cepal, n. 91).
- Titelman, D. (2006). La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe. In: Ocampo. J. A. (org.,2006). Cooperación financiera regional. Santiago: Cepal (Libros de la Cepal n. 91).
- Tolla, Leonardo Malta de (2010). Fundo Soberano do Brasil: Um caso típico? Monografia: <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/25415/000750702.pdf?sequence=1>
- Truman, Edwin M (September,2010). Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? 216 pp. ISBN Paper 978-0-88132-498-3.
- Valor Econômico (2007). Condições impróprias para um fundo soberano. Editorial de 26/11/2007.
- Valor Econômico (2008). Fundo Soberano não é boa idéia agora. Editorial de 29 de maio de 2008.