



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA



JOÃO PAULO FORIGATTO BUENO

**Estado e proteção cambial ao capital privado: uma análise da  
estatização da dívida externa brasileira (1977-1985) e das  
operações de *swap* cambial (2013-2015)**

CAMPINAS  
2023

JOÃO PAULO FORIGATTO BUENO

**Estado e proteção cambial ao capital privado: uma análise da  
estatização da dívida externa brasileira (1977-1985) e das  
operações de *swap* cambial (2013-2015)**

Monografia apresentada ao Instituto de  
Economia da Universidade Estadual de  
Campinas como parte dos requisitos  
exigidos para a obtenção do título de  
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. André Martins Biancarelli

CAMPINAS  
2023

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

B862e Bueno, João Paulo Forigatto, 1992-  
Estado e proteção cambial ao capital privado : uma análise da estatização da dívida externa brasileira (1977-1985) e das operações de *swap* cambial (2013-2015) / João Paulo Forigatto Bueno. – Campinas, SP : [s.n.], 2023.

Orientador: André Martins Biancarelli.  
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Banco Central do Brasil. 2. Política cambial. 3. Swaps (Finanças). 4. Dívida externa - Brasil. I. Biancarelli, André Martins, 1978-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

**Título em outro idioma:** State and foreign exchange risk protection to private capital: an analysis of the nationalization of Brazilian external debt (1977-1985) and FX swap operations (2013-2015)

**Palavras-chave em inglês:**

Banco Central do Brasil

Exchange rate policy

Swaps (Finance)

Debts, External - Brazil

**Titulação:** Bacharel em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

André Martins Biancarelli [Orientador]

Bruno Martarello de Conti

**Data de entrega do trabalho definitivo:** 26-06-2023

JOÃO PAULO FORIGATTO BUENO

**Estado e proteção cambial ao capital privado:**

uma análise da estatização da dívida externa brasileira (1977-1985) e das operações de *swap* cambial (2013-2015)

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Data de aprovação: 26 / 06 / 2023

Banca Examinadora

---

Prof. Dr. André Martins Biancarelli – Presidente da banca  
Instituto de Economia/UNICAMP

---

Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti – Docente convidado  
Instituto de Economia/UNICAMP

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço imensamente ao meu orientador André Martins Biancarelli, pela generosidade no suporte sempre que necessário, pelas correções e apoio na elaboração deste trabalho.

A Gabriella, pelo incentivo e apoio, sem sua ajuda não seria possível finalizar o trabalho em tão pouco tempo.

Aos meus pais, João e Tânia, pelo apoio incondicional, dedico este trabalho como forma de demonstrar a eles minha sincera gratidão e profunda admiração.

“Nesse país que se divide em quem tem e quem não tem, sempre o sacrifício cai no braço operário.”

— *Candidato Caô Caô*  
(*música de O Rappa e Bezerra da Silva*)

## RESUMO

BUENO, João Paulo Forigatto. **Estado e proteção cambial ao capital privado**: uma análise da estatização da dívida externa brasileira (1977-1985) e das operações de *swap* cambial (2013-2015). Orientador: André Martins Biancarelli. 2023. 51 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2023.

Este trabalho tem como objetivo analisar o papel do Estado brasileiro como instrumento de estabilização da economia, focando dois momentos históricos: a estatização da dívida externa brasileira entre 1977 e 1985 e as intervenções cambiais através de operações de leilões de *swap* cambial entre 2013 e 2015. A hipótese subjacente é que, em ambos os períodos, o Estado assumiu o risco cambial como medida para evitar a desestabilização econômica e proteger o capital privado. Contudo, essa postura teve um impacto significativo nos custos fiscais, resultando no enfraquecimento do papel central do Estado no processo de desenvolvimento econômico. Portanto, durante os períodos de estatização da dívida externa e intervenções cambiais de mercado por meio de *swap* cambial, houve uma transformação significativa na função do Estado. Ao assumir o papel de “garantidor” da economia, o Estado assumiu o ônus do risco cambial e das incertezas correlatas. Essas ações acabaram servindo para preservar os interesses de uma fração privilegiada do capital, rompendo com o papel do Estado como promotor do desenvolvimento econômico.

**Palavras-chave:** Política cambial; Swaps (Finanças); Dívida externa - Brasil; Banco Central do Brasil.

## ABSTRACT

BUENO, João Paulo Forigatto. **State and foreign exchange risk protection to private capital**: an analysis of the nationalization of Brazilian external debt (1977-1985) and FX swap operations (2013-2015). Orientador: André Martins Biancarelli. 2023. 51 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2023.

This paper aims to analyze the role of the Brazilian as an instrument for economic stabilization, focusing on two historical moments: the nationalization of the Brazilian external debt between 1977 and 1985 and foreign exchange interventions through currency swap auction operations between 2013 and 2015. The underlying hypothesis is that, in both periods, the State assumed the foreign exchange risk as a way to avoid economic destabilization and protect private capital. However, this posture had a significant impact on fiscal costs, weakening the State's role as a central agent in the process of economic development. Therefore, in the periods of nationalization of the external debt and foreign exchange market interventions through currency swaps, there was a significant change in the role of the State. By assuming the role of guarantor of the economy, the State assumed the onus of exchange risk and correlated uncertainties. These actions ended up serving to preserve the interests of a privileged segment of capital, breaking with the role of the State as a promoter of economic development

**Keywords:** Exchange rate policy; Swaps (Finance); Debts, External - Brazil; Banco Central do Brasil.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	10
1 ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA E OS CUSTOS FISCAIS .....	12
1.1 O processo de endividamento externo brasileiro .....	12
1.2 A estatização da dívida externa brasileira .....	20
1.3 Os impactos da estatização da dívida externa brasileira .....	26
1.4 Considerações finais .....	28
2 AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL COMO POLÍTICA CAMBIAL E OS CUSTOS FISCAIS, 2013-2015 .....	30
2.1 A conjuntura econômica brasileira e a influência do ciclo de liquidez internacional .....	31
2.2 As operações de <i>swap</i> cambial como instrumento de política cambial .....	34
2.3 Os impactos e custos das operações de <i>swap</i> cambial .....	39
3.4 Considerações finais .....	44
<u>CONCLUSÕES</u> .....	45
<u>REFERÊNCIAS</u> .....	49

## INTRODUÇÃO

O papel do Estado na economia brasileira é assunto de extrema relevância e interesse, uma vez que a intervenção estatal pode ser fundamental para a garantia da estabilidade econômica e no desenvolvimento do país. Este trabalho tem como objetivo analisar o papel do Estado brasileiro como instrumento de estabilização da economia, com foco em dois momentos da história econômica do país: a estatização da dívida externa brasileira entre 1977 e 1985 e as intervenções cambiais de mercado por meio das operações de leilões de *swap* cambial entre 2013 e 2015.

A hipótese subjacente a essa análise é a de que, em ambos os momentos, o Estado assumiu o risco cambial como forma de evitar a desestabilização econômica e garantir proteção ao capital privado. No entanto, essa postura teve um impacto significativo nos custos fiscais, enfraquecendo, assim, o papel do Estado como agente central no processo de desenvolvimento econômico.

Nos períodos analisados, o Estado exercia um papel central no desenvolvimento econômico. Nos anos 1970, durante o regime militar, por meio de políticas de substituição de importações e industrialização, atuando como financiador e regulador da atividade econômica.

Entre os anos 2003 e 2013, o Estado brasileiro desempenhou um papel significativo no desenvolvimento econômico do país, onde foi adotado uma abordagem voltada para o fortalecimento do mercado interno e a redução das desigualdades sociais, implementando-se políticas de inclusão social. O Estado também atuou como regulador e fomentador de setores estratégicos, como o petróleo e o agronegócio, promovendo a expansão e a competitividade dessas áreas. Essas ações estatais tiveram como objetivo impulsionar a economia, gerar empregos e promover a inclusão social, buscando um desenvolvimento mais equilibrado e sustentável.

Durante o período de estatização do endividamento externo brasileiro e das intervenções cambiais de mercado via operações de *swap* cambial, houve um claro rompimento com o padrão de desenvolvimento apoiado no Estado como indutor. Ao assumir o papel de avalista da economia, o Estado passou a absorver o risco cambial e as incertezas associadas, impactando significativamente todo um programa de desenvolvimento que, mesmo que não fosse objetivo principal como no período da ditadura militar, beneficiava a sociedade como um todo. Essas ações visavam garantir

a estabilidade econômica, porém, na prática, acabaram servindo para assegurar a manutenção da riqueza e da renda de uma fração privilegiada do grande capital. Essa mudança de foco representou um rompimento com o papel do Estado como promotor do desenvolvimento econômico, direcionando os esforços para preservar interesses específicos em detrimento do conjunto da sociedade.

No decorrer deste trabalho, serão explorados aspectos históricos, econômicos e políticos relacionados aos períodos selecionados, bem como serão analisados os impactos das intervenções estatais nas variáveis econômicas relevantes. Além disso, serão examinadas as implicações dessas ações para as finanças públicas, buscando-se uma compreensão mais abrangente das consequências de tais intervenções.

Este trabalho está estruturado em dois capítulos e uma conclusão, além desta introdução. No primeiro capítulo serão analisados os instrumentos de estímulos à captação de empréstimos externos, utilizados como mecanismos de proteção contra o risco cambial e como funcionaram no processo de estatização da dívida externa brasileira no fim dos anos 1970; no segundo capítulo o foco se volta para o período entre 2013 e 2015, em que o Banco Central do Brasil forneceu proteção cambial ao capital privado por meio de intervenções cambiais de mercado, especificamente via contratos de *swaps* cambiais; por fim, são apresentadas as conclusões relativas ao tema de pesquisa proposto.

## 1 ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA E OS CUSTOS FISCAIS

O objetivo deste capítulo consiste em analisar os instrumentos de estímulos à captação de empréstimos externos, que funcionaram como mecanismo de proteção contra o risco cambial, particularmente, ofertados ao capital privado em meados dos anos 1970 no processo de endividamento externo brasileiro, e verificar o impacto do custo de tais instrumentos às finanças públicas.

O capítulo está dividido em quatro partes. A primeira seção faz uma breve contextualização da entrada de recursos externos ao país na modalidade do endividamento externo brasileiro, e apresenta os moldes como este processo foi desenvolvido. A segunda seção remete às medidas de estímulo que foram adotadas pelo governo brasileiro, os mecanismos de proteção cambial para o capital privado, principalmente a Resolução nº 432, quando o Banco Central do Brasil passou a assumir os passivos externos e acumulou o risco cambial em suas mãos. Na terceira seção serão analisados quais foram os efeitos e as consequências dos mecanismos de proteção ao risco cambial para o capital privado sobre as finanças públicas. Por último, uma seção será dedicada às conclusões finais.

### 1.1 O processo de endividamento externo brasileiro

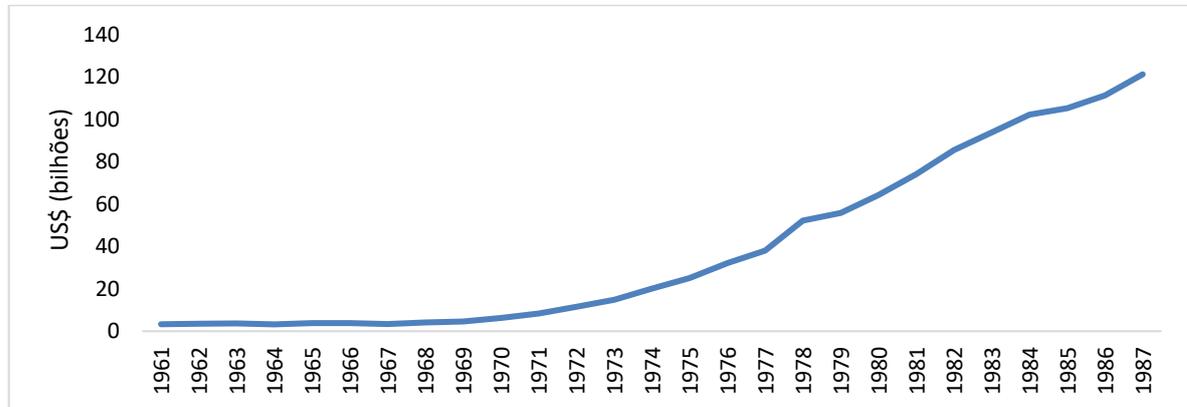
Os recorrentes desequilíbrios do balanço de pagamentos nos quais as contas externas brasileiras incorreram no período do endividamento externo dos anos 1970, em particular, após o primeiro choque do petróleo ocorrido em outubro de 1973, estão relacionados com a oferta de *hedge* cambial para o setor privado.

A partir de 1967, ocorreu no Brasil uma “abertura financeira externa”<sup>1</sup> na qual o país passou a se relacionar financeiramente com o resto do mundo, na modalidade do endividamento externo. Conforme FIG. 1 abaixo, ocorreu um crescente processo de endividamento externo da economia brasileira, iniciado no fim da década de 1960. Neste novo cenário, em pouco tempo, entre as economias em desenvolvimento, o Brasil apontava como um dos maiores devedores no plano internacional. (MOURA, 1981)

---

<sup>1</sup> O processo de abertura financeira externa que configurou com a inserção da economia brasileira no mercado de eurocréditos no fim dos anos 1970 não deve ser confundido com o que viria a ocorrer nos anos 1990.

Gráfico 1 - Dívida externa bruta brasileira (em US\$ bi)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Conforme argumenta Cavalcanti (1988), a primeira etapa do processo de endividamento externo<sup>2</sup>, no período entre 1967 e 1973, concomitante ao vigoroso ciclo expansivo (“milagre econômico brasileiro”), refere-se à inserção da economia brasileira no mercado de eurocréditos no sistema financeiro privado internacional, mais especificamente, aos bancos comerciais estrangeiros como principais fontes de empréstimos ao país. Segundo o autor, a participação do país foi determinada a partir das condições existentes no mercado financeiro internacional em relação aos prazos estendidos dos empréstimos e aos *spreads* mais baixos. Ademais, dois fatores contribuíram para isso: a expansão do comércio mundial e a evolução favorável da balança comercial brasileira; e a ampliação da liquidez do sistema financeiro internacional, como resultado do financiamento dos déficits do balanço de pagamentos dos Estados Unidos da América (EUA) através da emissão de obrigações.

Do ponto de vista microeconômico, foram adotadas medidas favoráveis ao capital estrangeiro, ou seja, contribuindo para a entrada de capitais de empréstimos, tais como a correção monetária para ativos financeiros e uma política de minidesvalorizações cambiais aquém da inflação. Dessa forma, as operações de

<sup>2</sup> Para Cavalcanti (1988), o processo de endividamento externo deve ser analisado em três períodos: um primeiro impulso da dívida externa, a partir da abertura externa, entre 1967 e 1973; a política de endividamento externo de 1974 a 1979; e a reversão do fluxo de recursos externos e consequente transferências de recursos ao exterior de 1980 em diante.

empréstimos externos tornaram-se atrativas, já que as taxas de juros reais internas estavam superiores às taxas do mercado de crédito internacional. Sob a ótica macroeconômica, conforme discurso oficial da época, tais estímulos à captação de crédito externo apoiavam-se na tese do “hiato de recursos reais”, isto é, quando as importações superam as exportações. O passivo externo financiava o déficit da balança comercial, ou seja, através do uso da poupança externa, em um momento de viabilização do crescimento acelerado da economia brasileira. (CRUZ, 1995)

Em relação à tomada de capitais de empréstimo para sustentação do ciclo expansivo, Cruz (1999) argumenta que não havia pressão ou necessidade de poupanças externas pelo lado do comércio de mercadorias e serviços. Isto posto, o endividamento do período estaria atrelado ao caráter predominantemente financeiro, dado que houve a formação de reservas internacionais, deslegitimando a tese de estrangulamento do setor externo. Nesse sentido, o movimento do euromercado, em busca de valorização do capital, capturou a economia brasileira assim como às demais economias em desenvolvimento.

A abertura financeira externa permitiu o aumento da absorção de capital financeiro, ou seja, a entrada líquida de capitais, como ressaltado anteriormente, sob a forma de empréstimos em moeda estrangeira. Deve-se salientar a transformação na estrutura de financiamento da economia brasileira, uma vez alterada a composição dos capitais de empréstimos, com ganho de participação de empréstimos de médio e longo prazos. Por fim, como principais tomadores de financiamentos externos notam-se o setor privado, nacional e estrangeiro, e empresas estatais, seja a partir de captação direta ou indireta, seja através de intermediação de instituições financeiras domésticas. (MOURA, 1981)

Segundo Zini Jr. (1982), as fontes de financiamento externo, em particular, as creditícias, estavam divididas em quatro grupos. O primeiro deles seria o correspondente aos empréstimos para financiar importações, os *supplier credits*, concedidos através de entidades internacionais, agências governamentais, ou diretamente pelo fornecedor. O segundo representado pelos empréstimos em moeda, os aportes financeiros, que entraram no Brasil pela Lei nº 4.131, Instrução nº 289 e Resolução nº 63. O terceiro compreende empréstimos diversos. No último grupo estão os empréstimos compensatórios, os “*swaps*”, e demais empréstimos para fechar o balanço de pagamentos.

De acordo com Cavalcanti (1988), os empréstimos em moeda estrangeira representavam em maior proporção a entrada líquida de capitais, de tal modo que em 1973 mais de 60% da dívida externa registrada<sup>3</sup> foram desta rubrica, conforme TAB. 1.

Tabela 1 - Dívida externa (em US\$ milhões)

	1970		1971		1972		1973	
	Valor	% total	Valor	% total	Valor	% total	Valor	% total
<b>Dívida externa total</b>	6.240	100,00	8.283	100,00	11.464	100,00	14.857	100,00
<b>Dívida externa não registrada</b>	945	15,14	1.662	20,06	1.943	16,95	2.286	15,39
<b>Dívida externa registrada</b>	5.295	84,86	6.621	79,94	9.521	83,05	12.571	84,61
<b>Empréstimo compensatório</b>	381	6,11	300	3,63	240	2,10	203	1,37
<b>Empréstimo programa</b>	603	9,67	622	7,52	617	5,39	614	4,14
<b>Empréstimo bônus</b>	-	-	-	-	60	0,52	142	0,96
<b>Financiamento de importações</b>	1.709	27,39	2.201	26,58	2.783	24,28	3.486	23,47
<b>Empréstimos em moeda</b>	2.284	36,61	3.193	38,55	5.528	48,22	7.848	52,83
<b>Lei nº 4.131</b>	1.250	20,03	1.914	23,12	3.302	28,81	5.379	36,21
<b>Instrução nº 289</b>	381	6,11	294	3,56	207	1,81	71	0,48
<b>Resolução nº 63</b>	653	10,47	983	11,87	2.018	17,61	2.398	16,14
<b>Outros empréstimos</b>	301	4,83	289	3,50	278	2,42	265	1,79
<b>Dívida Pública Consolidada</b>	15	0,24	13	0,17	12	0,11	10	0,07

Fonte: Retirado de Ferreira (2007)

No que se refere à abertura financeira externa, sob a forma de empréstimos em moeda estrangeira, houve três regulamentações básicas que se tornaram os principais instrumentos envolvendo a absorção de capital estrangeiro no Brasil: a Lei nº 4.131/1962, a Instrução nº 289 e a Resolução nº 63.

Como pode ser visto na TAB. 1 acima, a maior parte dos empréstimos em moeda são relativos à Lei nº 4.131 cujo valor nominal quadruplicou e quase dobrou a participação da dívida contraída até 1973. Esta lei, em vigor a partir de 1962, destinava-se à regulação da entrada de capitais estrangeiros no país, ou seja, investimentos diretos, empréstimos e financiamentos. Ao prazo mínimo de seis meses, autorizava-se por parte de empresas e indivíduos a contratação direta de empréstimos no exterior para financiar capital fixo ou capital de giro.

A Instrução nº 289 da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito)<sup>4</sup>, decretada em 1965, que concedia às empresas estrangeiras com operação em solo

<sup>3</sup> A dívida registrada se refere a operações com obrigatoriedade de registro no Banco Central do Brasil, geralmente de prazo superior a 360 dias. A dívida não registrada não tem obrigatoriedade de registro no Banco Central do Brasil e geralmente possuem prazo inferior a 360 dias.

<sup>4</sup> A Superintendência da Moeda e do Crédito foi a autoridade monetária anterior a criação do Banco Central do Brasil.

brasileiro a captação simplificada e direta de empréstimos externos destinadas exclusivamente a financiamento de capital de giro, com prazos entre seis e doze meses, apresentou queda na participação ao longo do período. Esta instrução estabelecia o entendimento que o risco da desvalorização cambial era do tomador do empréstimo, ao passo que o Banco Central se responsabilizasse pela cobertura cambial para pagamentos de juros e amortização. A Instrução nº 289 foi revogada em outubro de 1972 através da Resolução nº 237 do Conselho Monetário Nacional. (MOURA, 1981)

Conforme aponta Campos (2016), a Resolução nº 63, deliberada em agosto de 1967 pelo Conselho Monetário Nacional, através da interligação entre sistema financeiro nacional e o mercado financeiro internacional, visava diminuir o favorecimento do capital internacional no setor produtivo em relação às empresas de capital nacional sem acesso ao crédito externo. Esta resolução permitiu que bancos comerciais, de investimentos e de desenvolvimento realizassem operações de captação de recursos externos para repassarem às empresas nacionais. Isto garantia o acesso das empresas nacionais ao mercado de eurodólares, através de financiamentos internacionais de capital fixo ou capital de giro, isto é, repassando às empresas nacionais o acesso igualitário ao crédito externo. Apenas com uma leve queda em 1973, a participação deste instrumento de empréstimo também foi crescente no decorrer do período.

A partir de 1974, a crise internacional engendrada pelo aumento dos preços do petróleo e a concomitante escolha do governo brasileiro pelo programa desenvolvimentista (cristalizada no II PND) condicionaram uma configuração diferente à situação do período anterior para o processo do endividamento externo brasileiro. A conjuntura econômica foi marcada pela perda de dinamismo nos fluxos do comércio mundial e pela deterioração dos termos de troca dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo. No mercado financeiro internacional, houve a retração relativa do volume das operações bancárias e a elevação das taxas de juros e dos *spreads*.

Nesses termos, em Cavalcanti (1988) ressalta-se a alteração das condições no fluxo de recursos externos ao país. Por um lado, a quadruplicação do preço do petróleo refletiu negativamente sobre a balança comercial, ao deteriorar-se a conta de transações correntes. A estratégia dos países centrais industrializados foi de conter a economia através de um processo recessivo, o que implicou na redução do ritmo de

crescimento das exportações brasileiras. Sendo assim, houve recuo do preço de produtos exportados por países em desenvolvimento não produtores de petróleo e o aumento dos preços de bens industrializados, isto é, deterioração dos termos de intercâmbio.

Por outro lado, algumas incertezas instauraram-se em relação ao mercado de eurocréditos, levando à retração do volume de operações de empréstimos, a contração dos prazos e elevação dos *spreads*. Os déficits globais dos EUA foram reduzidos, ou seja, ocorreu uma restrição da expansão de liquidez internacional. Soma-se a isso mais dois fatores: o ônus da crise do petróleo transferido para os países em desenvolvimento, que acabam assumindo uma parte dos desequilíbrios internacionais; e as perdas substanciais de alguns bancos através de operações cambiais especulativas, precipitando uma crise de confiança.

Em relação às implicações do realinhamento dos preços do petróleo no plano internacional, Munhoz (1988) afirma que a estratégia sincronizada dos países industrializados pretendia, ao aplicar uma política macroeconômica recessiva nos anos de 1974 e 1975, transferir para os países em desenvolvimento (não produtores de petróleo) uma parcela substancial e desproporcional dos déficits dos custos energéticos através do intercâmbio comercial, conforme indica a TAB. 2. Os países centrais, os bancos privados e o FMI avalizaram as políticas nacionais dos devedores crescentes, e, em especial, no caso brasileiro, apresentava-se como modelo econômico para os anos 1970, ao incentivar assim a continuidade do crescimento econômico, isto é, para a existência de mercados às exportações dos produtos industrializados de países centrais. O financiamento do déficit dos devedores seria dado através da reciclagem dos petrodólares pelos bancos credores do euromercado.

Tabela 2 - Ajustamento das contas internacionais frente aos choques do petróleo 1971-1981 (em US\$ bi - valores acumulados)

Período	Países Industrializados				Conta Corrente de países exportadores de petróleo	Conta Corrente dos demais países em desenvolvimento
	Balança Comercial com países exportadores de petróleo	Balança Comercial com demais países em desenvolvimento	Balança Comercial total	Contas Correntes		
1971-73	-31,7	50,2	31,7	29,7	11,0	-22,4
1974-76	-134,4	90,9	-26,9	-26,2	134,9	-93,4
1977-78	-69,4	64,6	-9,5	-1,2	21,6	-52,3
1979-81	-276,8	183,0	-124,6	-110,9	205,1	-218,2

Fonte: Retirado de Munhoz (1988)

O II PND (Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento), lançado no fim de 1974, em plena crise internacional, ao impulsionar o complemento da estrutura industrial brasileira, visava a superação da dependência da economia nacional em relação aos países de economia avançada. Um programa de investimentos em insumos básicos, bens de capital e infraestrutura (novo programa de substituição de importações).

O governo optou, ao desprezar as mudanças na economia internacional apostando se tratar de um problema conjuntural, por uma via em que a política econômica viabilizasse o potencial crescimento econômico brasileiro, dessa forma, absorvendo déficits externos. Nesse sentido, em primeiro momento, com o aumento do coeficiente de importações recorrer-se-ia às poupanças externas. A posteriori, as autoridades acreditavam que seria revertida esta situação, com sobras de divisas no futuro que encobririam os desequilíbrios do balanço de pagamentos. Como consequência, entre 1974 e 1976, haja visto a conjuntura comercial adversa, com dificuldades de ampliação das exportações, a balança comercial apresentou fortes desequilíbrios com um déficit acumulado na ordem de US\$ 10,5 bilhões. (CRUZ, 1999)

O fator determinante para o recrudescimento do desequilíbrio externo foi dado pela elevação do custo da dívida. Esta em grande parte indexada com taxas flutuantes que acompanhavam os movimentos de aumento das taxas de juros internacionais

(*London Inter-bank Offered Rate* e *U.S. Prime Rate*<sup>5</sup>). O aumento da dívida externa pelo acelerado aumento dos déficits comerciais sucedeu-se com encargos financeiros, transformando os problemas da balança comercial de natureza conjuntural em desequilíbrios na conta de serviços, auferindo caráter estrutural ao processo de endividamento externo. (MUNHOZ, 1981; CRUZ, 1999)

Tabela 3 - Taxa de juros internacionais, 1968-1985 (% média anual)

Período	Prime rate	Libor
	(EUA)	(Reino Unido)
1968	6,75	7,13
1969	8,50	10,06
1970	6,75	6,75
1971	5,25	5,81
1972	5,75	5,88
1973	9,75	10,13
1974	10,25	10,19
1975	7,25	6,63
1976	6,00	5,38
1977	7,75	7,50
1978	11,75	12,31
1979	12,88	12,27
1980	20,18	18,03
1981	15,77	14,12
1982	11,50	9,83
1983	11,00	10,39
1984	11,24	9,50
1985	9,80	8,11

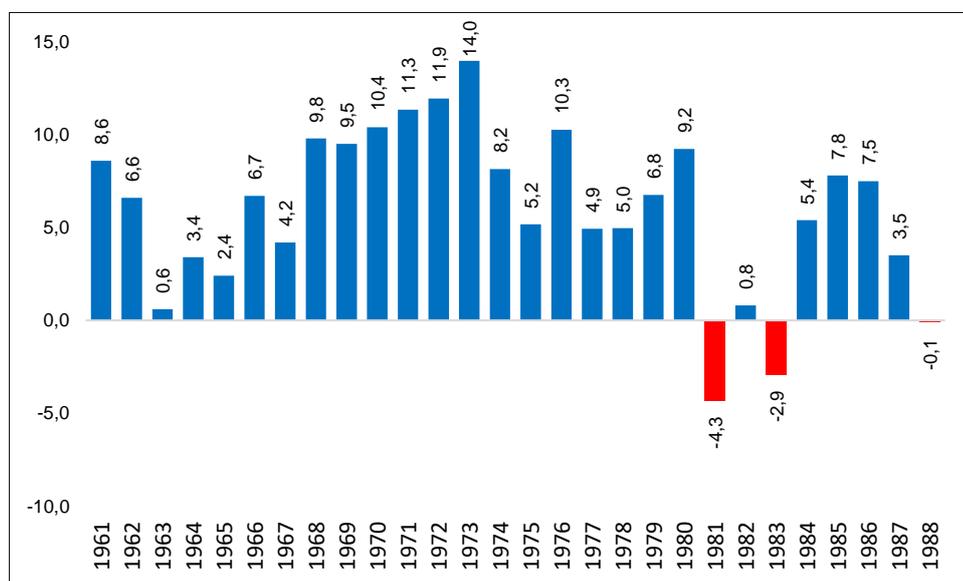
Fonte: Adaptado de Cerqueira (2003)

Dada a escassez de liquidez no mercado internacional, para a cobertura do hiato de recursos era utilizado a queima de reservas cambiais do país. Além disso, cabe ressaltar que à medida em que ocorreu a desaceleração do ciclo expansivo doméstico, houve também uma redução das inversões privadas. Ou seja, devido ao padrão de financiamento utilizar recursos externos, a diminuição da demanda privada por crédito repercutiu na redução pela demanda por crédito em moeda estrangeira, traduzidas nas captações de recursos externos. Isto posto, conforme argumenta Cruz

<sup>5</sup> A *prime rate* se refere a taxa de juros do mercado interbancário norte-americano. A *LIBOR* se refere a taxa preferencial de juros oferecida para grandes empréstimos entre os bancos internacionais que operam com eurodólares.

(1999), por um lado, se as reservas cambiais do país eram queimadas quando da escassez de liquidez no mercado internacional para cobrir o hiato de recursos, por outro lado, a retração das captações de recursos externos pelo setor privado, em um momento de aumento da necessidade destes recursos, deram as bases iniciais à estatização da dívida externa brasileira. Nesse contexto, a entrada de recursos externos desempenhou um papel fundamental no financiamento do balanço de pagamentos.

Gráfico 2 - Taxa de variação do PIB brasileiro anual entre 1961 e 1988 (em %)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

## 1.2 A estatização da dívida externa brasileira

O processo de estatização da dívida externa brasileira é caracterizado pela concentração do estoque da dívida sob responsabilidade do Estado, e ocorreu basicamente em duas etapas. No interregno entre os dois choques do petróleo (1973 e 1979), ocorreu o aumento da participação estatal na captação de novos recursos externos; esse ganho de participação relativa configurou a primeira etapa. Na segunda etapa, o enfoque desta seção, após o segundo choque do petróleo e o choque internacional de juros, além do setor público ser preponderante na tomada de novos empréstimos, um novo canal da estatização foi dado pela transferência massiva de dívidas em moeda estrangeira (e obrigações), assumidas originalmente pelo setor

privado, para o Banco Central, sob a forma de depósitos registrados em moeda estrangeira, principalmente, por meio da Resolução nº 432. (CRUZ, 1995)

Em um primeiro momento, em situação de grande absorção de recursos externos, os depósitos em moeda estrangeira tiveram a finalidade de minimizar o impacto monetário dos empréstimos externos (esterilizar o fluxo de recursos externos), isto é, como política anti-inflacionária, constituindo assim um dos principais itens do passivo não monetário do Banco Central. Estes mecanismos, importantes para a política econômica, foram instituídos, inicialmente, de forma compulsória através da Resolução nº 236 em outubro de 1972. Foi estabelecido que ficariam sujeitos a serem depositados 25% do contravalor em cruzeiros do montante de empréstimo em moeda estrangeira no Banco Central. Apenas liberando a quantia após a amortização do empréstimo. Em abril de 1977, pela Resolução nº 532, o limite do depósito foi alterado para 50%. E, através da Resolução nº 595 de janeiro de 1980 alterou-se o limite para 75%. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985; OLIVEIRA, 1990)

Em junho de 1977, surge o primeiro dispositivo que permitiu aos mutuários de empréstimos externos a realizar depósitos voluntários em moeda estrangeira. A Resolução nº 432 concedia o direito às empresas brasileiras com débitos externos a criação de depósitos voluntários em moeda estrangeira no Banco Central, em contravalor em cruzeiros, até o limite total da dívida externa, seja para recursos novos ingressados ou para empréstimos contratados anteriormente. Ficou resguardado ao Banco Central a responsabilidade pelo pagamento do custo total do débito, tais como, juros, amortizações e comissões, até a maturação do contrato, funcionando o depósito como um pagamento antecipado da dívida externa. O argumento oficial para a implementação da Resolução nº 432 foi que a medida ajudaria a reduzir o déficit em conta corrente do Brasil e a melhorar a balança de pagamentos. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985)

No que tange à liberdade total de depósitos e saques na forma da Resolução nº 432, houve uma modificação pela Resolução nº 588 de dezembro de 1979. Esta funcionou como uma forma de congelamento dos depósitos, permitindo a liberação dos depósitos somente nas datas de vencimento das parcelas de principal, juros e comissões. Dessa forma, o Banco Central assumiu até o fim do contrato o risco cambial dos débitos externos, derivados das desvalorizações cambiais e dos movimentos ascendentes das taxas de juros internacionais. A aplicação desta disposição de congelamento dos depósitos constituídos foi dispensada a partir da data

seguinte à determinação da Resolução nº 741, em junho de 1982. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985)

A Resolução nº 479, de junho de 1978, estabelecia que os novos empréstimos externos contratados deveriam ser depositados compulsoriamente, em contravalor em cruzeiros, tendo liberação de acordo com o término do prazo estipulado pelo Banco Central. Os cruzeiros seriam destinados à constituição de depósito em moeda estrangeira, na mesma forma da Resolução nº 432. A Circular nº 339 definia a liberação ao fim do prazo estipulado em 30 dias. Posteriormente, foi estendido o prazo para 120 e 150 dias, respectivamente, pelas Circulares nº 385 e nº 389, ou referente ao ato de pagamento das amortizações ou encargos no exterior. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985; MOURA, 1981)

Deve-se também ressaltar aos depósitos no passivo não monetário do Banco Central, a Circular nº 230 que permitia aos bancos depositar os recursos que não estivessem empregados em operações de repasse, oriundos do exterior pela Resolução nº 63; e a Resolução nº 351 de novembro de 1975 em conjunto com a Circular nº 600 estabeleceram a obrigatoriedade da constituição de depósitos remunerados em moeda estrangeira, para contrapartida em cruzeiros, referentes aos empréstimos externos contratados pelas sociedades arrendadoras e instituições financeiras à práticas de arrendamento mercantil, quando não utilizados na aquisição de bens de arrendamento. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985)

Quadro 1 - Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras no BCB (classificação por tipo de depósito)

<b>Setor Privado</b>	<b>Setor Público</b>
Compulsório – Resolução nº 595	Compulsório – Resolução nº 479
Voluntários – Resolução nº 432	Dispositivos Especiais (Petrobrás e Outros depósitos voluntários)
Circular nº 230 (Resolução nº 63)	Banco do Brasil
Arrendamento Mercantil – Resolução nº 351/ Circular nº 600	

Fonte: Adaptado de Ferracioli, Dib e Dias (1985).

A priori, a constituição dos depósitos em moeda estrangeira sob a forma da Resolução nº 432 visava atenuar o impacto monetário derivado do ingresso de divisas

como esforço de esterilização, representando um instrumento não-tradicional. O instituto dessa norma foi realizado em um momento de condições favoráveis tanto no mercado financeiro internacional, pela elevada liquidez e taxas de juros favoráveis, quanto da política econômica pela administração da taxa de câmbio. Entretanto, quando as condições apresentaram sinais de alteração para um quadro menos favorável, os mutuários dos empréstimos externos utilizaram o instrumento da Resolução nº 432 como mecanismo para se desfazerem dos passivos em dólar. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985)

Para Tavares e Assis (1985), esse fenômeno da Resolução nº 432 repercutindo sobre o passivo das Autoridades Monetárias e nas contas do setor público, em teoria, tratava-se de uma proteção para aumentar a captação privada. Mas, na prática, tornou-se um mecanismo de socialização de perdas contra o risco cambial, justamente pelas desvalorizações cambiais que se deram em 1979 e 1983. Nesse sentido, Belluzzo e Almeida (1992) revelam que há um tom de ironia no fato de um instrumento de incentivo privado à captação de recursos externos resultar na elevação do nível de endividamento externo por parte do Estado, isto é, o aumento do estoque da dívida no setor público e a socialização das perdas com aumento do passivo externo por parte do Banco Central.

Conforme é explicado por Ferracioli, Dib e Dias (1985), a tomada de decisões entre depositar ou sacar, pela Resolução nº 432, decorria da expectativa de diferença entre os custos do carregamento do débito externo vis-à-vis aos de empréstimo doméstico. O custo dos débitos externos dependeria da taxa de juros internacional ao qual estivesse atrelada e da expectativa de desvalorização cambial durante o período do empréstimo. Assim, quando os custos dos débitos externos foram maiores em relação aos domésticos, maior a vantagem aos mutuários para o depósito sob a forma da Resolução nº 432. Dessa forma, o pagamento antecipado dos débitos em moeda estrangeira seria expresso na transferência dos custos de desvalorizações e mudanças ascendentes nas taxas de juros internacionais para o Banco Central. Ou seja, o setor público assumia o endividamento externo da economia e todos os impactos desta decisão. Segundo Oliveira (1990), para compensar os encargos representados por esses depósitos, foi transferido ao Tesouro o ônus dos DRME, uma vez que o BCB aumentaria a carteira de Títulos do Tesouro. Assim, este mecanismo, além de seus efeitos desequilibradores sobre as finanças públicas, também se tornava altamente desestabilizador da política monetária, em virtude do controle sobre os

saques e depósitos ficar determinado pelas flutuações da política cambial, das taxas externas de juros e das expectativas dos titulares dos depósitos.

Os anos de 1979 a 1980 marcaram uma mudança significativa nas políticas econômicas adotadas ao longo da década de 1970, devido a eventos ocorridos na economia mundial. Os Estados Unidos enfrentavam desafios tanto internos quanto externos, como um alto déficit público e um crescente saldo negativo na conta corrente do balanço de pagamentos, o que causava instabilidade no crescimento econômico, no emprego e nos preços relativos, além de sua posição de hegemonia econômica e geopolítica ser questionada. (LOZARDO, 1987; PINTO, 2021)

No plano econômico, o presidente do *Federal Reserve*<sup>6</sup>, Paul Volcker, em 1979, adotou uma estratégia conhecida como "diplomacia do dólar forte", aumentando drasticamente as taxas de juros nos EUA. No primeiro trimestre de 1978, a taxa de juros era de 8%, mas até o quarto trimestre de 1979, ela atingiu 15%, chegando a 20% em 1981, conforme pode ser verificado na TAB. 3. Isso levou a um influxo de capital internacional para investimentos nos EUA, financiando assim o déficit público norte-americano. Essa medida levou os EUA a passarem de principais exportadores de capital para se tornarem um dos principais receptores de fluxos de capital. (LOZARDO, 1987; PINTO, 2021)

De um lado, essa política não impactava a estrutura do déficit público nem a inflação nos Estados Unidos. No entanto, por outro lado, o aumento das taxas de juros começou a sufocar a capacidade dos países devedores e subdesenvolvidos de pagarem os serviços da dívida externa. Isso os obrigou a adotar medidas econômicas ortodoxas, como redução nos gastos e investimentos públicos, desvalorização cambial, restrição salarial e políticas monetárias e fiscais contracionistas. Além disso, o aumento das taxas de juros internacionais provocou uma rápida escalada da inflação e uma queda no crescimento econômico global. (LOZARDO, 1987)

O massivo movimento de descarregamento do endividamento externo para o Banco Central começou com a maxidesvalorização de 30% do cruzeiro em dezembro de 1979, principalmente com as empresas privadas, ao trocar passivos em dólar por passivos em cruzeiros. Após a segunda maxidesvalorização de 30% ocorrida em fevereiro de 1983, conforme aponta Ferracioli, Dib e Dias (1985, p. 80), "as expectativas de uma continuidade na elevação dos custos dos empréstimos

---

<sup>6</sup> Banco Central dos Estados Unidos da América.

expressos em moeda estrangeira conduziu à nova elevação do volume desses depósitos no Banco Central”.

Tabela 4 - Desequilíbrio das contas cambiais do BCB

Contas	1978		1979		1980		1981		1982		1983		1984	
	Cr\$ 10 <sup>9</sup>	US\$ 10 <sup>6</sup>												
<b>Ativo Financeiro Externo</b>	212	10,1	368	8,6	439	6,7	952	7,4	1.090	4,3	4.750	4,8	38.039	11,9
<b>Passivo Financeiro Externo</b>	50	2,4	128	3,0	429	6,5	852	6,7	1.664	6,6	11.518	11,7	55.834	17,5
<b>Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira</b>	146	7,0	352	8,3	605	9,2	1.572	12,3	2.446	9,7	11.447	11,6	35.639	11,2
<b>Operações mercado aberto – Títulos públicos federais (Ativo)</b>	45	2,1	123	2,9	232	3,5	812	6,3	2.398	9,5	13.602	13,8	29.430	9,2

Fonte: Retirado de Ferracioli, Dib e Dias (1985).

A partir dos dados dos balanços na TAB. 4, podem ser visualizados os impactos sobre a estrutura patrimonial do Banco Central desta “estatização” da dívida externa. Destaca-se, segundo as relações entre contas patrimoniais do balanço, três observações. A primeira refere-se à relação do Ativo Financeiro Externo (contravalores em cruzeiros de reservas internacionais) com o Passivo Financeiro Externo (obrigações do BCB em moeda estrangeira), cujo saldo indica a liquidez cambial da Autoridade Monetária. Como pode ser observado, com o decorrer do tempo, a posição de liquidez de 1978 move-se para uma posição de devedora em 1982. Isto se associa ao desempenho do balanço de pagamentos, onde o BCB contrata capitais compensatórios para fechamento de conta. A segunda, quando considera os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, a relação entre contas ativas e passivas denominadas em moeda estrangeira demonstram o impacto do processo de estatização da dívida externa sob a forma da Resolução nº 432 sobre a estrutura patrimonial do BCB que, de certa forma indica, a vulnerabilidade pelo desequilíbrio das contas denominadas em moeda estrangeira.

As necessidades do BCB de repassar os encargos das obrigações cambiais, sem uma alternativa viável para tal, conduzem o ajustamento como responsabilidade do Tesouro Nacional. Por fim, ao utilizar a Lei Complementar nº 12<sup>7</sup>, houve um crescimento da dívida mobiliária interna federal na carteira do Banco Central, de tal modo que, considera-se uma operação de *hedge* do passivo cambial, propiciando um melhor equilíbrio patrimonial, porém, insuficiente. Como consequência, como mostrado na TAB. 5 abaixo, sob a conta de Recursos Próprios, os prejuízos da dívida

<sup>7</sup> A Lei Complementar nº 12/1971 estabelecia que o Banco Central poderia emitir títulos da dívida pública sem repassar os recursos para o Tesouro Nacional.

externa do Banco Central são cobertos com débitos do Tesouro Nacional, ou seja, transferências de recursos fiscais. (FERRACIOLI; DIB; DIAS, 1985)

Tabela 5 - Recursos próprios do BCB (em Cr\$ bilhões correntes)

Ano	Patrimônio e Reservas	Contas de Resultado		Recursos Próprios
		Passivo	Ativo	
1978	66	8	2	72
1979	88	-18	3	67
1980	100	-39	133	-591
1981	207	1	799	-591
1982	865	1	2.213	-1.347
1983	7.430	-3	12.347	-4.920
1984	31.183	-2	47.468	-16.287

Fonte: Retirado de Munhoz (1988)

### 1.3 Os impactos da estatização da dívida externa brasileira

De acordo com Lozardo (1987), o crescimento do déficit público nesse período foi fortemente influenciado pela expansão da dívida externa. Com isso, a própria estrutura do déficit se alterou profundamente, à medida que a estrutura da dívida externa também se modificava. Inicialmente, devido ao encarecimento do custo do financiamento dos projetos internos causado pela elevação das taxas de juros internacionais e pelos dois choques do petróleo, a natureza do déficit público se caracterizava como de demanda, uma vez que faltavam recursos internos necessários para complementar a demanda por investimentos. Em um estágio posterior, a situação exigia o financiamento do déficit público por meio de recursos internacionais, enquanto a demanda por recursos destinados a investimentos diminuía devido ao aumento das taxas de juros internacionais. Nesse contexto, a natureza do déficit público pode ser descrita como sendo de caráter financeiro.

Segundo Biasoto Jr (1988), tanto o passivo (externo e os Depósitos Registrado em Moeda Estrangeira) do Banco Central quanto o aumento do endividamento externo por parte do setor público (empresas estatais, estados, municípios e outras entidades públicas), somados ao esgotamento das fontes externas de financiamento, em particular, após a crise mexicana com a moratória de 1982, tiveram ligação com a

expansão da dívida mobiliária federal para financiar o déficit público<sup>8</sup>, este pelos elevados encargos financeiros do impacto da dívida externa. Quando da falta de acesso aos recursos externos, fontes internas financiaram o desequilíbrio financeiro do setor público. Em grande proporção, o Banco Central angariou recursos necessários através da emissão de moeda ou da colocação de títulos.

A obrigação de cumprir os pagamentos da dívida externa começou a afetar a dívida interna, resultando em uma crescente pressão sobre os orçamentos públicos devido ao aumento dos juros internos. Entre 1979 e 1984, o crescimento da dívida interna esteve diretamente relacionado à necessidade de quitar os serviços da dívida externa, chegando a representar cerca de 4% do PIB. Entre 1979 e 1985, houve um significativo aumento na proporção das Letras do Tesouro Nacional (LTNs), que são títulos de curto prazo emitidos pelo governo federal, em relação ao PIB. Esse índice passou de 0,6% para 3,7%. Além disso, os juros da dívida pública federal também experimentaram um aumento considerável nesse período. Em 1979, eles representavam 0,2% do PIB, mas em 1986, esse valor atingiu 4,3% do PIB. Nesse sentido, Lozardo (1987, p. 35) afirma que:

O impacto maior dos serviços da dívida externa está no mercado de crédito interno. Como o governo não dispõe de reservas suficientes para cobrir os serviços da dívida externa, ele compra divisas do setor exportador privado. Para que isso seja possível, o governo, através do Banco Central, vende títulos da dívida pública para o mercado financeiro a fim de obter os recursos monetários suficientes para adquirir as divisas necessárias para o pagamento dos serviços da dívida externa. Esse mecanismo pressiona as taxas de juros para cima, onerando, ainda mais, o custo da dívida interna. Com isso, o componente financeiro do déficit público passou a impossibilitar a implantação de uma política de estabilidade econômica com recuperação da poupança pública e do aumento da formação de capital.

Na primeira metade dos anos 1980, o déficit público exigiu sacrifícios a todos os setores da economia brasileira, afetados pela execução de uma ação governamental que aumentou os impostos e tarifas, realizou cortes de gastos e subsídios, e pelo encarecimento e retração da oferta de crédito oriundos de instituições financeiras públicas. Para entender o impacto sobre as contas públicas, deve-se lembrar que as contas do orçamento monetário, criado pelo Banco Central, tinha a função de suprir

---

<sup>8</sup> Outras fontes que pesaram no déficit público na época foram os depósitos no Banco Central de projetos de renegociação da dívida externa e a cobertura da inadimplência das entidades públicas pelos avisos GB-588, MF-30 e MF-09.

as necessidades de moeda e crédito (política monetária), além de incluir também despesas fiscais, antes da reforma iniciada em 1985 para organização das contas públicas referentes aos orçamentos monetário e fiscal. (LUNDBERG, 1985)

Assim, o descaminho dos recursos do orçamento monetário foi causado, em grande medida, pela socialização de uma parte da dívida externa através dos depósitos em moeda estrangeira sob a forma da Resolução nº 432 e da Circular nº 230 e pelas ORTN Cambiais<sup>9</sup>. Dessa forma, as funções do BCB ficaram dependentes do suporte do orçamento fiscal. Além disso, o Banco Central reduziu os prejuízos com o aumento da carteira própria de títulos públicos federais, isto é, transferindo o ônus das obrigações externas (depreciação cambial e elevação dos juros como despesas financeiras) para o Tesouro Nacional. (LUNDBERG, 1985)

Os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME) revelaram seu potencial desequilibrador das finanças internas durante a maxidesvalorização de 30% promovida pelo Governo em dezembro de 1979 e a reversão do cenário internacional a partir do choque dos juros. Nesses termos, o setor privado aproveitou essa oportunidade para transferir rapidamente para o BCB, de acordo com as diretrizes estabelecidas pela Circular nº 230 e pela Resolução nº 432, uma parte significativa da dívida externa, aprofundando o processo de estatização da dívida externa e socializando o ônus da crise cambial. A proporção dos depósitos registrados em moeda estrangeira em relação ao PIB aumentou ao longo dos anos, alcançando 3,8% em 1978, 5,4% em 1979, 5,7% em 1981 e atingindo 8,9% em 1983. (OLIVEIRA, 1990)

#### **1.4 Considerações finais**

Conforme foi visto durante o capítulo, embora a recessão econômica àquele tempo, os resultados de empresas do setor privado foram positivos, com baixos índices de falências e bons lucros. Como o governo possibilitou a transferência dos compromissos e encargos financeiros das maxidesvalorizações cambiais e das altas dos juros internacionais, as empresas do setor privado foram os grandes vencedores ao lado dos intermediários financeiros, por realizarem ajustes patrimoniais, em meio à crise que atravessara a economia brasileira, inclusive beneficiados pelos elevados

---

<sup>9</sup> Foi um título chamado Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional, negociado em mercado aberto, cuja remuneração estava atrelada a correção monetária ou a correção cambial, a depender da opção na cláusula contratual.

ganhos no mercado financeiro. (LUNDBERG, 1985) Nesse sentido, Cruz (1995, p. 132) afirma que “a estatização da dívida externa constituiu um poderoso instrumento do ônus da crise, de comprometimento dos fundos públicos da preservação do capital bancário internacional e de frações privilegiadas do capital privado em operação no país”.

Em resumo, a estatização da dívida externa e a transferência de recursos ao exterior executadas pelo setor público, este endividado em moeda estrangeira, implicaram em uma restrição do orçamento público, produzindo impactos significativos na economia do país. A utilização do mecanismo de transferência de poupança interna para pagar os serviços da dívida externa teve um efeito duplamente restritivo no crescimento da poupança interna e no aumento da formação de capital do país. Assim, ocorreu a desarticulação do papel do Estado como importante instrumento na geração de recursos para a acumulação de capital (poupança estatal), como também das funções desempenhadas no período desenvolvimentista, marcando o fim do período de crescimento econômico que se iniciara na década de 1930, e que só seria retomado, em proporções menores, durante os governos da Era Lula.

A assimetria nas relações entre os setores público e privado, através da dívida interna, assegurou ao setor exportador a valorização financeira dos lucros, tendo papel crucial a oferta de mecanismos de proteção cambial para ajuste patrimonial e financeiro. Enquanto as empresas privadas se beneficiaram da transferência dos encargos financeiros, o setor público enfrentou dificuldades crescentes, resultando em uma crise fiscal e financeira. O objetivo do Estado ao ofertar mecanismos que levaram à estatização da dívida externa era lidar com a escassez de recursos, porém isso acabou socializando as perdas e afetando as finanças públicas. Essa situação resultou na implementação de medidas de austeridade e teve consequências duradouras para a economia brasileira.

## 2 AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL COMO POLÍTICA CAMBIAL E OS CUSTOS FISCAIS, 2013-2015

O objetivo deste capítulo consiste em analisar como o Banco Central do Brasil (BCB), entre 2013 e 2015, forneceu proteção cambial ao capital privado por meio de intervenções cambiais de mercado, especificamente os contratos de *swaps* cambiais. Dessa forma, foi oferecido um instrumento que visava evitar a desestabilização econômica e garantir a preservação da riqueza do capital privado, reforçando o papel do Estado como “avalista final” da economia do país, assim, assumindo os riscos econômicos e financeiros associados. Em outras palavras, ao assumir os riscos cambiais, o Estado socializou as perdas decorrentes desses contratos, afetando as finanças públicas e, por consequência, sua função alocativa. Ao longo da história econômica do Brasil, essa função alocativa tem sido demonstrada de grande importância para o desenvolvimento social e econômico do país.

O período abordado neste capítulo se refere à reversão do ciclo de liquidez global a partir do *tapering talk* que apontava a uma mudança da política monetária dos EUA. Em 22 de maio de 2013, Ben Bernanke, presidente do *FED* à época, mencionou em um discurso a possibilidade de, ao fim daquele ano, reduzir os estímulos monetários provenientes da política de *quantitative easing* (flexibilização quantitativa) – uma política implementada para combater a crise de 2008 e interromper a desvalorização dos ativos financeiros<sup>10</sup>. Esse discurso gerou volatilidade em várias categorias de ativos em todo o mundo e resultou na diminuição dos fluxos de capital para os países emergentes. Além disso, após um longo período de valorização, os preços das *commodities* entrariam em uma fase de queda contínua, marcando o fim do *boom* do ciclo das *commodities* – quadro que tende a pressionar a cotação da moeda estrangeira no Brasil. Como resposta a essa situação, o BCB iniciou um programa de intervenções cambiais diárias em agosto de 2013, principalmente por meio da oferta de *swaps* cambiais tradicionais. Esse programa foi encerrado em março de 2015, após a estabilização da liquidez nos mercados cambiais, permanecendo posteriormente com a prática de intervenções discricionárias. (MACALÓS, 2018)

Durante momentos de crise e quando houve uma diminuição na disponibilidade de recursos financeiros, a política cambial desempenhou um papel fundamental na

---

<sup>10</sup> Durante a conferência de imprensa realizada em 19 de junho, o presidente do *FED* expressou uma perspectiva positiva em relação às condições econômicas e reiterou a possibilidade de redução das compras de ativos no final de 2013.

manutenção da estabilidade econômica, fornecendo uma forma de proteção contra flutuações cambiais e garantindo a disponibilidade de recursos nos mercados. Os leilões de *swaps* cambiais tradicionais foram o principal mecanismo utilizado para oferecer essa proteção contra variações nas taxas de câmbio, durante o período analisado.

No entanto, é importante destacar que as intervenções cambiais acarretam custos fiscais significativos para o Estado, uma vez que podem gerar resultados financeiros negativos. Esses custos estão associados à necessidade de compensar eventuais perdas decorrentes da volatilidade do mercado cambial. Portanto, embora as intervenções cambiais sejam uma ferramenta importante para assegurar a estabilidade econômica, é crucial avaliar os custos fiscais associados a essas ações.

O capítulo está estruturado em quatro partes, além desta introdução. A primeira seção aborda a conjuntura econômica brasileira e sua relação no contexto do ciclo de liquidez internacional. Na segunda seção é abordado o uso de *swaps* cambiais pelo Banco Central do Brasil como parte da política cambial do país. A terceira seção apresenta os custos e impactos financeiros das operações de *swap* cambial. Por fim, será reservada uma seção para as considerações finais.

## **2.1 A conjuntura econômica brasileira e a influência do ciclo de liquidez internacional**

A conjuntura econômica brasileira a partir de 2013 foi marcada por um contexto de mudanças no cenário macroeconômico internacional, especialmente relacionadas ao ciclo de liquidez internacional e às políticas não convencionais do *FED*. Durante esse período, o *FED* apontou para o fim gradual das medidas de estímulo monetário adotadas em resposta à crise financeira de 2008, conhecidas como *quantitative easing*.

Essa sinalização de redução dos estímulos monetários, também chamada de *tapering*, trouxe impactos significativos para as economias emergentes, incluindo o Brasil. A medida gerou expectativas de menor disponibilidade de recursos financeiros nos mercados internacionais e de potencial aumento da taxa de juros nos Estados Unidos. Como resultado, ocorreu uma reversão do ciclo global de liquidez, caracterizada por uma redução nos fluxos de capitais direcionados aos países emergentes e retirada de recursos financeiros nesses mercados (fugas de capital).

No que diz respeito à assimetria nos planos monetário e financeiro dos países periféricos, como mencionado por Carneiro e De Conti (2023), o aumento da integração financeira dos países periféricos resulta em uma maior transmissão de volatilidade externa e em uma maior dependência do ciclo global de liquidez. Nesses termos, a partir de ativos com maiores retornos e flexibilidade de abandono existentes nos mercados emergentes, os fluxos de capitais direcionados aos países periféricos são caracterizados por uma maior volatilidade. Conforme apontado em Biancarelli (2007), os ciclos globais de liquidez, por meio da movimentação de capital em um sistema financeiro global integrado, exercem influência significativa nas políticas econômicas dos países emergentes, que são mais afetados por esses movimentos. Isso ocorre devido à forte aderência entre os ciclos dos fluxos de capital e o movimento de flutuação da taxa de câmbio nominal.

De acordo com Biancarelli (2019), com a renegociação da dívida externa brasileira através do Plano Brady em 1994, houve um ingresso considerável de recursos na economia brasileira, sendo que os principais fluxos destes recursos externos foram provenientes de investimentos diretos e investimentos em carteira, tanto em títulos quanto em ações, por parte de não residentes. O autor destaca que os investimentos em carteira tiveram um impacto negativo durante a retração financeira entre 1998 e 2002, causando dificuldades significativas. No entanto, eles impulsionaram a recuperação nos anos seguintes, atingindo níveis recordes em 2006 e 2007, mas afetados pela crise de 2008. Posteriormente, houve uma elevação novamente em 2010, seguida por uma nova redução. Logo, esses padrões evidenciam a natureza volátil desses fluxos.

A partir de 2003, nos países de economia emergente houve uma nova fase do ciclo de liquidez internacional, o que resultou em uma entrada de capitais pela conta financeira do balanço de pagamentos. Diante dessa conjuntura, o governo brasileiro adotou medidas que consistiram, por um lado, na compra de divisas para amortização da dívida externa do Tesouro e, por outro lado, no aumento e reposição das reservas cambiais<sup>11</sup> do BCB. Essas reservas saltaram de US\$ 50 bilhões em 2004 para mais

---

<sup>11</sup> Apesar dos benefícios proporcionados das reservas internacionais, como capacidade de enfrentar choques externo, atuar na estabilização cambial, assegurar o pagamento de obrigações internacionais e fornecer confiança aos agentes econômicos, elas possuem custos de carregamento associados à sua manutenção. Os principais custos são: custo de oportunidade, custo de financiamento, risco de desvalorização cambial e custos de gestão. (PELLEGRINI, 2017) Grosso modo, o custo para manter as reservas pode ser calculado pela diferença entre as despesas relativas a uma fração das operações

de US\$ 370 bilhões no fim de 2012, fornecendo aos agentes econômicos proteção contra exposição aos choques externos. O objetivo dessas medidas era evitar crises e garantir uma resiliência diante de possíveis interrupções nos fluxos de entrada ou saída de capitais estrangeiros no país. (FAHRI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018)

O BCB adotou políticas cambiais de mercado pela influência do ciclo de liquidez internacional, em particular como reação aos estímulos externos. Embora o regime cambial do país seja flutuante<sup>12</sup>, a autoridade monetária brasileira acumulou reservas internacionais durante os períodos de bonança internacional, entre 2003 e 2007, e de inundação (*sudden floods*) de capital através das políticas monetárias não convencionais dos países centrais em resposta à Crise Financeira Global (CFG) de 2008, entre 2009 e 2013. O objetivo do BCB era enxugar o excesso de liquidez em moeda estrangeira e compor um colchão precaucional de reservas. (MACALÓS, 2018)

De acordo com Macalós (2018), entre 2003 e 2016, o BCB utilizou cinco instrumentos para intervir nos mercados de câmbio brasileiros<sup>13</sup>: intervenções no mercado à vista; leilões a termo; linhas com recompra; empréstimos em moeda estrangeira; e *swaps* cambiais. Este último instrumento se refere a leilões de contratos derivativos, operações registradas como contratos de balcão na BM&FBovespa<sup>14</sup>, em que o BCB troca o rendimento de um depósito interbancário no Brasil pelo rendimento do cupom cambial (taxa de juros em dólar *onshore*) somada à variação da taxa de câmbio real/dólar. Essa operação tem como objetivo transferir o risco cambial para o BCB, o que é benéfico para aqueles que possuem obrigações em dólar. Os *swaps* cambiais são liquidados em reais, portanto, sem criar compromisso futuro em dólar.

---

compromissadas e as receitas resultantes da aplicação dos dólares das reservas em ativos estrangeiros. (SALTO et al., 2015)

<sup>12</sup> O câmbio flutuante foi adotado em janeiro de 1999 pelo Banco Central do Brasil, por meio do Comunicado nº 6.565. Segundo Luporini e Souza (2016), apesar de países emergentes declarem adotar uma política de flutuação cambial pura, na prática eles demonstram preocupação em evitar a flutuação.

<sup>13</sup> O autor divide em quatro subperíodos relacionados com as fases dos ciclos de liquidez internacional: bonança internacional (2003-2008); crise financeira global (2008-2009); inundações de capital no pós-crise (2009-2013); e a reversão do ciclo (2013-2016).

<sup>14</sup> Em 2017, a BM&FBovespa realizou uma integração com a CETIP sendo renomeada como B3.

## 2.2 As operações de *swap* cambial como instrumento de política cambial

Existem dois tipos de *swaps* cambiais, os tradicionais e os reversos, nos quais o Banco Central pode operar. Os tradicionais são os que o Banco Central assume a ponta ativa em real (portanto, passiva na variação do dólar), e ativa na taxa de depósito interbancário, oferecendo *hedge* aos compradores. Em caso de depreciação do real, quando o Banco Central estiver em posições abertas, pode ocorrer perdas financeiras. Já os *swaps* cambiais reversos, como o próprio nome diz, são o inverso, o Banco Central assume a ponta passiva em real (ativa em dólar) e passiva em depósito interbancário. Se o real apreciar quando o Banco Central possuir posições abertas nestes contratos, pode ocorrer perdas financeiras. Nesse sentido, grosso modo, é ofertado o *swap* cambial tradicional visando conter a alta do dólar, enquanto a oferta de *swap* cambial reverso é utilizada para se atenuar ou evitar uma queda no dólar. (FAHRI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018)

As operações de *swap* cambial envolvem a troca do risco e do retorno de um determinado valor (valor nominal<sup>15</sup>) durante um período especificado no contrato, geralmente alguns meses. Nas operações realizadas no período pelo BCB, de *swap* cambial tradicional, foi assumido o compromisso de pagar a desvalorização cambial do período acordado, além do cupom cambial, enquanto o mercado se comprometeu a pagar a taxa Selic<sup>16</sup>. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial fosse maior que a taxa Selic no período, o BCB efetuava o pagamento da diferença ao mercado. Por outro lado, se essa soma fosse menor do que a taxa Selic, o mercado pagava ao Banco Central a diferença. (PELLEGRINI, 2017)

As intervenções cambiais de mercado realizadas entre 2013 e 2016, objeto de análise deste trabalho, tinham o propósito de tentar reduzir a volatilidade dos mercados cambiais. Assim, reagindo ao período de reversão no ciclo de liquidez, proveu liquidez nos mercados e ofertou proteção contra a variação cambial, sendo os leilões de *swap* cambiais tradicionais o mais notável instrumento de *hedge* cambial ofertado. Cabe ressaltar a subordinação da política cambial brasileira perante o controle de nível de preços da economia brasileira, o principal objetivo do Banco

---

<sup>15</sup> É uma medida usada para cálculos financeiros e para determinar a exposição das partes envolvidas aos riscos e volatilidades do mercado.

<sup>16</sup> Taxa básica de juros da economia brasileira.

Central – um papel importante na política anti-inflacionária. (FAHRI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018)

Em trabalho sobre a motivação das intervenções em política cambial, Luporini e Souza (2016) demonstram que os desalinhamentos cambiais afetaram sistematicamente as intervenções, não apenas motivadas pela intenção de reduzir a volatilidade excessiva. Ademais, o estudo apontou que as intervenções do BCB se apresentaram de forma assimétrica, a favor de realizar ações para reduzir os desalinhamentos cambiais em decorrência de uma depreciação da moeda brasileira. Os autores sugerem que a assimetria observada nas intervenções pode estar relacionada ao fato de que, no atual regime monetário, o objetivo principal é atingir a meta de inflação, sem haver uma exigência formal de resultados em termos de competitividade econômica.

No Brasil, o mercado de derivativos é muito líquido e profundo, com um volume elevado de derivativos de câmbio. Segundo Fahri, Prates e Abouchédid (2018), a política cambial brasileira é condicionada pelo quadro institucional e regulatório dos mercados cambiais, destacando-se quatro características em especial:

- i) A assimetria regulatória entre os segmentos à vista e de derivativos no mercado de câmbio. Como apenas os bancos podem ter posições de câmbio no mercado à vista, e no mercado de derivativos de câmbio é permitido que todos os agentes possam deter posições compradas e vendidas<sup>17</sup>, isto acaba sendo um dos principais determinantes da maior liquidez no segmento de derivativos de câmbio, pela diversidade de agentes.
- ii) A internacionalização bancária ocorrida no Brasil durante a década de 1990 que contribuiu também para o crescimento do mercado de derivativos de câmbio.
- iii) A abertura financeira do início dos anos 2000, que permitiu o acesso irrestrito de investidores a todos os segmentos do mercado financeiro doméstico, foi uma mudança regulatória, que somada ao regime de câmbio flutuante, ampliou a demanda por proteção cambial, as oportunidades de especulação e de arbitragem através dos derivativos.

---

<sup>17</sup> No Brasil, o mercado de derivativos de câmbio tem predominância de liquidação em moeda nacional, ou seja, em reais. Neste mercado é utilizado contrato do tipo Non-Deliverable Forward (NDF), contratos em que a entrega física da moeda estrangeira não ocorre.

- iv) A obrigatoriedade do registro de todas as operações de derivativos realizadas no mercado *onshore* (inclusive os mercados de balcão), contribuindo para as respostas de política macroeconômicas.

Em 2005, ao reconhecer que a pressão em prol da apreciação da moeda brasileira passava por operações financeiras que impactavam a taxa de juros a prazos mais longos, o BCB começou a ofertar derivativos de câmbio, os *swaps* cambiais reversos<sup>18</sup>. O funcionamento deste instrumento seria oposto aos *swaps* cambiais tradicionais, sendo equivalente ao de uma compra futura de dólares pagando juros do CDI (Certificados de Depósitos Interbancários). Nesses termos, a partir de então, a autoridade monetária começou a operar de forma contracíclica em resposta às oscilações da taxa de câmbio, através dos derivativos de câmbio. A escolha entre os *swaps* cambiais tradicionais e reversos era determinada a partir das condições da moeda brasileira. Durante períodos de apreciação do real, como entre 2009 e 2011, foram realizados leilões de *swaps* reversos. Em compensação, para momentos de depreciação do real, como será discutido adiante, o BCB implementou programas de leilões diários de *swaps* tradicionais. Diante das características institucionais do mercado de câmbio brasileiro, os *swaps* cambiais são considerados instrumentos que atuam de forma coerente em relação às assimetrias regulatória e de liquidez entre os mercados à vista e derivativos de câmbio brasileiro. (FAHRI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018)

Nesse sentido, pelo fato de os *swaps* impactarem indiretamente o mercado futuro<sup>19</sup>, alterando as condições de arbitragem com o segmento à vista do mercado de câmbio, busca-se resultado neste, um segmento menos líquido, pela atuação no segmento mais líquido, ou seja, pelo mercado futuro. (ROSSI, 2016) Entretanto, a utilização dos *swaps* cambiais foi feita sob uma postura reativa ou passiva por parte do Banco Central, uma vez que a autoridade monetária buscou contrabalancear eventuais movimentos unidirecionais nas posições em dólar no mercado futuro, além de oferecer possibilidades de ganho aos agentes privados, estes contabilizados como prejuízos ao Banco Central. (MACALÓS, 2018)

---

<sup>18</sup> Com a Lei de Responsabilidade Fiscal impedindo que o BCB emitisse dívida mobiliária, em 2002, a autoridade monetária adotou novos instrumentos de política cambial, atuando através de operações de *swap* cambial no mercado de derivativos.

<sup>19</sup> Espaço de formação da taxa de câmbio no Brasil.

Faz-se importante ressaltar que para as intervenções via *swap* cambial tradicional acrescenta-se o impacto negativo sobre a vulnerabilidade externa. O aumento do estoque de *swap* cambial contribui para a manutenção do cupom cambial em nível elevado sobre o custo de captação externa. Nesse caso, ocorre um estímulo aos bancos para empréstimo de curto prazo para realizar operações de arbitragem, e tal fato corroborou para a deterioração do perfil do passivo externo. Ademais, o cupom cambial elevado e as condições de *carry trade*<sup>20</sup> podem exercer pressões altistas sobre a taxa básica de juros, neste caso, vinculando a política monetária com a política cambial. (FAHRI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018)

A partir do fim de agosto de 2013, através do Comunicado nº 24.370, o BCB anunciou que daria início no dia 23 daquele mês ao programa que ficou conhecido como “ração diária”, sendo leilões diários de *swap* cambial tradicional de segunda a quinta-feira. Este programa, com o objetivo de ofertar proteção cambial e liquidez ao mercado de câmbio, consistia na oferta de 500 milhões de dólares por dia e às sextas-feiras leilão de venda de moeda com compromisso de recompra no valor de 1 bilhão de dólares. O objetivo deste programa era “prover “hedge” cambial aos agentes econômicos e liquidez ao mercado de câmbio” (BCB, 2013, p.1)

O programa que estava previsto para durar até 31 de dezembro de 2013 foi prolongado até 30 de junho de 2014, por meio do Comunicado nº 25.003 de 18 de dezembro de 2013, porém, reduzindo a oferta diária de *swaps* cambiais tradicionais para 200 milhões de dólares e os leilões de venda de moeda estrangeira com compromisso de recompra seriam realizados em função das condições de liquidez de mercado de câmbio. Pelo Comunicado nº 26.041 de 24 de junho de 2014, o programa de leilões de *swap* cambial e de venda de dólares com compromisso de recompra foi estendido até 31 de dezembro de 2014. Em 30 de dezembro de 2014, com o Comunicado nº 27.023, o BCB anunciou a extensão do programa pelo menos até 31 de março de 2015, agora ofertando 100 milhões de dólares, de segunda a sexta-feira, de *swap* cambial e permanecendo como antes os leilões de venda de dólares com compromisso de recompra. Por fim, o Comunicado nº 27.523, de 24 de março de 2015, comunicou a não renovação do programa de leilões de *swap* cambial e de venda de dólares com compromisso de recompra, apenas seriam renovados os contratos de

---

<sup>20</sup> Rossi (2016, p.48) define *carry trade* como “uma estratégia financeira que busca usufruir o diferencial de juros entre duas moedas”. Como esta estratégia depende do comportamento da taxa de câmbio entre duas moedas, é considerada uma operação especulativa.

*swap* com vencimento a partir de 01 de maio, dessa forma, colocando fim a chamada “ração diária”.

Segundo Nicácio e Rossi (2020), durante 2011 a 2013, momento de valorização cambial, a autoridade monetária brasileira possuiu uma capacidade maior de política cambial através de medidas macroprudenciais adotadas. Entretanto, estas medidas regulatórias, estrutura estabelecida para reduzir os impactos da valorização da moeda, foram gradualmente deixadas de lado a partir do segundo semestre de 2012. Nesse sentido, houve uma mudança de direção regulatória, de controle e regulação para abertura e liberalização.

Após o anúncio do *Tapering* pelo *FED* e a consequente incerteza em relação à fuga de capitais nos mercados emergentes, houve um aumento na demanda por operações de *swap* cambial devido à maior incerteza sobre a taxa de câmbio e a possibilidade de desvalorização da moeda a partir de meados de 2013. Conforme aponta Macalós (2018), os principais agentes a adquirir proteção cambial no mercado via *swap* cambial foram os bancos e os investidores não residentes.

Como pode ser visto na TAB. 6 abaixo, o valor nocional dos contratos também registrou um aumento significativo, passando de R\$ 4,2 bilhões no fim de 2012 para R\$ 175,4 bilhões em 2013, R\$ 285 bilhões em 2014 e R\$ 426,8 bilhões em 2015, dada a conversão dos valores em dólar para real. Ou seja, esses números indicam que o BCB assumiu o compromisso de pagar a diferença entre a taxa Selic e a variação cambial, juntamente com o cupom cambial, sobre um valor total de R\$ 426,8 bilhões.

Tabela 6 – *Swap* Cambial, em bilhões de reais (% do PIB)

Ano	Valor nocional	Resultado BCB
2012	-4,2 (0,1)	1,1 (0,0)
2013	-175,4 (3,3)	-2,4 (0,0)
2014	-285,0 (4,9)	-10,7 (0,2)
2015	-426,8 (7,1)	-102,6 (1,7)
2016	-85,5 (1,4)	83,8 (1,3)

Fonte: Adaptado de Macalós (2018)

### 2.3 Os impactos e custos das operações de *swap* cambial

No período de 2013 a 2014, como pode ser analisada na TAB. 7, a diferença entre a desvalorização da moeda e a taxa Selic não foi significativa. Logo, como resultado, as perdas do BCB também não foram consideráveis, totalizando R\$ 2,4 bilhões e R\$ 10,7 bilhões, respectivamente. No entanto, em 2015, as perdas nestas operações atingiram R\$ 102,6 bilhões, devido ao aumento do valor nocional e acentuada desvalorização da moeda nesse ano. Em contrapartida, em 2016, houve uma reversão parcial da desvalorização cambial do ano anterior. Consequentemente, o BCB registrou ganhos de R\$ 83,8 bilhões em 2016, que poderiam ter sido maiores se os contratos que estavam vencendo tivessem sido integralmente renovados. O valor nocional encerrou o ano de 2016 em R\$ 85,5 bilhões, e, no período entre 2013 e 2016, o prejuízo acumulado do BCB com as operações de *swap* cambial somou aproximadamente 31,9 bilhões de reais. Salienta-se que o custo destes compromissos foi liquidado em reais dado caráter Non-Deliverable Forward (não ocorre a entrega física da moeda estrangeira) do *swap* cambial.

Tabela 7 – Indicadores macroeconômicos, 2013-2016

Ano	Meta de inflação (limites sup./ inf.)	IPCA efetivo	Selic <sup>1</sup>	Diferencial de juros <sup>2</sup>	Varição anual da taxa de câmbio BRL/USD	Saldo em transações correntes (% PIB)
2013	4,5 (2,5 / 6,5)	5,9	8,2	6,4	14,6	-3,03
2014	4,5 (2,5 / 6,5)	6,4	10,8	9,0	13,4	-4,24
2015	4,5 (2,5 / 6,5)	10,6	13,4	10,0	47,0	-3,30
2016	4,5 (2,5 / 6,5)	6,3	14,0	10,2	-16,5	-1,31

1/Média dos valores diários. Percentual ao ano.

2/Taxa Selic menos *libor* adicionada ao CDS (*proxy* do prêmio de risco). Média dos valores diários. Percentual ao ano.

Fonte: Macalós (2018)

Quando o BCB paga os compromissos financeiros oriundos das operações de *swap* cambial há um impacto direto com a dívida bruta do governo. Isso significa que

existe uma relação entre o aumento das operações compromissadas<sup>21</sup> e a política cambial, portanto, afetando a gestão da dívida pública e as operações de política monetária, já que com o prejuízo destas operações de *swap* cambial o Tesouro capitaliza a autoridade monetária com títulos.<sup>22</sup> (MACALÓS, 2018)

A gestão de políticas monetária e fiscal é afetada pelo uso dos *swaps* cambiais, além disso, deve ser considerada que as reservas cambiais são balizadoras de confiança para as operações de *swap* cambial. Nesse sentido, durante o período de aquisição de reservas, esta foi realizada através de emissão monetária pelo BCB, como contrapartida se tem o aumento equivalente da dívida pública com títulos do Tesouro Nacional como medida de gestão de liquidez (esterilização). Isto é, houve um aumento do volume de operações compromissadas pelos instrumentos de política cambial, e conseqüentemente ocasionando um impacto na gestão da dívida pública resultado de um aumento da dívida bruta do governo federal. (FAHRI; PRATES; ABOUCHEDID, 2018)

Nesse sentido, Salto et al. (2015) ressaltam dois movimentos da gestão da dívida pública neste período. O primeiro em relação à própria ascensão das operações compromissadas<sup>23</sup>, algo singular quando comparada aos demais países, indicando um problema na gestão da dívida e na gestão da liquidez da economia. O outro movimento seria do crescimento das posições dos investidores estrangeiros entre meados de 2013 a 2015. Os autores apontam para a disponibilidade de operações estruturadas de ganho garantido. A estratégia para lucrar com o cupom cambial consistia em aplicar em renda fixa, realizar a venda de dólar no mercado à vista e adquirir posições compradas em dólares em *swaps* cambiais. Isto sugere um enfraquecimento do argumento de que as operações de *swap* cambial visavam proteger as posições de passivos e ativos em moeda estrangeira de agentes econômicos, minimizando o risco ao passo que incentivaria o investimento, a produção e a exportação.

Em relação aos custos envolvidos dos *swaps* cambiais, estes geraram desembolso efetivo e diário pelo BCB acarretando uma perda financeira. Neste caso,

---

<sup>21</sup> Dívida feita pelo BCB para controlar a quantidade de dinheiro em circulação na economia.

<sup>22</sup> O resultado contábil das operações cambiais deve considerar o resultado líquido das reservas internacionais e o resultado das operações de *swap* cambial. Nesse caso, em momentos de depreciação da moeda brasileira, os prejuízos do BCB por meio do *swap* cambial tradicional seriam compensados pelo ganho de capital na valorização do estoque de reservas.

<sup>23</sup> Em 2015, as operações compromissadas e as dívidas vincendas em 12 meses, ou seja, dívidas de curto prazo, representavam 40% de participação na dívida total do governo federal.

não seria apenas uma operação contábil, ou seja, a cobertura ou não na equalização cambial. Ademais, a valorização das reservas internacionais por meio da desvalorização cambial se transforma em recursos fiscais, transferidos ao caixa único do Tesouro Nacional, entretanto, embora elas não sejam vendidas se transformam em ganho nunca realizado. Ainda sobre a equalização cambial, esta condição também se torna indubitável quando os resultados do BCB são negativos não implicando em redução de caixa na conta única do Tesouro, mas, sim, por meio de títulos. Sendo assim, os custos do *swap* cambial são fiscais, isto é, despesas públicas, e da mesma forma comprometem o orçamento público assim como os custos provenientes de outros gastos, como, por exemplo, de Ministérios de governo. (SALTO et al., 2015)

O período de queda nos preços de produtos primários indicava o encerramento da alta do ciclo de *commodities*. Conforme previsto, este cenário contribuiu para um agravamento do déficit nas transações correntes, de tal maneira, implicava as tendências do balanço de pagamentos no ajuste da taxa de câmbio, por razões estruturais<sup>24</sup>. A deterioração das transações correntes fez com que o déficit passasse de -1,57% do PIB, em 2009, para -4,24% do PIB em 2014. (MACALÓS, 2018)

Nesses termos, a fim de adiar um ajuste na taxa de câmbio que estava intrínseco na economia brasileira, as operações de *swaps* cambiais foram utilizadas como instrumento de política cambial para mitigar os efeitos na desvalorização cambial, a inflação de oferta ou “inflação importada”. Ressalta-se que as ações e intenções do governo em controlar o câmbio naquele momento são frequentemente objeto de interpretação e debate, uma vez que se encontrava em um período eleitoral presidencial decisivo. Assim, o BCB empregou recursos fiscais para assegurar que instituições bancárias e empresas não sofressem prejuízos, uma vez expostos à variação cambial, evitando assim possíveis falências e até mesmo riscos sistêmicos.

Entretanto, o trabalho de Salto et al. (2015) questiona o uso dos *swaps* cambiais por um período extenso e diário, certo de que este instrumento é mais eficiente para confrontar movimentos especulativos de curto prazo. Em linha com este argumento, Rossi (2015, p.661, apud MACALÓS, 2018, p.104) afirma que:

---

<sup>24</sup> Rossi (2015) aponta que os movimentos cambiais não são guiados apenas pelos fundamentos para convergência a uma taxa de câmbio de equilíbrio, como o equilíbrio do setor externo, a paridade do poder de compra e os diferenciais de competitividade. O autor argumenta sobre a influência da financeirização das taxas de câmbio no descolamento da trajetória de câmbio em relação aos fundamentos econômicos, caracterizado por três elementos que condicionam estes movimentos: i) hierarquia de moedas no plano internacional; ii) ciclo de liquidez internacional; iii) *carry trade*.

(...) a política de intervenção, que ocorre sem anúncio e de forma errática, perturba as referências dos agentes que estão expostos à variação cambial. Ao atuar desta forma, o Banco Central induz os especuladores a perdas e inibe futuros movimentos especulativos.

Durante o período analisado, uma das principais causas para as substanciais perdas financeiras enfrentadas pelo Banco Central foram as operações de *swap* cambial. Essas operações foram amplamente utilizadas para tentar controlar a cotação do dólar, especialmente em um ano eleitoral, e após as eleições de 2014, o Banco Central adotou uma política cambial mais flexível. Isso significava que a taxa de câmbio passaria a ser determinada pelo mercado, sem intervenções incisivas do Banco Central como *market maker*. Como resultado, o valor do dólar em relação ao real sofreu uma desvalorização considerável, subindo de aproximadamente R\$ 2,60 em dezembro de 2014 para R\$ 3,90 em dezembro do ano seguinte, representando uma queda de quase 50%. Essa desvalorização resultou em lucros expressivos para o mercado, mas também em grandes prejuízos para o Banco Central. As operações de *swaps* cambiais causaram perdas de R\$ 89,7 bilhões, equivalentes a 1,5% do PIB, que foram registrados como despesas financeiras na conta de juros do ano de 2015. Essas informações revelam um cenário preocupante em relação aos indicadores fiscais do Brasil. (Documento Austeridade e Retrocesso, 2016)

Tabela 8 – Fatores condicionantes da dívida bruta (% do PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dívida bruta do governo geral – saldo</b>	56,7	56,0	59,2	51,8	51,3	53,8	51,7	57,2	66,5
<b>Dívida bruta do gov. geral – var. acum. no ano</b>	1,4	-0,7	3,2	-7,4	-0,5	2,5	-2,1	5,5	9,3
<b>Fatores condicionantes</b>	7,6	6,4	7,0	1,0	5,3	7,1	3,1	8,9	11,4
<b>Emissões líquidas</b>	1,6	-1,3	2,2	-4,7	-0,9	1,6	-2,5	3,0	2,3
<b>Juros nominais</b>	6,6	6,5	5,7	5,6	5,8	5,2	5,1	5,5	7,6
<b>Ajuste cambial</b>	-1,0	1,2	-1,2	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	1,6
<b>Demais</b>	0,4	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida</b>	-6,2	-7,1	-3,7	-8,4	-5,8	-4,6	-5,2	-3,4	-2,1

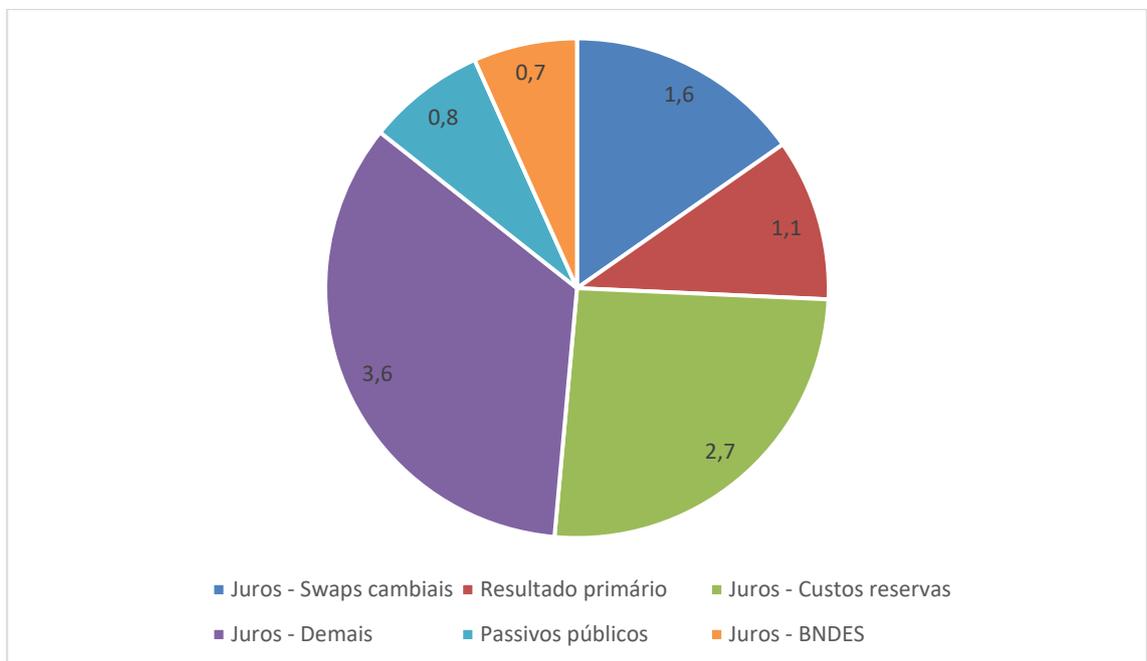
Fonte: Retirado de Dweck e Teixeira (2018).

Nesse sentido, o Brasil enfrentou uma rápida deterioração em alguns dos principais indicadores fiscais, levantando a necessidade de uma análise mais ampla

da gestão macroeconômica. Em 2015, a dívida líquida do país atingiu 36,2% do PIB, enquanto a dívida bruta alcançou 66,5% do PIB. Além disso, o déficit nominal do setor público mais que triplicou, passando de 3,0% para 10,3% do PIB entre 2013 e 2015. A maior parte dessa deterioração foi impulsionada pelo aumento significativo dos gastos com juros, que saltaram de 4,7% para 8,5% do PIB no mesmo período. A estratégia de acumulação simultânea de ativos e passivos, com diferenças de rentabilidade significativas entre eles, contribuiu para o aumento dos gastos com juros. (Documento Austeridade e Retrocesso, 2016)

Em relação a evolução da dívida bruta do governo geral, Dweck e Teixeira (2018) apontam que houve uma influência principalmente pelos pagamentos de juros, incluindo os resultados das operações de *swap* cambial realizadas pelo BCB, impulsionados pelo aumento do valor do dólar em 2015, conforme pode ser visto na TAB. 8. Os custos elevados das operações de *swap* cambial representaram 1,6% do PIB e 14,5% do déficit nominal do setor público em 2015, conforme pode ser visto no GRAF. 3.

Gráfico 3 - Déficit nominal do setor público (% do PIB), 2015



Nota: Inclui estimativas dos custos de oportunidade da manutenção das reservas e dos créditos BNDES, além dos passivos junto a bancos e fundos públicos contraídos em anos anteriores e quitados em 2015.

Fonte: Retirado de Documento Austeridade e Retrocesso (2016)

### 3.4 Considerações finais

Em suma, bilhões de reais foram transferidos para o setor privado, sendo grande parte em operações de arbitragem ou especulação. Conforme Salto et al. (2015), a proteção cambial não foi usada apenas para aqueles que possuíam dívidas em dólares, cerca de 30% do volume dos tomadores de *swaps* cambiais não estavam endividados em dólares. Em outras palavras, durante o período de oferta de proteção cambial via *swap*, mais de 100 bilhões de reais foram destinados a agentes sem passivos em dólares, ou seja, demonstrando um favorecimento a determinados grupos privilegiados.

Por um lado, o Estado brasileiro forneceu proteção cambial, e por meio de operações estruturadas, possibilitou a transferência de recursos fiscais para o capital privado. Por outro, com o aumento da dívida pública para o pagamento das perdas do BCB, houve o aumento de ativo para o setor privado, uma vez que a dívida pública é um passivo do Estado e um ativo do setor privado. Nesse sentido, pode ser afirmado que ocorreu um aumento da riqueza privada de uma fração privilegiada do capital, ao passo que o passivo da dívida pública ficou sob a responsabilidade da sociedade (socialização das perdas) e o papel do Estado como indutor do desenvolvimento socioeconômico foi restringido pelo lado fiscal. Isto é, as operações de *swap* cambial, como instrumento para controlar os riscos dos agentes expostos à variação do câmbio, possuiu um efeito redistributivo inequivocamente concentrador de renda e riqueza.

## CONCLUSÕES

Ao longo deste trabalho, foram analisados dois períodos distintos da história econômica brasileira, o processo de estatização da dívida externa no fim dos anos 1970 e as operações de *swap* cambial entre 2013 e 2015, em que o Estado brasileiro desempenhou a função de avalista e garantidor da economia do país ao assumir o risco cambial.

No primeiro capítulo, foi abordada a estatização da dívida externa brasileira, ocorrida entre o fim da década de 1970 e o início da década de 1980. O processo de estatização da dívida externa brasileira teve duas etapas distintas. Na primeira etapa, o Estado assumiu a responsabilidade pelo financiamento do balanço de pagamentos, tomando novos recursos externos. Isso ocorreu devido à escassez de liquidez no mercado internacional, resultante da desaceleração da economia doméstica e da redução dos investimentos privados em moeda estrangeira. A estatização da dívida externa foi uma estratégia para lidar com a falta de recursos e a queima das reservas cambiais.

Na segunda etapa, além do setor público assumir o protagonismo na obtenção de novos empréstimos, um novo mecanismo de estatização instaurado foi a transferência maciça de dívidas em moeda estrangeira do setor privado para o BCB, por meio de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (Resolução nº 432). Foi permitido que mutuários da dívida externa criassem depósitos voluntários em moeda estrangeira no Banco Central, até o limite total da dívida. O BCB assumiu a responsabilidade pelo pagamento completo da dívida, incluindo juros, amortizações e comissões, funcionando os depósitos como pagamentos antecipados da dívida externa. Dessa forma, o Banco Central assumiu o risco cambial dos débitos externos até o fim do contrato, diante das flutuações cambiais e do aumento das taxas de juros internacionais.

No entanto, esse mecanismo acabou aumentando o endividamento do setor público e socializando as perdas, devido às desvalorizações cambiais ocorridas posteriormente. Além disso, o Banco Central transferiu os ônus das obrigações externas para o Tesouro Nacional, tornando-se dependente do orçamento fiscal e causando uma crise fiscal e financeira na década de 1980. Por outro lado, as empresas do setor privado foram beneficiadas. Elas puderam obter novos empréstimos internos e reduzir seus custos financeiros com o movimento de

descarregamento do endividamento para o BCB, trocando passivos em dólar por passivos pela moeda brasileira da época (cruzeiros). Como consequência, houve restrições no orçamento público e enfraquecimento do papel do Estado na geração de recursos para o processo de acumulação de capital. A assimetria nas relações entre os setores público e privado, através da dívida interna, beneficiou o setor exportador e uma fração do capital privado, permitindo ajustes patrimoniais e financeiros e valorização dos lucros. Nesses termos, a estatização da dívida externa foi um instrumento que comprometeu as contas públicas e beneficiou o capital privado em operação no país.

Em resumo, o processo de estatização da dívida externa brasileira teve impactos significativos na economia do país. Enquanto as empresas privadas se beneficiaram da transferência dos encargos financeiros, o setor público enfrentou dificuldades crescentes, resultando em uma crise fiscal e financeira. A estatização da dívida externa foi uma estratégia adotada pelo Estado para lidar com a escassez de recursos, mas acabou socializando as perdas e comprometendo as contas públicas. Essa dinâmica desencadeou medidas de austeridade e teve consequências duradouras para a economia brasileira.

No segundo capítulo, foram analisados a proteção cambial fornecida ao capital privado por meio das intervenções cambiais de mercado entre os anos de 2013 e 2015, o papel crucial que o BCB exerceu ao utilizar este instrumento de política cambial, e os impactos que estas intervenções tiveram às finanças públicas. Ao longo deste capítulo, tentou se explorar diversos aspectos relacionados a esse tema, permitindo uma compreensão mais abrangente dos efeitos dessas intervenções no cenário econômico brasileiro. Em primeiro lugar, destaca-se a alta volatilidade do fluxo de capital no Brasil ao longo das últimas três décadas. Essa volatilidade gerou a necessidade de adoção de medidas para proteção cambial, visando mitigar os riscos e impactos negativos nas finanças do país quando da possibilidade de mudança das políticas não convencionais dos países centrais. Nesse sentido, foi explorado o funcionamento das operações de *swap* cambial e como o Estado assumiu o risco cambial nesse contexto. Ao oferecer proteção cambial por meio dessas operações, o Estado se expôs a um elemento de incerteza e variação cambial, assumindo responsabilidade pela estabilidade do sistema financeiro e pela proteção dos agentes econômicos, agindo como um "avalista final" da economia do país.

É importante ressaltar que essa intervenção tinha como objetivo principal garantir a estabilidade do mercado e proteger os agentes privados, como bancos e investidores estrangeiros, seus principais tomadores. Contudo, constatou-se que uma parte dos beneficiados não estava exposta ao risco cambial, o que resultou na transferência de recursos, por meio de arbitragem e especulação, para o setor privado sem real necessidade de proteção, apenas acarretando consequências socioeconômicas.

Por fim, foram discutidos os custos fiscais do *swap* cambial e sua relação com o aumento da dívida pública do governo. Esses custos impactaram não apenas a gestão da política monetária, mas também a administração da dívida pública, demandando uma atenção especial por parte das autoridades financeiras para garantir a sustentabilidade fiscal do país.

Em suma, este capítulo revelou que as intervenções cambiais de mercado entre 2013 e 2015, ao oferecerem proteção cambial ao capital privado, tiveram implicações significativas no cenário econômico e financeiro brasileiro, principalmente as finanças públicas e o papel do Estado de indutor de desenvolvimento. Essas intervenções demonstraram a necessidade de um equilíbrio cuidadoso entre a estabilidade do mercado cambial, a proteção aos agentes privados e a sustentabilidade fiscal do Estado. A identificação dos maiores tomadores de proteção cambial, como bancos e investidores estrangeiros, aponta para a concentração de benefícios em uma fração privilegiada do capital privado. A constatação de que parte dos tomadores não estava efetivamente exposta ao risco cambial revela uma transferência significativa de recursos para esses grupos, em detrimento do bem-estar da sociedade como um todo.

Diante das considerações expostas, fica evidente a importância de uma reflexão crítica sobre a proteção cambial fornecida pelo Estado ao capital privado nos períodos estudados. Tanto a estatização do endividamento externo entre 1977 e 1985, quanto as operações de *swap* cambial realizadas entre 2013 e 2016, revelam um padrão de ações estatais que favorecem determinados grupos econômicos em detrimento de outros.

É importante ressaltar a diferença fundamental entre a estatização do endividamento externo e as operações de *swap* cambial em relação ao passivo em diferentes moedas. No período da estatização da dívida externa, ocorrida entre 1977 e 1985, o Brasil se endividou em moeda estrangeira, principalmente em dólares. Esse

passivo em dólares comprometeu a política monetária do país, uma vez que o controle da moeda nacional ficou sujeito às flutuações e demandas do mercado internacional.

Já no período entre 2013 e 2016, durante as operações de *swap* cambial, as transações foram realizadas em moeda brasileira, o real, o que trouxe implicações distintas para a economia. Essa diferença no tipo de passivo e na moeda em que as obrigações foram assumidas ressalta a complexidade e as nuances das políticas de proteção cambial adotadas pelo Estado brasileiro. Enquanto a estatização do endividamento externo gerou uma dependência do país em relação à moeda estrangeira, comprometendo a política monetária e a autonomia econômica, as operações de *swap* cambial apesar do custo fiscal não contribuiu para o país entrar em desequilíbrio, não afetando a disponibilidade de moeda estrangeira do país nem os compromissos externos assumidos pelo setor público, mesmo com o comprometimento das políticas monetária, fiscal e da dívida pública. Nesse mesmo sentido, pode ser comparado o impacto que cada ação gerou sobre as contas públicas. No período da estatização da dívida externa os juros da dívida pública representaram 4,3% do PIB em 1986, enquanto os juros do *swap* cambial corresponderam a 1,6% do PIB em 2015.

A conclusão que pode ser realizada é de que o Estado brasileiro desempenha um papel crucial de garantidor final da economia do país em momentos decisivos. No entanto, durante essas intervenções, ao mesmo tempo em que disponibiliza instrumentos para estabilização da economia, uma fração do capital privado se aproveita destes mecanismos para obter ganhos em detrimento do aumento de custos fiscais, ou seja, socializando os gastos públicos. Isso revela um caráter redistributivo que concentra renda e riqueza. Isto posto, ressalta-se a importância de um monitoramento constante das políticas cambiais e da busca por mecanismos mais eficientes e equitativos de proteção cambial, a fim de evitar a transferência desnecessária de recursos para uma fração privilegiada do capital privado.

## REFERÊNCIAS

**Austeridade e retrocesso - finanças públicas e política fiscal no Brasil.** São Paulo: Fórum, 21; Fundação Friedrich Ebert Stiftung (FES); GT de Macro da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP); e Plataforma Política Social, setembro de 2016.

BCB. **Comunicado nº 24.370.** Brasília, 2013.

BIANCARELLI, André Martins. **Integração, ciclos e finanças domésticas:** o Brasil na globalização financeira. Orientador: Ricardo de Medeiros Carneiro. 2007. 267p. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2007.

\_\_\_\_\_. A velha senhora, em roupas novas: vulnerabilidade externa no Brasil atual. *In:* Chilliato-Leite, Marcos Vinicius. **Alternativas para o desenvolvimento brasileiro:** novos horizontes para a mudança estrutural com igualdade. Brasília: CEPAL, 2019.

BIASOTO JUNIOR, Geraldo Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento no setor público. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 16, n. 3, p. 70-75, 1988.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira. *In:* BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; NOGUEIRA JR., Paulo Nogueira (orgs.). **A luta pela sobrevivência da moeda nacional:** ensaios em homenagem a Dilson Funaro. São Paulo: Paz e Terra, 1992. p. 25-50.

CAMPOS, Fábio Antônio de. Complexo multinacional e “Lei de Remessa de Lucro” (1956-1973). **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Niterói, n. 45, p. 10-35, 2016.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros; DE CONTI, Bruno Martarello. **Globalização financeira e integração periférica:** um reexame. Campinas: Unicamp. IE (Texto para Discussão, n. 447)

CAVALCANTI, Carlos Brandão. **Transferência de recursos reais ao exterior e substituição da dívida externa por dívida interna.** Rio de Janeiro: BNDES, 1988. 95 p.

CERQUEIRA, Ceres Aires. **Dívida externa brasileira.** 2. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

CRUZ, Paulo Davidoff. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. **Revista Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 5, n. 1, p. 121-144, ago.1995.

\_\_\_\_\_. **Dívida externa e política econômica:** a experiência brasileira nos anos setenta. Coleção teses. Campinas, SP: UNICAMP, Instituto de Economia, 1999.

DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo Alves. Os impactos da regra fiscal em um contexto de desaceleração econômica. *In:* CARNEIRO, Ricardo de Medeiros;

BALTAR, Paulo; SARTI, Fernando (orgs.). **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp Digital, 2018. p. 283-325

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães; ABOUCHEDID, Saulo Cabello. Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil. *In: O Brasil Pós-Recessão: Das Origens Da Crise Às Perspectivas e Desafios Futuros, Dossiê V da AKB*, p. 13–23. Associação Keynesiana Brasileira. 2018;

FERRACIOLI, Paulo Sergio; DIB, Maria de Fátima; DIAS, Guilherme Gomes. O passivo dolarizado do Banco Central. **Boletim de Conjuntura Industrial**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 3, p. 69-85, jul. 1985.

FERREIRA, Luciana da Silva. **Uma releitura do processo de endividamento externo e interno nos anos 1970 e 1980**. Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos. 2007. 134 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2007.

LUNDBERG, Eduardo Luis. O orçamento monetário e a socialização dos prejuízos da crise cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 5, n. 1, p. 148-153, jan-mar.1985.

LUPORINI, Viviane; DE SOUZA, Francisco Eduardo Pires de Souza. A política cambial brasileira de facto: 1999-2015. **Estudos Econômicos**. São Paulo, v. 46, n. 4, p. 909-936. out-dez. 2016.

MACALÓS, João Pedro Scalco. **A relação entre as intervenções cambiais de mercado do Banco Central do Brasil e os ciclos globais de liquidez entre 2003 e 2016**. Orientador: Bruno Martarello De Conti. 2018. 180p. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2018.

MOURA, Alkimar Ribeiro. **A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira**. *Revista de Economia Política*, v. 1, n. 1, 1981.

MUNHOZ, Dércio Garcia. Os desequilíbrios externos da economia brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 1, n. 4, p. 35-51, out-dez.1981.

\_\_\_\_\_. **Dívida externa: a crise rediscutida**. São Paulo: Ícone, 1988.

NICÁCIO, Ana Carolina; ROSSI, Pedro. Fases da política cambial no Brasil de 1999 a 2018. **A Economia em Revista**, v. 28, n. 1, p. 1-12, jan-abr. 2020.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. Política fiscal e política monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa. **Revista Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 1, n. 1, p. 51-77 nov. 1990.

PELLEGRINI, Josué Alfredo Pellegrini. **Reservas internacionais do brasil: evolução, nível adequado e custo de carregamento**. Brasília: Senado Federal, Instituição Fiscal Independente. Estudo Especial, n. 1. mar. 2017

PINTO, Eduardo Costa. Nova república (1985-1989): transição democrática, crise da dívida externa, inflação, luta pela apropriação da renda e fim do desenvolvimentismo. *In: ARAUJO, Victor Leonardo de; MATTOS, Fernando Augusto Mansor (orgs.). A*

**economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações.** 1. ed. São Paulo: Hucitec, 2021. p.355-285.

PRATES, Daniela Magalhães. **O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999-2012: especificidades e dilemas.** Brasília: IPEA, 2015.

ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil:** teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. Editora FGV, 2016.

SALTO, Felipe; AFONSO, José Roberto; BIASOTO JR, Geraldo; KÖHLER, Marcos. **As duas dimensões do ajuste fiscal.** Campinas: Unicamp. IE (Texto para Discussão, n. 262)

TAVARES, Maria da Conceição; Assis, José Carlos de. **O Grande salto para o caos: a economia política e a política econômica no regime autoritário.** Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed, 1985.

ZINI JR, Álvaro Antônio. **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta.** Orientador: Ferdinando de Oliveira Figueiredo. 1982. 374 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1982.