

UNI-FACEF CENTRO UNIVERSITÁRIO MUNICIPAL DE FRANCA

MARINA SOUZA MELO

**RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS: a melhor maneira de
utilizá-las.**

FRANCA

2018

MARINA SOUZA MELO

**RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS: a melhor maneira de
utilizá-las.**

Monografia apresentada ao Uni-FACEF
Centro Universitário Municipal de Franca
para obtenção do título de bacharel em
Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dnd. Pedro Henrique
Nascimento

FRANCA

2018

MARINA SOUZA MELO

**RESERVAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS: a melhor maneira de
utilizá-las.**

Monografia apresentada ao Uni-FACEF
Centro Universitário Municipal de Franca
para obtenção do título de bacharel em
Ciências Econômicas

Franca, 07 de novembro de 2018

Orientador: _____

Nome: Prof. Dnd. Pedro Henrique Nascimento

Instituição: Uni-FACEF Centro Universitário de Franca

Examinador(a): _____

Nome: Prof. Ms. Carlos Bruno Bettarello

Instituição: Uni-FACEF Centro Universitário de Franca

Examinador(a): _____

Nome: Prof. Dra. Edna Maria Campanhol

Instituição: Uni-FACEF Centro Universitário de Franca

Dedico este trabalho aos meus pais, amigos e professores pela dedicação, apoio e compreensão concedidos a mim durante todos esses anos acadêmicos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço:

- Primeiramente a Deus;
- Aos meus pais e familiares;
- A todos os professores do curso, que foram tão importantes na minha vida acadêmica;
- Ao meu orientador, o Prof. Dnd. Pedro Henrique Nascimento, por acreditar, apoiar e auxiliar durante todo o desenvolvimento deste projeto; e
- Aos meus amigos de classe, principalmente Alan Paulute, Ana Flávia Souza, Gabriel Tognatti e Ludmila Duarte. Espero sinceramente que nossa amizade vá além desses quatro anos.

Para se ter sucesso, é necessário amar de verdade o que se faz. Caso contrário, levando em conta apenas o lado racional, você simplesmente desiste. É o que acontece com a maioria das pessoas.

Steve Jobs

RESUMO

O conteúdo apresentado no decorrer desse trabalho possui como objetivo principal apresentar uma discussão sobre qual a mais eficiente forma de usar as reservas dado o alto nível de reservas internacionais que o Brasil possui desde o meados dos anos 2000. Ao apresentar esse “debate”, o estudo também aborda como funcionam e são gerenciadas as reservas internacionais pelas principais entidades financeiras como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Central do Brasil. O trabalho foi desenvolvido por meio de um estudo qualitativo de dados secundários (dados já publicados anteriormente) de caráter bibliográfico. Os dados secundários foram coletados em sites como do Banco Central do Brasil pelo Relatório Anual de Reservas Internacionais e ainda no Fundo Monetário Internacional. O método de abordagem usado foi o dedutivo, pois surge através de teorias e leis econômicas consideradas universais que possuem o propósito de explicar os principais fenômenos econômicos. Concluiu-se nesse trabalho que, embora, o nível de reservas internacionais esteja em um nível elevado, a proposta atual de utilizá-lo para investimentos em infraestrutura não parece ser viável, pois o Brasil vive um período de grande instabilidade econômica, restando tão somente ao país, a credibilidade internacional muito em função desse estoque acumulado de reservas.

Palavras-chave: Reservas Internacionais, Investimento, Banco Central, Fundo Monetário Internacional, Brasil.

ABSTRACT

The main objective of this paper is to present a discussion about the most efficient way of using the reserves given the high level of international reserves that Brazil has since the mid-2000s. In presenting this "debate", the study also discusses how international reserves work and is managed by the main financial entities such as the International Monetary Fund and the Central Bank of Brazil. The work was developed through a qualitative study of secondary data (previously published data) of a bibliographic character. Secondary data were collected on websites such as the Brazilian Central Bank by the Annual International Reserves Report and also at the International Monetary Fund. The method of approach used was the deductive, as it arises through theories and economic laws considered universal that have the purpose of explaining the main economic phenomena. It was concluded that, although the level of international reserves is at a high level, the current proposal to use it for investments in infrastructure does not seem feasible, since Brazil is experiencing a period of great economic instability, leaving only to the country, international credibility much in function of this accumulated stock of reserves.

Keywords: International Reserves, Investment, Central Bank, International Monetary Fund, Brazil.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -Métricas e o nível adequado de Reservas no Brasil.....	20
Figura 2 -Evolução das reservas	37
Figura 3 -Prazo Médio de Investimento.....	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -Reservas Internacionais e Dívida Externa (JK).....	25
Tabela 2 -Reservas Internacionais e Dívida Externa no Milagre.....	29
Tabela 3 -Reservas Internacionais e Dívida Externa (Geisel).....	31
Tabela 4 -Reservas Internacionais e Dívida Externa Década Perdida.....	33
Tabela 5 -Reservas Internacionais e Dívida Externa Década de 90.....	35
Tabela 6 -Reservas Internacionais e Dívida Externa (Lula).....	36
Tabela 7 -Participação das Moedas.....	40
Tabela 8 -Participação das Reservas no Ativo.....	41

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	122
1. RESERVAS INTERNACIONAIS.....	14
1.1 DEFINIÇÃO	14
1.2.1 Orgãos Reguladores	15
1.2 MENSURAÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS	17
2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS RESERVAS NACIONAIS DO BRASIL	23
2.1 O BRASIL NA ERA VARGAS	23
2.2 O GOVERNO DE JK	24
2.3 A DÉCADA DE 60 E O MILAGRE ECONÔMICO	236
2.3.1 Crise após o Milagre Econômico.....	29
2.4 A DÉCADA PERDIDA E OS ANOS 90	31
2.5 ERA LULA	35
2.6 EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS COM BASE NAS ESTATÍSTICAS	37
3. BENEFÍCIOS DA UTILIZAÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS	38
3.1 GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS. Erro! Indicador não definido.	
3.1.1 Políticas de Investimento do BACEN das Reservas Internacionais	39
3.1.2 Risco das Reservas Internacionais	42
3.1.3 Reservas Internacionais: benefício ou desperdício?	44
CONCLUSÃO.....	518
REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO.....	51
REFERENCIAL ELETRÔNICO	52

INTRODUÇÃO

O objetivo desse trabalho que tem como título – Reservas Internacionais Brasileiras: a melhor maneira de utilizá-las, é apresentar um debate acerca sobre o melhor uso das reservas internacionais. Será visto que teóricos clamam por um uso alternativo dessas reservas, como por exemplo, na conversão dessas para o posterior uso em investimentos de infraestrutura. O problema de pesquisa desse trabalho, portanto, está relacionado em responder se o alto nível de reservas internacionais podem estimular o crescimento econômico via investimentos em infraestrutura como proposto no debate atual.

A pesquisa a ser desenvolvida será de caráter qualitativo e de caráter bibliográfico, através desta metodologia buscou-se explicar qual o melhor nível das reservas internacionais, como essas são gerenciadas e ainda qual benefício pode se obter com uso das reservas. Foram usados dados secundários para a análise do nível de reservas, que foram coletadas em sites oficiais como Banco Central do Brasil e Fundo Monetário Internacional. Esses dados foram organizados em forma de tabelas para melhor compreensão do leitor. Além disso, dados históricos do processo de desenvolvimento das políticas dos países foram coletados em fontes bibliográficas.

O método de abordagem foi o dedutivo, pois surge através de teorias e leis consideradas universais que visam explicar a ocorrência de fenômenos econômicos. O método de procedimento será o explicativo, por meio desse método é possível explicar e demonstrar qual o nível ótimo e qual o principal benefício que as reservas internacionais podem exercer na economia brasileira.

O presente trabalho investiga o alto nível das reservas internacionais do Brasil, e como esse grande valor poderia ser usado para estimular o crescimento econômico, principalmente em investimentos que contemplariam várias áreas como: educação, saúde, transporte, habitação, a fim de melhorar o bem estar de toda a população brasileira. O principal motivo da escolha do tema foi a afinidade e o interesse em que a autora desenvolveu ao longo do curso, pelas disciplinas de Economia Internacional e Comércio Exterior, além disso o alto nível das reservas

serviu de estímulo para a autora como futura economista, em tentar solucionar as principais crises que o Brasil tem enfrentado atualmente.

No primeiro capítulo desse trabalho será analisado, com base em dados históricos e de dados secundários (dados já publicados anteriormente), como as reservas internacionais são mensuradas pelo Fundo Monetário Internacional e também pelo Banco Central do Brasil. Além disso, será exemplificado as principais formas de mensuração como as quatro “métricas”, (sendo a última e mais importante formulada pelo FMI denominada ARA) e, por último, qual o nível ótimo em que essas devem estar sugeridas pelas duas entidades financeiras descritas acima.

No segundo capítulo, será feita uma breve explicação histórica de como as reservas internacionais se comportaram desde o período em que o Brasil começou a ser industrializado (Era Vargas), passando pelo período dos anos dourados (JK), pelo milagre econômico, posteriormente a década perdida, os anos noventa, seguindo pela Era Lula até o fim do mandato da presidente Dilma Rousseff.

Já no terceiro e último capítulo, ocorre uma breve explicação e exemplificação do Relatório Anual de Reservas Internacionais apresentado anualmente pelo Banco Central. Por fim, a parte mais importante desse trabalho, apresentará as distintas visões dos economistas e teóricos em como usar as reservas internacionais da melhor maneira, a fim de deixar claro os principais pontos dos dois lados do debate. A ideia é que, após essa explanação, seja possível considerar qual das duas visões pareça ser a mais benéfica para lidar com o elevado nível de reservas internacionais brasileiras.

1. Reservas Internacionais

O presente capítulo tratará de temas teóricos relacionados ao importante conceito das reservas internacionais da economia de um país. Dentro desse objetivo, procurar-se-á explicar como é definido o conceito de reservas internacionais no Brasil, qual base de mensuração é adotada para medi-la e ainda quais são os órgãos responsáveis por regularem o nível de reservas no Brasil.

1.1 DEFINIÇÃO

Conforme descrevem os autores Fonseca, Santana, Leal (2013, p.15), as reservas internacionais atuam como um estoque de riqueza líquida em moeda internacional de um determinado país, a fim de suprir as necessidades que são geradas na contabilização do balanço de pagamentos, que envolve as contas de transações correntes, financeiras e de capitais.

Sendo assim, as reservas servem como espécie de seguro contra os efeitos de interrupções inesperadas na disponibilidade externa de recursos, fato que usualmente afeta negativamente o setor real da economia, notadamente produção, emprego e consumo (PELLEGRINI,2017,p.6).

As reservas internacionais possuem algumas funções fundamentais na economia, em primeiro lugar, elas atuam como um rápido meio de financiamento de despesas em relação as relações correntes do país, em segundo lugar, essas reservas podem intervir no mercado cambial com a finalidade de ofertar moeda internacional disponível em suas reservas, mantendo assim a taxa praticada pelo país e evitando flutuações de câmbio no curto prazo. Além disso, as reservas internacionais são capazes também de garantir os empréstimos realizados por empresas nacionais em bancos internacionais, atuando nessa função como garantia.

Além disso, de acordo com Castro (2005), no caso do Brasil, as reservas internacionais não são apenas dólares guardados em um cofre. A maior parte dos dólares que o Banco Central compra é investida em títulos da dívida

americana, considerado o ativo mais seguro do mundo. Há também depósitos em bancos internacionais e até ouro. São investimentos seguros e com liquidez alta.

1.2.1 Órgãos Reguladores

Os órgãos reguladores são os responsáveis por determinar as peculiaridades que envolvem as reservas internacionais desde contratos até a mensuração de custos, são eles o FMI e os Bancos Centrais de cada país.

O FMI denominado Fundo Monetário Internacional foi criado após o colapso ocasionado pela Segunda Guerra Mundial (1939-1945) com o objetivo principal de construir uma nova ordem internacional com estabilidade e cooperação entre os países no âmbito econômico. Tal objetivo foi estabelecido por meio da ordem determinada pela Conferência de Bretton Woods em 1944. Para atingir o objetivo fundamental, o FMI disponibilizou recursos financeiros para os países que a ele se afiliaram, recursos esses que deveriam auxiliar o equilíbrio no Balanço de Pagamentos.

Anteriormente a Segunda Guerra Mundial a ordem determinada na Conferência de Bretton Woods, havia modelos que por muito tempo estimularam o comércio internacional a longo prazo, porém não foram capazes de estimular o crescimento de todos os países¹. O primeiro modelo diz respeito ao padrão ouro-libra que consistia no aumento de preços internos e levavam a população a demandar produtos de outros países, elevando o nível de importações resultando na redução da oferta monetária e gerando assim inflação, que pressionavam o Balanço de Pagamentos. Além disso, os Bancos Centrais percebiam a fuga de libra-ouro para outros países e com isso aumentavam a suas taxas de juros como forma de repartir seu metal. Foi com o início Primeira Guerra Mundial (1914) que este modelo se exauriu.

O segundo modelo inicia em 1914 e estende até 1944, esse denominado como regime de câmbio flutuante consistiu na desvalorização de câmbio com intuito de valorizar o nível de exportações e reduzir os de importações,

¹Teoricamente, o mundo se comporta como um sistema fechado, de tal forma que será impossível que todos os países tenham um crescimento do seu comércio conjuntamente.

porém esse modelo contribuiu para aumentar o clima de hostilidade entre os países até culminar na Segunda Guerra Mundial.

Foi então que em 1945, por meio da Conferência de Bretton Woods, que o FMI tornou-se o órgão responsável por verificar a necessidade e autorizar a variação cambial. Atualmente, essa variação sofre grandes influências tanto do mercado interno quanto do mercado externo.

Outro órgão responsável que possui relação direta com as reservas internacionais são os bancos centrais de cada país, no caso do Brasil, o Banco Central do Brasil (BACEN) que foi criado na década de sessenta sob a reforma monetária consequente do Plano de Ação Econômica do Governo que pretendia melhorar as más condições que o Brasil enfrentava com altas taxas de inflação e afim também de promover o crescimento econômico do país.

Anteriormente a função de regular o comércio internacional era da SUMOC, de acordo com o Banco Central do Brasil, a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) foi criada, no final do primeiro período de Getúlio Vargas como Presidente da República, pelo Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, que instituiu a autoridade monetária brasileira, com a missão de preparar a organização de um banco central no país. No exterior, o Conselho da Sumoc foi o interlocutor oficial do Brasil perante os organismos financeiros internacionais e atuou na regulamentação de capital estrangeiro e do comércio exterior. Para apoiar a presença do Brasil no ambiente externo, intensificou a atuação no comércio exterior e no câmbio. A Lei nº 4.131, de 1962, instituiu, no âmbito da Sumoc, o serviço especial de registro de capitais estrangeiros que ingressassem no Brasil e de operações financeiras com o exterior.

Art. 23. As operações cambiais no mercado de taxa livre serão efetuadas através de estabelecimentos autorizados a operar em câmbio, com a intervenção de corretor oficial quando previsto em lei ou regulamento, respondendo ambos pela identidade do cliente, assim como pela correta classificação das informações por este prestadas, segundo normas fixadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito. (Lei nº 4.131 de 03 de Setembro de 1962)

1.2 Mensuração das Reservas Internacionais

As reservas internacionais são mensuradas, ou seja, determinadas por meio dos valores referentes aos custos que envolvem mantê-las, ao nível ótimo que essas representam em determinada economia e ainda aos benefícios expressos nos rendimentos que essas podem gerar diante do nível acumulado de reservas por cada país.

Conforme descreve o autor Pellegrini (2017), em relação ao nível adequado de reservas que um país deve possuir, a existência de um nível ótimo indica aos agentes econômicos que o governo possui “munição” suficiente caso ocorra uma crise financeira externa. O nível depende diretamente do contexto financeiro internacional no qual o país está inserido, este nível ótimo (adequado) de reservas é dada pela aversão do país ao risco de ocorrência de crises, tendo como base as experiências passadas.

Teoricamente, o nível ideal de reservas seria aquele que igualasse os benefícios e os custos por elas gerados. Ambos são crescentes em função do nível de reservas, mas os benefícios devem diminuir na margem com os acréscimos de reservas, de tal modo que, em certo nível, os custos superam os benefícios, apontando o nível desejável de reservas. (PELLEGRINI, 2017,p.6)

O nível adequado pode ser determinado de várias maneiras por meio de métricas, definidas assim ainda pelo autor Pellegrini:

A primeira métrica (M1) é a relação das reservas internacionais com o nível de importações de determinado país. Com isso, essa métrica define o nível adequado de reservas em relação ao nível de importação que geralmente é mensurado em relação ao número de meses. Neste caso se houver alguma pressão que desencadeie certa pressão sobre o balanço de pagamentos, a diferença entre as exportações (X) com as importações (M), gerando um resultado da variável “M” mais elevado que “X”, as reservas em seu nível ótimo garantiriam (financiarium) o nível dessas importações por determinado tempo (meses).

O benefício proporcionado pelas reservas internacionais é que o governo poderia usá-las para amortecer as consequências deste choque financeiro, suavizando a absorção interna, isto é, o consumo e o investimento doméstico não teriam uma queda abrupta durante a crise. (BARBOSA,2009,p.29)

No Brasil, a relação das reservas com as importações no início da década de 2000 apresentava o valor de 5,9 (meses), já em 2017, esse mesmo valor registrou o patamar de 20 (meses). O FMI recomenda o valor equivalente a 3 meses de reservas em relação as importações, o que significa que, desde o início da década até os atuais dias, o Brasil possui um alto índice nessa primeira métrica. A evolução histórica em dados estatísticos quanto a todas métricas será melhor discutida e detalhada no capítulo posterior.

A segunda métrica (M2), diz respeito a relação entre as reservas e a dívida externa em curto prazo (menos de um ano) mais conhecida como regra de Greenspan-Guidotti, em que as reservas devem se igualar à dívida externa de curto prazo do país. Essa regra sugere um nível ótimo de reservas equivalentes a doze meses do total de obrigações de uma economia em moeda estrangeira.

No Brasil os dados calculados pelos órgãos responsáveis contaram no ano de 2016 que as reservas internacionais em relação à dívida pública correspondeu cerca de 3,4 vezes o nível adequado (de acordo com o BACEN) e 2,5 vezes (de acordo com o FMI), ou seja, mais uma vez o Brasil está acima do nível ótimo de reservas, nesse caso em relação à dívida pública.

Já a terceira métrica (M3) refere-se a relação das reservas internacionais com os meios de pagamento ampliados. Entende-se por meio de pagamentos ampliados os depósitos, a poupança, os títulos de emissão privada e os fundos de investimento. Essa métrica diz respeito a algum meio de pagamento citado acima que seja capaz de medir o tamanho dos ativos líquidos detidos pelos residentes que possam ser utilizadas para retirar o capital do país, ou seja, acarretar fuga de capital (K), com efeitos prejudiciais para a economia.

No Brasil a relação das reservas internacionais quanto aos meios de pagamento ampliados correspondeu a quatro vezes mais que o montante recomendado que oscila entre 5% a 10%, sugerindo então que houve fuga de capital do país.

A quarta e última métrica (M4), é explicada pela relação entre as reservas e a recomendação do FMI (Fundo Monetário Internacional) na soma de alguns componentes. Essa métrica denominada ARA (*Assessing Reserve Adequacy*) informa o nível adequado de reservas que equivale a soma de todos os componentes, esses são:

- As exportações (X) que servem para refletir a potencial perda com a demanda externa, o nível adequado recomendado pelo FMI é entorno de 5%.
- Os meios de pagamentos ampliados que refletem a fuga de capital de determinado país, o nível adequado recomendado pelo FMI é também entorno de 5%.
- A dívida externa a curto prazo (menos de um ano), que considera o nível de rolagem desse passivo, o nível adequado recomendado pelo FMI é entorno de 30%.
- Outras obrigações, que reflete como outro canal para capturar a perda de capital de determinado país, o nível adequado recomendado pelo FMI é entorno de 15%.

A soma de todas essas componentes gera a então variável ARA. Como critério de avaliação, o FMI considera que o nível adequado dessa variável deve permanecer entre 100 e 150%, que são consideradas altas, porém por motivo de precaução.

No Brasil a relação das reservas com a recomendação do FMI (ARA), em 2008 apresentou o valor maior que 50%, ou seja, é recomendado pelo FMI justificando apenas para situações extremas (precauções).

Em uma análise geral das métricas anteriormente apresentadas, a tabela abaixo demonstra o nível adequados de reservas apontados por cada métrica e ainda sua relação direta com o nível de reservas.

Figura 1 - MÉTRICAS E O NÍVEL ADEQUADO DE RESERVAS NO BRASIL

Métrica	nível adequado (US\$ bilhões)	reservas/nível adequado
Meses de importação		
3 meses	50,8	7,2
6 meses	101,6	3,6
12 meses	203,2	1,8
Greespan-Guidotti		
Dívida externa de CP (BACEN)	108,1	3,4
Dívida externa de CP (FMI)	148,1	2,5
Meios de pagamentos ampliados		
Métrica 3 em relação aos 5%	81,0	4,5
Métrica 3 em relação aos 10%	162,1	2,3
ARA (FMI)		
100% de recomendação	219,7	1,7
150% de recomendação	329,6	1,1

Fonte: FMI, BACEN.

Como os valores apresentados referem-se ao final do ano de 2016, pode-se perceber que as métricas do Brasil possuem valores bastantes diferentes em relação ao nível considerado adequado pelo FMI. A principal explicação de acordo com Pellegrini (2017), é que o Brasil retém altos níveis de reserva por razões puramente precaucionais.

A melhor situação que explique a situação analisada pela tabela em relação ao Brasil reter altos níveis de reservas internacionais em todas as métricas é que essas não tem um fim em si mesmo ainda de acordo com Pellegrini (2017), e

resulta apenas do efeito colateral de outro objetivo, a interferência da definição da taxa de câmbio para promover e não prejudicar o nível de exportações.

Em relação aos rendimentos das reservas internacionais, esses são obtidos por meio da aplicação dessas mesmas no sistema financeiro internacional (em dólares) e o ganho do rendimento é determinado pela taxa de juros que também segue o âmbito internacional. No Brasil desde 2006 até o período de 2012 houve um acentuado acúmulo de crescimento das reservas permanecendo acima dos 5%.

Os custos em relação à manutenção das reservas internacionais são um pouco mais complexo e podem ser divididos em: custos de carregamento das reservas internacionais, custo de carregamento líquido, variação cambial e custo de carregamento líquido e custos de operações de swap cambial.

O custo de carregamento das reservas internacionais corresponde ao retorno esperado do uso dos recursos do governo empregados na compra de reservas, ou seja, no custo de oportunidade – que se define como a diferença entre a taxa de juros aplicadas no mercado financeiro internacional com a taxa de retorno que poderia ser obtida mediante ao dispêndio em outros investimentos alternativos.

É justamente na situação do custo de oportunidade que se explica a intensa relação entre dívida pública com o nível de reservas internacionais. Nessas circunstâncias, o governo pode aumentar o nível de investimento ao invés de quitar parte da dívida externa do país e assim se dá também o contrário, caso o mesmo opte por pagar certo montante da dívida pública, resultando assim, em menos investimento gerando perda de produto/produção e até mesmo bem-estar social.

No Brasil a taxa que mensura esse custo é a Selic (controlada pelo BACEN). Caso esta taxa caia, o Brasil paga menos juros de sua dívida e assim diminui o custo de carregamento em relação as reservas, em 2016 o nível de custos dessas reservas acumulados em relação ao PIB representava 2,5% do total da produção brasileira.

O custo de carregamento líquido e a variação cambial podem ser explicadas inicialmente pelo fato de que as reservas são denominadas em dólar. Ou seja, caso considere-se que o rendimento das reservas está diretamente relacionado às flutuações cambiais, o seguinte fenômeno ocorre: caso a taxa de câmbio caia, haverá uma valorização cambial e as reservas passam então a valer menos em real. No caso contrário, se a taxa de câmbio sobe, ter-se-á uma desvalorização cambial e

o valor expresso em reais referente as reservas aumenta. Especificamente no caso brasileiro do ano de 2016, esse custo ficou acima do rendimento das reservas, já que os custos de carregamento líquido em relação a variação cambial dependeu de como essa se portou, no ano anterior (2015) houve grande queda do real o que ocasionou um aumento na taxa de câmbio e conseqüentemente aumentou-se também os custos em relação as reservas.

Os custos de carregamento líquido e os custos de operações de swap cambial, consiste na troca de risco e rentabilidade de determinado valor nacional durante um período (normalmente em meses). O Banco Central e o mercado, através de acordos assumem como agentes fundamentais em desempenhar a função desse custo, em que o papel do Banco Central é pagar caso haja uma desvalorização cambial em determinado período e se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a selic, o mercado paga também, mas paga ao Banco Central caso haja uma desvalorização, porém somente quando a selic é menor que o cupom cambial.

Diante do que foi explicado no decorrer deste capítulo, as reservas internacionais em modo geral funcionam como uma poupança expressa em moeda estrangeira para determinado país fazer frente a possíveis crises, essas possuem custos, rendimentos e um nível ótimo a ser mantido determinado pelos órgãos reguladores, o Brasil possui alto nível de custos em relação aos rendimentos e no total das reservas possui também um nível elevado de reservas.

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS RESERVAS NACIONAIS NO BRASIL

No presente capítulo, o objetivo proposto será compreender e exemplificar a evolução das reservas internacionais brasileiras a partir do período definido pelo estudo. Será analisado também a evolução da economia brasileira desde a criação da SUMOC, e como os fatores econômicos como dívida pública, déficit na Balança de Pagamentos e inflação de certa forma contribuíram para a evolução das reservas internacionais brasileiras.

2.1 O BRASIL NA ERA VARGAS

De acordo com o autor Souza (2009), o período que se refere ao que ficou conhecido no Brasil como Era Vargas inicia-se em 1930 e estende-se até 1945, liderado por Getúlio Vargas. Nessa época o contexto mundial era problemático pois acabara de eclodir a crise de 1929 nos Estados Unidos causando reflexo para todo o mundo. A chamada Grande Depressão afetou o Brasil de forma direta, pois o principal produto exportado pelo país desde seus tempos de colônia era o café e ainda um dos seus principais compradores era os EUA, que forçou diminuir drasticamente a demanda desse produto.

A tentativa dos antecessores de Vargas em adotar medidas que visaram proteger o café no mercado internacional consistiu em empréstimos internos, que evitariam a queda dos preços no mercado internacional e ainda na queda do volume das exportações, essas medidas foram realizadas pelas políticas de valorização do café e da desvalorização cambial. O que ocorreu foi o aumento da dívida externa. Percebe-se nesse período que em 1930 o país devia aos seus credores internacionais quatro vezes o volume de exportação correspondente a um ano.

A principal medida adotada por Vargas para fazer frente ao drástico cenário internacional e as inúmeras consequências que atingiram o Brasil, foi principalmente no conhecido “PSI” (Processo de substituição das importações), em

que passou a investir nas empresas e indústrias para produzir os bens que eram demandados pelos brasileiros no exterior.

Depois da crise de 1929 inicia-se um período em que os investimentos externos escassos levam o país a voltar-se para o próprio mercado, buscando no capital nacional, na sociedade (via impostos) e no Estado as fontes de recursos para o financiamento do crescimento econômico (SOUZA, 2009, p.198).

De modo geral no período em que Getulio Vargas governou o país houve o crescimento econômico e um possível controle das variáveis econômicas que contribuíram pra isso, o que assumiu valor importante nesse período foi o crescimento da dívida externa e como a evolução dessa interessará até na eclosão da crise de 1980 e a relação com as reservas internacionais. No final da Era conhecida como “Vargas”, a dívida externa contabilizava cerca de 698 mil dólares, enquanto as reservas internacionais totalizavam 863 mil dólares.

2.2 O GOVERNO DE JK

O governo JK que iniciou no ano de 1955 até 1960, teve como principal objetivo a continuação da industrialização do país iniciada por Vargas, porém nesse período, tal processo se caracterizou pela produção de bens de capital e investimentos estrangeiros. Para que isso fosse possível o então presidente formulou um plano que objetivava determinadas metas afim de atingir essa industrialização, ficou esse denominado como “Plano de Metas”.

Conforme descreve Souza (2009), o plano de metas possuiu esse nome porque estabelecia trinta metas precisas para cinco áreas estratégicas da economia brasileira, eram elas – energia, transporte, alimentação, indústria de base e educação – além disso houve o que alguns historiadores nomeam como a trigésima primeira meta que referia a construção de Brasília. A maioria dos setores obteve êxito com o plano, o setor industrial por exemplo em 1960 contou com um crescimento de 133% além do que foi determinado (100 mil veículos a mais

produzidos), no setor dos transportes em 1961 já havia no Brasil 13.169 quilômetros asfaltados principalmente nas rodovias, além disso o PIB no período de cinco anos passou de 8,1% para 10,8%.

O problema principal de colocar o plano de metas em prática foi a forma de dependência do financiamento do mesmo, o dinheiro público para financiar o crescimento e o cumprimento das metas se originou principalmente dos empréstimos estrangeiros, além disso, os investimentos privados dependeram também do capital estrangeiro por meio da SUMOC 113 – que permitia que bancos e empresas brasileiras obtivessem empréstimos diretos com instituições financeiras internacionais.

O grande problema dos investimentos que entravam via Instrução da SUMOC, também chamados de “créditos de fornecedores”, é que eles custavam mais e tinham prazo mais curto do que os financiamentos concedidos por órgãos oficiais, como o Eximbank. E esses “créditos de fornecedores” dispararam durante os anos de JK, passando de 149 milhões de dólares em 1955 para 983 milhões de dólares em 1961. (DIAS, 1987, p. 133)

O quadro econômico tornou-se ainda pior quando houve uma queda no preço internacional do café (que ainda sustentava a pauta exportadora do Brasil) que ocasionou no desequilíbrio da Balança Comercial, que levou os índices de inflação a subir incontrolavelmente. Em 1958 começaram negociações com o FMI para um empréstimo que girava em torno de 300 milhões de dólares, com isso a inflação passou de 12,5% ao ano para 30,5% ao ano.

Quanto ao nível de reservas internacionais comparativamente a dívida externa pode ser representado na tabela abaixo:

Tabela 1 -RESERVAS INTERNACIONAIS E DÍVIDA EXTERNA JK

(em milhões de dólares)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS	DÍVIDA EXTERNA
1956	608	2.736
1957	474	2.491
1958	465	2.870
1959	366	3.160
1960	345	3.738

Fonte: própria elaborada com base nos dados do autor Giambiagi (p.252)

Numa análise geral, o período do governo JK promoveu grandes fatores que desencadearam o crescimento da economia brasileira, porém com alto custo que foi financiado pelos capitais externos que levaram a um crescimento da dívida externa e ainda na redução do nível de reservas, isso que desencadearia mais tarde problemas mais sérios.

2.3 A DÉCADA DE 60 E O MILAGRE ECONÔMICO

Como descreve Lessa (2018), a década de 60 inicia-se com a primeira grande crise econômica do Brasil no governo do presidente Jânio Quadros e seu vice João Goulart. Os principais fatores que ocasionaram a eclosão dessa crise nacional foram: a queda no volume de investimentos; redução da evolução da renda dos brasileiros; o descontrole das altas taxas de inflação e os desequilíbrios provenientes do Plano de Metas de JK (principalmente o déficit público). A tentativa do presidente Jânio junto ao seu ministro da fazenda Celso Furtado, foi elaborar um plano que pudesse resolver os problemas enfrentados, esse ficou conhecido como Plano Trienal. O plano não obteve êxito pois as medidas adotadas perante a sociedade eram de caráter monetaristas (arrocho da circulação da moeda que inibia o crédito), levando a grande insatisfação popular, o que acarretou e facilitou para o golpe militar no ano de 1964.

A ditadura militar reuniu três presidentes militares - Marechal Humberto de Alencar Castelo Branco (1964-1967), Marechal Artur da Costa e Silva (1967-1969) e Emílio Garrastazu Médici em (1969-1974), de uma forma geral esse período foi marcado pela grande preocupação dos militares em deter a alta inflação que atingia o valor de quase 80% ao ano e foi no governo de Castelo Branco que a partir dessa preocupação em conter os altos níveis de inflação se desenvolveu o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) que conseguiu baixar a inflação ao final do período para 34% em 1965, o PAEG só obteve êxito devido aos fatores:

- correção monetária que possibilitou o aumento das receitas públicas, revitalização do mercado imobiliários (antes congelado pela lei da usura), elevação da poupança interna e a recuperação dos serviços públicos;
- reforma institucional com o intuito de promover o crescimento do Brasil, com ela criou-se o a reforma bancária (lei nº 4.595/64) criando o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional;
- surgiu também a primeira lei (nº 4.728/65) em respeito ao mercado de capitais com a intenção de aumentar o capital do setor privado;
- criação dos órgãos de habitação- Sistema Financeiro de Habitação e o Banco Nacional de Habitação com o objetivo de financiar projetos públicos e privados;
- criou se também o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) como um tipo “poupança forçada” que visavacompensar o fim da estabilidade no emprego;
- a promulgação do Código Tributário Nacional, esse passou de efeito cascata para valor adicionado, surgindo novos impostos como o IPI e o ICM.

Foi com as reformas institucionais descritas acima que o PAEG pôde servir de fator estimulante para o período conhecido como Milagre Econômico.

O milagre econômico foi o período entre 1968 a 1973, o plano desenvolvido nesses anos denominou-se Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), o objetivo principal focava a redução demanda via redução dos déficits públicos e a contração da moeda e do crédito, visavam também estimular o nível de crescimento do Brasil nos parâmetros adotados no PAEG. Foi denominado como milagre econômico pois houve crescimento expansivo da indústria com destaque para as indústrias de capital (siderurgia e automóveis), crescimento das exportações, crescimento do PIB entre 7% e 9% evoluindo para 10% em 1973, expansão do emprego de 2,8% para 3,3% no final do período e elevação do nível do investimento de 15 % para 18 % em 1973. O milagre econômico ocorreu bem devido a boa situação interna deixada pelo PAEG e também pela boa situação externa devido as exportações, principalmente dos produtos do setor agrícola que obteve subsídios do governo.

Com o alto nível de investimento, o dinheiro necessário para fazer uma variável macroeconômica tão importante em um economia em estado de crescimento, dependeu diretamente da abundância de crédito internacional que encontrava nas décadas de sessenta e setenta, o resultado de toda essa facilidade causou a primeira onda de um elevado endividamento externo.

Tabela 2- RESERVAS INTERNACIONAIS E DÍVIDA EXTERNA NO MILAGRE

(em milhões de dólares)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS	DÍVIDA EXTERNA
1968	257	4.092
1969	656	4.635
1970	1.187	6.240
1971	1.723	8.284
1972	4.183	11.464
1973	6.416	14.857
1974	5.269	20.032

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do autor Giambiagi (p.252)

Segundo o autor Giambiagi, o aumento das importações – para produção de bens de capitais - e da dívida externa brasileiras durante o “milagre econômico” (1968-73) implicou um aumento da dependência externa do país nesses anos e em anos subsequentes. Esse período registrou a primeira onda de endividamento externo, provocada pela fácil entrada de recursos. Com isso, a dívida externa cresceu cerca de US\$ 9 bilhões, onde desse montante US\$ 6,5 bilhões se transformaram em reservas internacionais, ficando a dívida líquida em torno de US\$ 6 bilhões – conforme data o livro Economia Brasileira Contemporânea, o volume total das reservas internacionais do Brasil no período do Milagre Econômico, correspondia a um ano de importações, enquanto o FMI recomendava como nível ótimo o equivalente a três meses de importações.

2.3.1 Crise após o Milagre Econômico

O fim do período do Milagre Econômico coincide com a crise do petróleo. Conhecido como choque do petróleo, esse teve início na década de 70 - originados dos conflitos onde se encontravam as maiores jazidas (Oriente Médio), além de um papel estratégico dos EUA tentando influenciar na região, o que gerou grande desequilíbrios econômicos devido as variações de preços.

Em conformidade com Giambiagi (2011), os efeitos mais imediatos do choque nos países industrializados foram o aumento dos juros (em 1974) e a contração da atividade econômica (1974-75). Isso comprimiu ainda mais a capacidade de importar dos países em desenvolvimento, já atingidos pela deterioração dos termos de troca (relação entre preços das exportações e importações), resultante do choque do petróleo, já que a recessão nos países industrializados dificultava o aumento das receitas de exportação. O resultado foi o aumento de déficits comerciais em muitos desses países. No Brasil, a balança comercial passou de virtual equilíbrio em 1973 para um déficit de US\$4,7 bilhões no ano seguinte, embora a taxa de crescimento do PIB tenha se reduzido de 14% para 8,2% no mesmo período.

No ano de 1974 o General Ernesto Geisel assume o poder, e no plano político-econômico, implementa uma resposta imediata para a crise conjuntural que enfrentara a economia brasileira, fez se por meio do II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), o plano caracterizou por um planejamento amplo e articulado que visou crescer aos moldes do Milagre Econômico através de políticas de ajustamento – que continham a demanda interna evitando que o choque externo se transformasse em inflação – e políticas de financiamento – mantendo o investimento via financiamentos externos (petrodólares).

[...] uma “fuga para frente”, assumindo os riscos de aumentar provisoriamente os déficits comerciais e a dívida externa, mas construindo uma estrutura industrial avançada que permitiria superar conjuntamente a crise e o subdesenvolvimento. Em vez de um ajuste econômico recessivo, conforme aconselharia a sabedoria econômica convencional, o II PND propunha uma transformação estrutural. (Lacerda, 2003, p.129)

Os problemas para a execução do plano foram as questões de falta de apoio político e ainda o escasso financiamento externo do processo. A industrialização do período como dito antes ocorreu a um alto preço – o endividamento externo, o que levou a moratória da década seguinte.

Tabela 3 – RESERVAS INTERNACIONAIS E DÍVIDA EXTERNA (GEISEL)

(em milhões de dólares)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS	DÍVIDA EXTERNA
1975	4.040	25.115
1976	6.544	32.145
1977	7.256	37.951
1978	11.895	52.187
1979	9.689	55.803

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do autor Giambiagi (p.252)

As Reservas Internacionais durante esse período tiveram um notável crescimento, porém as custas também do endividamento externo, o que se tornou um problema nesse período e no subsequente.

2.4 A DÉCADA PERDIDA E OS ANOS 90

Em março de 1979 o General João Batista Figueiredo assumiu como presidente do Brasil, a crise gerada pelo período anterior era certa e a inflação continuava muito alta – no mesmo mês a inflação subiu cerca de 5,8%. No cenário internacional, um segundo choque de petróleo estourou – devido a revolução islâmica que com a mudança de liderança, rompeu unilateralmente com as petrolíferas ocidentais – o barril de petróleo no ano de 1973 custava cerca de 12,37 dólares no final de 1979 passou a custar 22,77 dólares. De acordo com BAER (2003), esse cenário internacional junto as altas inflações vivenciadas internamente no país agravaram cada vez mais a situação da crise no Brasil. Em 1982, apenas os juros da dívida externa absorviam metade das exportações do Brasil.

De acordo com o autor Souza (2009), Delfim Netto como ministro da fazenda do governo de Figueiredo, tentou conter a alta inflação e os desequilíbrios na balança de pagamentos, por meio de medidas heterodoxas, essas que visavam controlar a inflação e ainda retomar o crescimento do país, conseguiu-se pois

retomar o crescimento do país, porém a alta inflação ficou ainda maior. No fim dos anos 80, o avassalador desequilíbrio no balanço de pagamentos que fora gerado principalmente pela crise do petróleo de 1979 e ainda pelas altas taxas de juros adotadas por Delfim devido as medidas heterodoxas, obrigou o mesmo a tomar medidas diferentes denominadas ortoxas – que consistiu na liberação da taxa de juros, dos preços, da pré-fixação das correções monetárias, na restrição das importações e ainda da redução na concessão de crédito. Todas as medidas adotadas por Delfim não foram suficientes para conter a inflação e reequilibrar o balanço de pagamentos, com isso a situação se agrava ainda mais em setembro de 1982 quando as torneiras de crédito internacional se fecham para a América do Sul, obrigando ao Brasil a recorrer ao FMI.

A partir de então em meados de 1982 são assinados pelo Brasil seis acordos com um período total de dois anos, e no final o governo não consegue cumprir todos esses acordos, deixando uma inflação na casa de 200% ao ano.

O relacionamento do Brasil com o Fundo começou a se intensificar a partir do momento em que o País sentiu os efeitos da crise da dívida externa, no início dos anos oitenta, com um crescimento constante de perdas de reservas, precisando negociar saídas com bancos credores estrangeiros e com o FMI. A crise do mercado financeiro mundial, que alcançou o seu ponto mais alto com a moratória mexicana de 1982, atingiu seriamente o Brasil, que chegou à situação de bancarrota em fevereiro de 1983. No mês anterior o País havia assinado com o FMI a primeira, de um conjunto de seis cartas de intenções de metas não-cumpridas de política econômica. (RAMINA, 2012,p.2)

Conforme descreve Ramina e Guimarães (2012), nos anos de 1983 e 1984 o Brasil assinou quatro cartas de intenções de metas de política econômica, porém, nenhuma delas veio a ser cumprida, desagradando muito a disposição dos bancos credores. Como conseqüência, a dívida de US\$ 66 bilhões no final de 1982 saltou para US\$ 77 bilhões em 1983. Os desencontros entre o Brasil e a comunidade de credores, tanto os oficiais como os privados, foram freqüentes, atravessando inclusive a mudança de regime ocorrida em 1985, com a posse de José Sarney e a substituição de Francisco Dornelles por Dílson Funaro na negociação da dívida, até culminar com a moratória de 1987, quando o Brasil, pela primeira vez declarou a impossibilidade de continuar honrando seus compromissos

externos, causando um acentuado estremecimento das relações do país com o FMI e com os bancos credores estrangeiros.

No ano de 1988, o então Ministro Bresser Pereira negociou a dívida com os bancos credores e com o FMI, propondo um ajuste fiscal. O Ministro, no entanto, não permaneceu na equipe econômica. Maílson da Nóbrega foi indicado como Ministro da Fazenda e as negociações com o FMI foram retomadas. Em 23 de agosto desse mesmo ano o Fundo abriu uma linha de crédito de US\$1,4 bilhão, dos quais o Brasil recebeu US\$477 milhões.

Luiz Carlos Bresser Pereira não pretendia renegociar com o Fundo antes de acomodar a situação dos banqueiros privados, aos quais pediu um novo empréstimo-ponte a taxa de juros zero: levou zero empréstimo. O episódio revela, em todo caso, que o crédito político e financeiro do Brasil estava próximo de zero e, provavelmente, com poucas perspectivas de melhoria, esse tipo de guerrilha financeira sem vitórias nem vencedores continuaria no princípio dos anos 1990.(ALMEIDA, 2013)

Tabela 4 – RESERVAS INTERNACIONAIS E DÍVIDA EXTERNA
(DÉCADA PERDIDA)
(em milhões de dólares)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS	DÍVIDA EXTERNA
1980	6.913	64.259
1981	7.507	73.963
1982	3.994	85.487
1983	4.563	93.745
1984	11.995	102.127
1985	11.608	105.171
1986	6.760	111.203
1987	7.458	121.188
1988	9.140	113.511
1989	9.679	115.506

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do autor Giambiagi (p.252)

No fim da década perdida, nota-se mais uma vez que a evolução das reservas internacionais, teve relação direta com o aumento da dívida externa.

Já no início da década de noventa, no governo de Fernando Collor de Mello, negociou-se uma nova carta de intenções com o FMI que não foi implementada em virtude de inconsistências no plano de estabilização econômica. Em seguida, com a crise provocada pelo impeachment daquele presidente, o programa que previa a redução drástica da hiperinflação foi suspenso. Do valor acordado com o Fundo, apenas US\$ 2 bilhões dos US\$ 170 milhões entraram no País.

No governo Itamar Franco, o então Ministro Fernando Henrique Cardoso concluiu um novo acordo de renegociação da dívida externa. Com o Plano Real, o crédito externo para o País foi normalizado. Foi então que, em novembro de 1998, o Brasil recebeu um pacote de ajuda que havia sido montado na assembléia anual das instituições de Bretton Woods e que fora complementado pelo contato direto das autoridades financeiras brasileiras, juntamente com seus parceiros das principais economias desenvolvidas e com funcionários do FMI. Uma das principais características deste pacote de apoio financeiro foi seu caráter híbrido, ou seja, foi concebido parcialmente como um acordo stand-by clássico e parcialmente como um instrumento de tipo preventivo, podendo ser acionado sem as condicionalidades normalmente exigidas. Neste sentido o País poderia receber os recursos para integralizar suas reservas, independentemente da necessidade de cobertura de obrigações imediatas, a tabela abaixo mostra o crescimento em relação as reservas internacionais na década de 90, que atingiu seu máximo no ano de 1996.

Tabela 5 – RESERVAS INTERNACIONAIS E DÍVIDA EXTERNA (DÉCADA de 90)

(em milhões de dólares)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS	DÍVIDA EXTERNA
1990	9.973	113.466
1991	9.406	114.504
1992	23.754	112.195
1993	32.211	113.515
1994	38.806	109.489
1995	51.840	107.416
1996	60.110	119.824
1997	52.173	147.825
1998	44.556	197.088
1999	36.342	189.267

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do autor Giambiagi (p.252)

2.5 ERA LULA

Denomina-se Era Lula, o período entre os anos de 2002 a 2010, em que o Brasil foi governado pelo presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Das inúmeras políticas macroeconômicas adotadas pelo então presidente que basicamente consistiram em reduzir a desigualdade social entre os brasileiros, a retomada do crescimento econômico do país, nesse trabalho convém dar ênfase ao abandono das antigas teses do mandato anterior (Fernando Henrique Cardoso), principalmente no rompimento com o FMI.

Com as crises internacionais que atingiram o Brasil no início dos anos 2000, foram elas a crise do Leste Asiático em 1997 e a da Rússia em 1998, o então presidente preocupou-se em buscar a confiança do mercado financeiro internacional, o governo Lula quitou, em 2005, os empréstimos que o Brasil havia contraído em 1999 e 2000 com o FMI e manteve a política de gerar reservas internacionais em dólares. Contudo, para a coordenadora nacional da Auditoria

Cidadã da Dívida, Maria Lucia Fattorelli, a quitação dos débitos com o FMI não foi benéfica ao país.

A dívida com o FMI era uma dívida que custava apenas 4% de juros. Para pagá-la, nós emitimos dívida externa e interna a taxa de juros muito superiores. Nós trocamos dívida mais barata, em termos de taxa de juros, por dívida mais cara, disse.

De uma forma geral o governo de Lula, preocupou-se com as ações sociais e ainda com o compromisso macroeconômico de se obter os superávits primários e obedecer as metas de inflação estabelecidas, e foi dessa maneira que o Brasil pôde enfrentar mais calmamente em relação aos outros países a crise que estourou em 2008.

Tabela 6 – RESERVAS INTERNACIONAIS E DÍVIDA EXTERNA (LULA)

(em milhões de dólares)

ANO	RESERVAS INTERNACIONAIS	DÍVIDA EXTERNA
2002	37.823	172.888
2003	49.296	165.633
2004	52.935	148.439
2005	53.799	115.651
2006	85.839	86.750
2007	180.334	12.885
2008	206.806	- 8.466
2009	239.054	- 40.862
2010	288.575	- 32.991

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do autor Giambiagi (p.252)

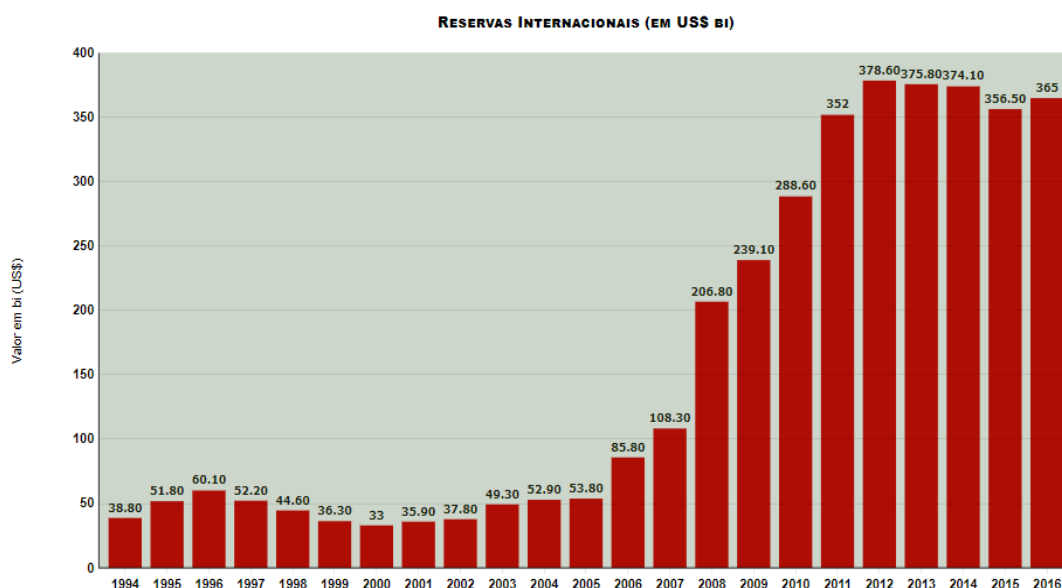
O aumento drástico das reservas internacionais, principalmente a partir de 2007, deve-se ao fato como já descrito acima, a preocupação que o presidente teve em quitar os empréstimos com o FMI e ainda políticas que promoveram a geração

de reservas internacionais. Esse resultado favorável no governo Lula se deve ao fato de medidas tomadas para se desenvolver a infraestrutura do país, como por exemplo, a criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que permitiu a construção de ferrovias, portos e rodovias. Isso possibilitou ao Brasil o ingresso no bloco dos países emergentes juntamente com a Rússia, Índia e China. Esse progresso junto com a descoberta do Pré-Sal (petróleo abaixo das camadas de sal do solo) foram fatores importantes que contribuíram para o bom desempenho e facilitou o crescimento da economia brasileira na Era Lula.

2.6 EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS COM BASE NAS ESTATÍSTICAS

Coube nesse capítulo analisar de certa maneira alguns dos fatores determinantes para explicar o nível de reservas internacionais no país. Agora através dos dados disponibilizados pelo BACEN pode-se analisar numericamente o crescimento dessas reservas, o período de tempo analisado foi entre os anos de 1994 até 2016, a fim de explicar com base nos acontecimentos históricos o porquê desse aumento, também não se estendeu em maior número de anos a fim de evitar muitos dados e desvios entre esses.

GRÁFICO 1- EVOLUÇÃO DAS RESERVAS



No gráfico acima pode-se analisar a evolução das reservas internacionais brasileiras, praticamente estagnadas até 2005, mas reagindo a partir de 2006 e aumentando cada vez mais a partir de 2008. As reservas internacionais, além de garantia de pagamento da dívida externa é uma das saídas com que pode contar o país nos momentos de crise financeira internacional, quando os capitais ficam escassos. Ao final dos anos 90 as reservas brasileiras eram reduzidas e o País sofreu ataques especulativos, elevando o risco das aplicações, por outro lado, com reservas maiores, o país pôde enfrentar a crise de 2008, sem sobressaltos. As reservas internacionais brasileiras cresceram a partir dos sucessivos superávits comerciais ocorridos a partir de 2004, com um pico de 46 bilhões de dólares em 2006, e do volume de investimento estrangeiro ocorrido a partir de 2007 e que tem perdurado até 2015. Ainda em 2014, com a deterioração do cenário econômico, outra vez o Banco Central usou as reservas para acalmar o mercado.

3. BENEFÍCIOS DA UTILIZAÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS

Nesse capítulo será analisado qual a melhor maneira de utilizar as reservas internacionais, além disso como essas são administradas da melhor forma pelo Banco Central do Brasil e o quanto essa utilização pode ser benéfica a economia do Brasil.

3.1 GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS

De acordo com o Relatório Anual de Reservas Internacionais publicado pelo BACEN, compete à Diretoria Colegiada do Banco Central estabelecer os objetivos estratégicos e o perfil de risco e de retorno das reservas internacionais do país. Seguindo essas diretrizes, busca-se uma alocação estratégica que possua características anticíclicas e que reduza a exposição do país a oscilações cambiais e ainda das possíveis crises internacionais que possam vir ocorrer.

Quanto a como as reservas internacionais são gerenciadas, essas estão amparadas a uma política de gestão integrada de riscos do Banco Central. Os investimentos são realizados de acordo com diretrizes estabelecidas pela Diretoria

Colegiada da Instituição, no âmbito do Comitê de Governança, Riscos e Controles (GRC), que definem o perfil de risco e de retorno esperado por meio de uma carteira de referência apropriada, os limites operacionais para os desvios autorizados em relação a essa carteira de referência e os critérios de mensuração de resultados. A governança em relação a gestão das reservas podem ser divididas da seguinte maneira:

- Diretoria Colegiada do Banco Central: que é responsável por, definir as estratégias de longo prazo por meio de uma carteira de referência chamada de benchmark; avaliar os resultados obtidos no investimento das reservas; e definir os limites operacionais a que estão sujeitos os executores da política de investimento;
- Subcomitê de Alocação Estratégica: que é responsável por propor ao GRC a carteira de referência (benchmark), os limites operacionais e os critérios de mensuração de resultados;
- O Subcomitê de Gestão Ativa, tem como objetivo principal a elevação do retorno total, aproveitando eventuais oportunidades de mercado.

3.1.1 Políticas de Investimento do BACEN das Reservas Internacionais

Conforme descreve no Relatório Anual do Banco Central das Reservas Internacionais, a política de investimento é definida pela Diretoria Colegiada, no âmbito do GRC, em função dos objetivos estratégicos de longo prazo a serem alcançados com as reservas internacionais, tais como: dar confiança ao mercado de que o país será capaz de honrar seus compromissos externos e fornecer suporte à execução das políticas monetária e cambial, busca-se uma alocação estratégica que possua características anticíclicas e que reduza a exposição do país a oscilações cambiais. Uma vez considerada a estratégia de cobertura cambial da dívida externa bruta e de alocação com caráter anticíclico, o investimento das reservas internacionais é realizado com o auxílio de técnicas de otimização risco-retorno de carteira.

O Banco Central investe em dois fundos do Bank for International Settlements (BIS), o BIS Investment Pool (Bisip), sendo um deles composto por títulos governamentais dos Estados Unidos vinculados à inflação (Treasury Inflation-Protected Securities – Tips), e o outro composto por títulos governamentais chineses (denominados na moeda chinesa, CNY).

Os investimentos em relação as reservas internacionais se fazem por meio dos termos de distribuição por moedas, por classes de ativos e pelo prazo médio de investimento.

Distribuição por moedas: nesse tipo de investimento o principal objetivo do Banco Central é a redução da exposição do país ao risco cambial. Dessa forma, define-se uma carteira diversificada com perfil anticíclico e que busque a cobertura cambial da dívida externa bruta, conforme os dados fornecidos pelo BACEN, em dezembro de 2017, a alocação por moedas das reservas se dava da seguinte forma:

Tabela 7 –PARTICIPAÇÃO DAS MOEDAS

MOEDA	(%)
DÓLAR(EUA)	82,3
EURO	5,0
DÓLAR (CAN)	4,5
DÓLAR (AUS)	2,9
LIBRA	2,8
IENE	1,8
OURO	0,8

Fonte: elaboração própria com base nos dados do BACEN

Com essa alocação, realizam-se 100% do hedge (proteção) cambial da dívida externa soberana e da dívida externa bruta.

Como outro tipo de investimento realizado pelo BACEN, tem-se a classe de ativos, os investimentos das reservas internacionais são realizados, basicamente, em instrumentos de renda fixa, expressos em títulos governamentais soberanos, títulos de agências governamentais de diferentes países, títulos de

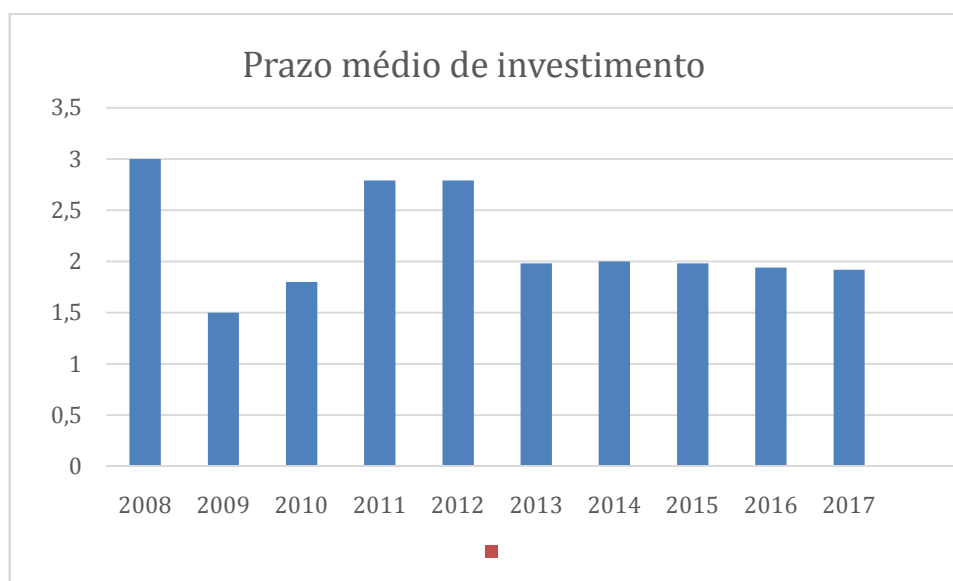
organismos supranacionais e depósitos bancários a prazo fixo. Os governos centrais emitem títulos soberanos para financiar seus balanços fiscais.

Tabela 8 –PARTICIPAÇÃO DAS RESERVAS NOS ATIVOS

ATIVO	(%)
GOVERNO	87,6
DEPÓSITO EM BANCO CENTRAL	8,5
TÍTULOS EM AGÊNCIAS	1,6
TÍTULOS SUPRACIONAIS	0,7
DEPÓSITOS EM BANCO COMERCIAL	0,7
OUTROS ATIVOS (OURO)	0,9

Fonte: elaboração própria com base nos dados do BACEN

Por último, outra forma do Banco Central investir as reservas se faz por meio da escolha do prazo médio de investimento, em que procura atender aos critérios de segurança, liquidez e rentabilidade. Em 2013, como objetivo de redução da sensibilidade da carteira os movimentos de taxas de juros (particularmente das taxas de juros dos Estados Unidos), o índice de referência da principal carteira foi reduzido de 1 a 5 para 1 a 3 anos, mantendo-se esse mesmo índice ao longo de 2014 a 2017. O prazo médio de fim de período da carteira total diminuiu com essa medida, passando de 2,79 anos em 2012 para um patamar próximo de dois anos nos anos subsequentes, fechando 2017 com valor de 1,69 ano.

Figura 2 – PRAZO MÉDIO DE INVESTIMENTO

Fonte: Elaboração própria com base nos dados fornecidos pelo BACEN

É importante ressaltar que as políticas de investimentos das reservas internacionais são gerenciadas de forma ativa, podendo desviar-se marginalmente da carteira de referência, dentro dos limites operacionais previamente definidos pela Diretoria Colegiada, ou seja, pela melhor forma que decidir a Diretoria.

3.1.2 Riscos das Reservas Internacionais

Em relação a administração dos riscos quanto aos investimentos das reservas internacionais, cabe ao Banco Central monitorar os riscos de mercado, de liquidez e de crédito e operacional.

Em conformidade com o Relatório Anual do Banco Central das Reservas Internacionais, os riscos de mercado dizem respeito ao risco de se perder montantes financeiros em função da variação dos preços de mercado dos ativos que compõem essa carteira. O que influenciará nesse caso é a variação dos preços das moedas internacionais, principalmente o dólar americano que é utilizada como moeda-base pelo BACEN. Para medir o risco total de mercado o Banco Central utiliza da medida Var e o teste de estresse.

- Medida de risco (Var): é a medida que demonstra a perda de uma carteira abaixo da qual a probabilidade de ocorrência é definida por nível de confiança dado e por determinado horizonte de tempo.
- Teste de estresse: por meio desse teste busca quantificar o impacto negativo de choques e eventos hipotéticos que sejam desfavoráveis às posições do Banco Central, ou seja, são determinados cenários de crise/estresse para os principais fatores de risco aos quais as reservas estão expostas.

Quanto ao risco de liquidez, esse corresponde ao risco de não se poder vender um ativo ou fechar uma posição no momento desejado sem incorrer em custos significativos. Por meio do controle da emissão e por participação na carteira de investimento, o Banco Central é capaz de monitorar o risco de liquidez da carteira utilizando índices de custo de liquidez que levam em consideração a diferença de preços (spread) entre as ofertas de compra e de venda dos títulos pertencentes às carteiras de investimento. Tais índices de custos são calculados para os títulos de cada categoria de emissor (soberanos, supranacionais e agências).

Os riscos de crédito diz respeito a uma instituição não conseguir honrar pagamentos decorrentes da emissão de títulos, depósitos ou qualquer outra obrigação contratual ou compromisso financeiro assumidos com os investidores.

O risco operacional pode ser definido como a estimativa das perdas – diretas ou indiretas – resultantes de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas e sistemas ou de eventos externos.

De acordo ainda com os dados fornecidos pelo Banco Central em relação aos riscos, ao se comparar o número de incidentes de risco relativos à gestão das reservas internacionais ocorridos ao longo de 2016 e de 2017, houve uma queda de 18%, fruto de automatização e alteração de processos internos do

Banco Central e de melhorias em sistemas de informação de contra partes externas. Além do mais, em 2017, o número total de incidentes representou menos de 2% do total de operações realizadas.

3.1.3 Reservas Internacionais: benefício ou desperdício?

Como descreve Pellegrini (2017), as incertezas a respeito do nível adequado de reservas e os custos de carregamento que essas proporcionam, dificultam a decisão acerca da venda das reservas a fim de principalmente abater no nível de dívida pública do Brasil.

Para o autor quanto a essa decisão surge alguns obstáculos, o primeiro diz respeito em que a venda das reservas internacionais tenderia a valorizar a taxa de câmbio, causando efeitos diretos na economia e também diminuindo o valor real das reservas vendidas, além da vulnerabilidade de fazer frente a possíveis choques no âmbito internacional. O segundo obstáculo analisado pelo mesmo autor, estaria relacionado em que os recursos gerados pela venda das reservas deveria ser destinado diretamente ao abatimento da dívida pública, já que esse ganho muitas vezes nas políticas brasileiras poderiam ser destinados para colocar mais títulos públicos no mercado de modo a financiar gastos primários do governo.

Na visão de Pellegrini (2017) a venda das reservas internacionais só seriam benéficas a economia brasileira caso essas fossem destinadas a pagar parte da dívida pública diminuindo seu volume, pois com a queda do endividamento público contribuiria para a redução dos juros reais e consequentemente estimularia os investimentos no setor privado, gerando por fim crescimento econômico para o país.

Outros autores como Barbosa (2009), ao analisar a mesma questão em relação aos benefícios das reservas internacionais, o governo poderia gastar os recursos usados – principalmente em relação aos altos custos de carregamentos das reservas internacionais – em investimento na economia, esses seriam de espécie social como, habitação, transporte público, saúde e educação. O autor ainda ressalta que a política de acumulação de reservas do Banco Central do Brasil é um verdadeiro desperdício de recursos públicos, que poderiam gerar não só

crescimento econômico ao Brasil mas também desencadear o desenvolvimento econômico.

Ainda de acordo com as avaliações quanto ao que fazer com o alto nível de reservas internacionais, o Presidente do Banco Central Ilan Goldfajn diz que caso haja uma decisão de autorizar o uso de reservas internacionais do país isso será feito com a principal finalidade de diminuir a dívida pública e não somente para gerar recursos para o investimento.

Por isso, uma decisão de autorizar uso das reservas em projetos de infraestrutura, por exemplo, resultaria em aumento de gastos mas não redução da dívida pública, que é o objetivo da equipe econômica atual. (GOLDFAJN, GLOBO ONLINE, 2017)

Nóbrega (2009), caracteriza a venda de reservas internacionais para investimento como uma loucura. O problema central estaria na complicação que para vender os dólares no mercado para gerar reais, provocaria uma alta inflação, no sentido que seria o mesmo que emitir dinheiro para financiar os gastos públicos, a medida que a inflação aumentasse e também se valorizasse o real, essa última incentivaria as importações e prejudicaria as exportações. O autor ainda relata uma segunda complicação que diz respeito ao Banco Central, onde as reservas internacionais pertencem a essa Entidade Financeira, a qual estaria financiando o Tesouro Nacional, que é proibido pela Constituição, caso as autoridades como o Presidente quisesse driblar essa proibição, teria problemas com acusação de crime fiscal (responsabilidade).

Ao contrário da posição tomada pelo Banco Central, o Ministério da Fazenda não é totalmente contrário a idéia. Como já citado acima, Barbosa (2009) não anula totalmente a ideia, no que diz respeito ao uso das reservas para a diminuição da dívida pública, porém isso só seria benéfico se a economia apresentasse certa estabilidade econômica.

A ideia não é descabida, só não existe qualquer clima para isso hoje. Tem que haver estabilidade. (BARBOSA, GLOBO ONLINE, 2015)

De modo geral, todos os autores apresentados definem o uso da reserva internacional inviável, principalmente para gerar qualquer tipo de investimento interno na economia brasileira, de acordo com Mendes (2011), usar as reservas internacionais para gerar investimentos seria o mesmo que financiar gastos por meio do endividamento público. O autor ainda exemplifica como o uso das reservas destinados a investimentos de infraestrutura afetariam os preços.

A conversão das reservas internacionais em reais e o uso dessas para a compra de cimento, mão de obra, ferro, e demais insumos necessários aos investimentos em infraestrutura significará um aumento na quantidade de dinheiro nas mãos dos indivíduos que venderem esses insumos ao governo. (MENDES, p.3, 2008)

Além disso o investimento em infraestrutura seria financiado as custas do aumento da dívida pública.

[...] usar reservas internacionais para financiar investimentos públicos em infraestrutura não é um passe de mágica. Tal operação significa que, no caso brasileiro, cujo orçamento já é deficitário, esses investimentos serão financiados por aumento da dívida líquida do setor público. (MENDES, p.3, 2008)

No contexto mais atual do Brasil (a partir de 2015) , na visão de Carvalho (2016), as reservas internacionais podem ser reduzidas de três maneiras explicadas: a primeira diz respeito a utilizá-las em um curto espaço de tempo para frear as desvalorizações cambiais e acelerar a inflação, a segunda seria a sua utilização para quitar a dívida pública, e por fim, o uso das reservas internacionais destinados ao investimento de infraestrutura. A autora se posiciona contra a qualquer tipo de uso das reservas, pois desde o início da crise política-econômica de 2015, as reservas foram fundamentais para exercer sua principal função de evitar choques maiores externos. Como já defendido por Carvalho, diante das eleições que ocorrem em meados do mês de outubro no Brasil (2018) e ainda com as propostas apresentadas pelos possíveis presidentes a escolha de usar as reservas internacionais não se torna a melhor opção devido a instabilidade econômica que o Brasil se encontra desde 2015.

[..] países com situação muito menos confortável [que a brasileira] de reservas e dívida externa, como Argentina e Turquia, têm sofrido ainda mais os impactos desta fase do ciclo financeiro global". Diante desta constatação, ela chama a atenção para um certo discurso que tem surgido no debate eleitoral: "em meio a tais evidências, o uso de reservas internacionais para pagamento de dívida pública interna ou realização de investimentos públicos em moeda doméstica, tal qual proposto por candidatos da centro-esquerda, não parece uma boa ideia. (CARVALHO, 2016)

Como visão divergente aos autores apresentados acima, uma nova proposta é formulada de acordo com a grave conjuntura econômica do Brasil derivada principalmente da crise que iniciou em 2015. Na visão do Tesouro Nacional, as reservas internacionais, especificamente seu excedente, poderiam, de certa forma, servir de "colchão de crescimento". Tal proposta seria realizada por meio dos excedentes das reservas que seriam convertidas em reais para a geração de títulos emitidos pelo setor privado (debêntures). Essas constituiriam um ativo seguro, devido ao fato de serem lastreadas pelo fluxo de caixa dos projetos de desenvolvimento em infraestrutura e ainda possuiriam uma certa garantia adicional de fundos garantidores. A taxa de retorno em relação a esses títulos emitidos pelo setor privado poderia estar um pouco acima da Selic para se tornem interessantes formas de investimento. As principais vantagens geradas por essa ideia proposta pelo Tesouro Nacional seriam: alavancagem do sistema de infraestrutura, resolução da problemática da questão entre reserva e dívida – uma vez que a dívida seria reduzida devido a substituição das reversas pelo ativo – e ainda o desenvolvimento do mercado de capitais.

Desse modo, concluí-se a exposição das diferentes visões sobre o uso das reservas internacionais. Parece claro que são posições completamente distintas e, que, parecem não convergir para um meio termo aceitável para ambos os lados. Na conclusão do trabalho, procurar-se-á apresentar e justificar qual dos lados parece ser o mais razoável no que diz respeito a responder o problema de pesquisa especificado pelo presente trabalho.

CONCLUSÃO

Pode se concluir que as reservas internacionais se comportam como um estoque de riqueza líquida em moeda internacional de um determinado país, de modo a suprir as necessidades geradas na contabilização do balanço de pagamentos, o qual envolve as contas de transações correntes, financeiras e de capitais.

As reservas internacionais são mensuradas, ou seja, determinadas por meio dos valores referentes aos custos que envolvem mantê-las, ao nível ótimo que essas representam em determinada economia e ainda aos benefícios expressos nos rendimentos que essas podem gerar diante do nível acumulado de reservas por cada país. As reservas internacionais são mensuradas por quatro métricas denominadas: M1 que diz respeito ao nível das reservas em relação ao nível de importação, o recomendado pelo FMI nessa categoria é de até 3 meses do nível de importação e o Brasil em 2017 correspondeu ao valor de 20 meses no total; a M2 que diz respeito as reservas em relação a dívida externa o Brasil em 2017 correspondeu a 2,5 vezes o valor recomendado pelo FMI; a M3 que relaciona o nível de reservas com os meios de pagamentos ampliados em que o Brasil mais uma vez correspondeu cerca de 4 vezes mais do nível recomendado pelo FMI e, por fim a M4 que é explicada de forma geral pelo nível total calculado pelo FMI e como esse determina valores recomendáveis, o FMI considera que o nível adequado dessa variável deve permanecer entre 100 e 150%, nesse caso o Brasil se encontra entre 100 a 150%, estando mais uma vez dentro do recomendado. Nas três métricas em que o Brasil possui alto nível elevado, o FMI e os demais autores que foram mencionados no decorrer desse trabalho assume que o alto nível de reservas é puramente por motivo precaucional, a fim de evitar choques externos.

Ainda foi descrito nesse trabalho como as reservas internacionais se comportaram na história política econômica do Brasil. Foi destacado desde a Era Vargas, que iniciou o processo de industrialização Brasileira que dependeu diretamente dos recursos externos, nesse período as reservas internacionais totalizaram o valor de 863 mil dólares e assim do crescimento, posteriormente com o presidente Juscelino Kubtscheck e sua preocupação em dar continuidade ao

processo de industrialização do Brasil, as reservas internacionais tiveram um nótavel decréscimo totalizado em 345 mil dólares, consequência de políticas que dependiam de financiamento externos. O período conhecido como Milagre que preocupou com a estabilidade econômica do país (principalmente inflação) abaixou ainda mais o nível das reservas, chegando ao final do período (1974) com apenas 5.269 mil dólares contabilizados, esse baixo valor se deve ao fato também do primeiro choque do Petróleo ocorrido em 1973. No ano de 1979 o total das reservas internacionais foram contabilizados no valor de 9.689 mil dólares, demonstrando uma melhora, porém nesse mesmo ano ocorre o segundo choque do Petróleo, que baixou as reservas para somente 3.994 mil dólares, por consequência de usá-las para fazer frente a crise e instabilidade financeira que se alastrou pelo mundo. A década de oitenta caracterizada como “perdida” foi marcada pela instabilidade econômica e ainda de planos que tentavam reanimar a economia, as reservas internacionais no fim do período (1989) totalizaram um valor de 9.679 mil dólares, demonstrando recuperação. A década de noventa, foi marcada pela intenção de renegociações com o FMI, somente Fernando Henrique Cardoso, consegue um acordo com o fundo, injetando dólares no nível de reservas internacionais, no final da década o nível de reservas foi de 36.342 milhões de dólares. Na era Lula (2002-2010) o então presidente preocupou-se em restaurar a confiança internacional do Brasil via políticas para gerar reservas com o apoio do FMI, no final da Era o nível de reservas totalizou cerca de 288.575 milhões de dólares, a sucessora de Lula, Dilma deu procedência a esse tipo de política deixando o Brasil com um total de reservas em 2016 no valor de 365 milhões de dólares.

Por fim, no último capítulo de forma resumida foi apresentado como as reservas internacionais são gerenciadas pelo Banco Central do Brasil e como elas são publicadas anualmente pelo Relatório Anual de Reservas Internacionais. A parte mais importante diz respeito a como as reservas internacionais podem ser usadas de maneira que beneficie a economia brasileira a fim de estimular o crescimento e até mesmo o desenvolvimento econômico, para isso no decorrer do capítulo foi apresentada várias visões de diferentes autores; Pellegrini não concorda com o fato de usar determinado nível de reservas para ser convertido em investimento, justifica sua hipótese devido ao fato que esse uso geraria flutuações no câmbio e ainda caso ocorresse choques internacionais, a economia brasileira estaria mais vulnerável;

Barbosa concorda em usar as reservas a fim de gerar investimento em saúde, educação, transporte e habitação, principalmente porque esse mesmo acha um desperdício os custos de carregamentos que as reservas provocam, porém ressalta que para usar as reservas o Brasil deveria se encontrar em uma situação de estabilidade econômica; Goldfajn só concorda com o uso das reservas para abater o volume da dívida externa e não somente para a geração de investimentos; Nóbrega caracteriza o uso das reservas para geração de investimentos como uma verdadeira loucura, na visão dele isso geraria várias consequências como aumento da inflação, valorização do câmbio (estimularia o nível de importações) e ainda problemas relacionados a crime de responsabilidade fiscal (é proibido o Banco Central financiar o Tesouro Nacional); Carvalho também é contra o uso das reservas, principalmente no sentido de fazer frente a possíveis choques externos. Somente o Tesouro Nacional defende o uso das reservas internacionais, porém de uma maneira mais moderna que consiste em usar o excedente e converter em reais para a geração de títulos para o setor privado (debêntures).

Na visão da autora, após a apresentação das distintas visões, o uso das reservas internacionais para a geração de investimentos se tornam inviável. Utilizá-las para o desenvolvimento de uma infraestrutura econômica parece ser um tanto quanto temerário, haja vista que estes são investimentos de longo prazo que levam muito tempo para amadurecerem e, portanto, gerar retornos para a economia. Outro fato é a instabilidade econômica que o Brasil vivencia desde 2015, além disso usar as reservas diante desse cenário caso houvesse uma crise internacional, seria difícil recuperar o nível de reservas pelo fato do Brasil não possuir boa credibilidade internacional. Desse modo, consideramos que o uso das reservas para fins de investimentos só seria viável, quando o país estiver se restaurado economicamente e contando com uma boa dose de credibilidade internacional.

REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

ALMEIDA, Paulo Roberto. Diplomacia financeira: o Brasil e o FMI, de 1944 a 2002. [recurso eletrônico]. UFRGS, Porto Alegre.

BARBOSA, Fernando de Holanda. Mercado aberto brasileiro: análise dos procedimentos operacionais.[livro eletrônico] Rio de Janeiro: FGV, EPGE, 2009.

BAER, Werner. A economia brasileira. [recurso eletrônico]. 4ª edição – Editora Nobel. Barueri/SP

CALDEIRA, João Paulo. Quem tem medo das reservas internacionais?, Por Laura CARVALHO. São Paulo, n.1, jan, 2016.

CAVALCANTI, Marco Antonio F. de H/ VONBUN, Christian. Reservas Internacionais Ótimas para o Brasil. n.1315, dez, 2007.

DIAS, Joilson. Concentração e conglomeração financeira no Brasil: um teste da teoria da regulamentação [recurso eletrônico]. Porto Alegre, 1987.

FONSECA, Patrícia; VASCONCELOS, Daniel; LEAL, Wagner. Economia Política Internacional: um texto introdutório [livro eletrônico].Curitiba: Intersaberes, 2017.

GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, André; CASTRO, Lavinia Barros de; HERMANN, Jennifer. Economia brasileira contemporânea [recurso eletrônico]: 1945- 2010 – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LACERDA, Antônio Corrêa. Economia brasileira. 4ª Edição – Editora Saraiva. São Paulo.

LESSA, Marcio Benevides. Economia Brasileira Contemporânea. Franca: Uni-Facef, 2018.

MENDES, Marcos. Por que o Brasil não utiliza as reservas internacionais para financiar investimentos públicos em infraestrutura?.Pesquisa e Planejamento Econômico,São Paulo, 38(2):307-48, ago.2008.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. Reservas Internacionais do Brasil: Evolução, Nível adequado e custo de carregamento.n.1, mar.2017.

RAMINA, Larissa; GUIMARÃES, Camille. O Brasil e os acordos stand-by com FMI: do pós-Segunda Guerra Mundial ao início do século XXI [recurso eletrônico]. 2012

SOUZA, Jobson Monteiro. Economia brasileira. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2009.

REFERENCIAL ELETRÔNICO

COMO FUNCIONAM E QUANTO CUSTAM AS RESERVAS INTERNACIONAIS DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2017/01/30/Como-funcionam-e-quanto-custam-as-reservas-internacionais-do-Brasil>> Acesso em : 02/07/2018

RESERVAS INTERNACIONAIS. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,reservas-internacionais,300072>> Acesso em: 02/07/2018

DÍVIDA PÚBLICA COMO ELA AFETA SEU DIA-DIA. Disponível em: <<http://www.politize.com.br/divida-publica-como-ela-afeta-o-seu-dia-dia/>> Acesso em 05/07/2018

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Pesquisa por tema. Disponível em: < <https://www.imf.org> > Acesso em: 05/07/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Pesquisa por tema. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br> > Acesso em: 06/07/2018.

DESENVOLVIMENTISMO NOS GOVERNOS VARGAS E JK. Disponível em: <http://www.abphe.org.br/arquivos/2015_alexandre_black_albuquerque_desenvolvementismo-nos-governos-vargas-e-jk.pdf> Acesso em: 06/07/2018

EXTRA CLASSE: “DEIXAMOS DE DEVER AO FMI PARA DEVER AOS BANCOS”, COM MARIA LÚCIA FATTORELLI. Disponível em: < <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/deixamos-de-dever-ao-fmi-para-dever-aos-bancos/> >. Acesso em: 08/07/2018.

RELATÓRIO ANUAL DE RESERVAS INTERNACIONAIS. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2018/03/relatorio_anual_reservas_internacionais_2018.pdf> Acesso em: 15/07/2018

ACORDOS INTERNACIONAIS BRASIL E FMI. Disponível em: <<http://acordos-internacionais.blogspot.com/2013/10/brasil-e-o-fmi.html>> Acesso em 15/07/2018

BRASIL E OS ACORDOS COM O FMI DO PÓS 2ª GUERRA. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/22359/o-brasil-e-os-acordos-stand-by-com-o-fmi-do-pos-segunda-guerra-mundial-ao-inicio-do-seculo-xxi/1>> Acesso em: 20/07/2018

DÍVIDA DO BRASIL E RENEGOCIAÇÃO DO GOVERNO FHC. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2016/09/divida-do-brasil-renegociacao-fhc-lula-e-volta-da-crise.html>> Acesso em: 20/07/2018

RESERVAS INTERNACIONAIS VERSUS DÍVIDA PÚBLICA. Disponível em: <<http://evolucaodosdadoseconomicos.com.br/reservas-internacionais-versus-divida-externa/>> Acesso em: 20/07/2018

COLCHÃO DE CRESCIMENTO. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/economia/o-colchao-do-crescimento>> Acesso em 07/10/2018

SE UM DIA RESERVAS INTERNACIONAIS FOREM USADAS SERÁ PRA REDUZIR A DÍVIDA. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/negocios/se-um-dia-reservas-internacionais-forem-usadas-sera-para-reduzir-divida-diz-ilan.ghtml>> Acesso em: 02/08/2018

RESERVAS INTERNACIONAIS: USAR PARA INVESTIMENTO É LOUCURA. Disponível em: <<http://mailsondanobrega.com.br/blog/ideias-loucas-para-uso-das-reservas-internacionais/>> Acesso em: 12/08/2018

USO DE RESERVAS INTERNACIONAIS TEM ENTRAVE JURIDÍCO E PODE AFETAR JUROS. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/03/1750339-uso-de-reservas-internacionais-tem-entrave-juridico-e-pode-afetar-juros.shtml>> Acesso em: 12/08/2018

PRESIDENTE DO BC, ILAN GOLDFAJN COMENTA CENÁRIO ECONÔMICO. Disponível em: <<https://globosatplay.globo.com/globonews/v/5990808/>> Acesso em: 12/08/2018

PROPOSTA DE USO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS ABRE POLÊMICA – BARBOSA, Flávia – 2015. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/proposta-de-uso-das-reservas-internacionais-abre-polemica-18885326>>. Acesso em: 12/08/2018

RESERVAS INTERNACIONAIS: USAR PARA INVESTIMENTO É UMA LOUCURA – NÓBREGA, Mailson. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/blog/mailson-danobrega/reservas-internacionais-usar-para-investimento-e-uma-loucura/>> Acesso em: 12/08/2018