

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

ERIC FEDDERSEN

**AS RESERVAS INTERNACIONAIS DAS ECONOMIAS EMERGENTES:
UMA ANÁLISE DE PODER**

Porto Alegre

2015

ERIC FEDDERSEN

**AS RESERVAS INTERNACIONAIS DAS ECONOMIAS EMERGENTES:
UMA ANÁLISE DE PODER**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2014

ERIC FEDDERSEN

**AS RESERVAS INTERNACIONAIS DAS ECONOMIAS EMERGENTES:
UMA ANÁLISE DE PODER**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovada em: Porto Alegre, 17 de junho de 2015.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
UFRGS

Prof. Dr. Eduardo Ernesto Filippi
UFRGS

RESUMO

Este trabalho analisa os impactos da acumulação de reservas cambiais das economias emergentes sobre o seu poder internacional. Para tanto, o estudo explora as possibilidades e limites de se analisar as reservas cambiais como um recurso de poder. Do ponto de vista teórico, conclui-se que as reservas aumentam o poder relacional dos Estados, porém não impactam diretamente em seu poder estrutural. Do ponto de vista empírico, através de um estudo de casos focado no BRICs, nota-se que as reservas internacionais se comportam como um recurso de poder, tanto nas motivações quanto nas consequências de sua acumulação. Contudo, a possibilidade de uso das reservas para exercer coerção sobre outros Estados possui evidências escassas. Ademais, conclui-se que a acumulação de reservas não favorece de forma direta uma ascensão disruptiva ou associada aos polos de poder existentes, o que depende essencialmente das intenções dos países protagonistas desta acumulação.

Palavras-chave: Reservas internacionais. Poder. Economias emergentes. Recursos de poder. Vulnerabilidade externa. Relações monetárias internacionais.

ABSTRACT

This paper analyzes how the emerging economies' accumulation of foreign exchange reserves impacts on their international power. To this end, the study explores the possibilities and limits in analyzing the foreign exchange reserves as a power resource. From a theoretical point of view, the paper concludes that reserves buildup increases the nations' relational power, but do not directly affect their structural power. From an empirical point of view through cases study of the BRIC countries, international reserves behave as a power resource, based on both the motivations and the consequences of its accumulation. However, the possibility of using reserves to coerce other states has limited evidence. Moreover, the reserves buildup does not favor a disruptive or associated power transition, which essentially depends on the intentions of the protagonist countries of this accumulation.

Keywords: Foreign Exchange reserves. Power. Emerging economies. Power resources. External vulnerability. International monetary relations.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 REVISÃO DA LITERATURA: INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS E A ADEQUAÇÃO DAS RESERVAS.....	5
2.1 Liquidez e vulnerabilidade externa.....	8
2.2 Adequação e demanda por reservas	11
3 ARTICULAÇÃO TEÓRICA: RESERVAS CAMBIAIS, VULNERABILIDADE E PODER.....	19
3.1 O neoliberalismo e a interdependência complexa.....	21
3.2 O neomarxismo e a mundialização financeira	24
3.3 A economia política e a teoria do poder monetário internacional	29
4 AS RESERVAS COMO RECURSO DE PODER: UMA ANÁLISE DE CASOS	35
4.1 China	37
4.2 Brasil	47
4.3 Rússia	53
4.4 Índia	60
5 CONCLUSÃO	68
REFERÊNCIAS	72

1 INTRODUÇÃO

A ascensão das “economias emergentes¹” no cenário internacional é um fenômeno complexo e multifacetado. Entre 1998 e 2013, o PIB destas economias cresceu 127%, enquanto que o seu comércio internacional aumentou em 172% (WORLD BANK, 2015). Sua participação em negociações internacionais cresceu em igual medida, através de um maior ativismo em órgãos multilaterais, como o FMI e a OMC. Por sua vez, as suas reservas internacionais, que compreendem todos os ativos em moeda estrangeira e ouro à disposição dos Bancos Centrais, cresceram em 1134%, ou 584% excluindo-se a China.

Esta intensa acumulação de reservas destoa por completo dos padrões vigentes até a década de 1990, levantando questionamentos a respeito de sua origem, motivações e consequências. Por um lado, tais reservas estão na raiz do desempenho relativamente positivo das economias emergentes frente à crise de 2008; por outro, segundo muitos críticos, estas mesmas reservas podem ser uma fonte de instabilidade e prejuízos para a economia internacional.

Os aspectos econômicos deste fenômeno são amplamente debatidos. Este trabalho, por outro lado, busca empregar o instrumental da análise de poder das relações monetárias internacionais, pois entende-se que tal processo está intimamente relacionado a uma busca por maior autonomia internacional pelos emergentes².

Neste sentido, a monografia buscará responder a seguinte questão: “*Qual é o impacto da acumulação de reservas internacionais pelas economias emergentes nas relações de poder interestatais?*”. Esta pergunta pode ser dividida em duas: “*As reservas internacionais apresentam as características de um recurso de poder, e são utilizadas como tal?*”; e “*Este movimento contribui em que sentido e grau para uma eventual transição de poder internacional?*”

¹ Segundo definição e lista do FMI (2015), incluindo 27 países como Argentina, Brasil, China, Índia, Rússia, Chile, Nigéria, Ucrânia, Venezuela, entre outros.

² O presente trabalho, portanto, diverge da maior parte das análises a respeito das reservas cambiais no sentido de tomar por foco considerações de caráter externo na acumulação de reservas, tanto nas motivações quanto consequências deste processo. Contudo, reconhece-se a importância que objetivos de política interna têm na gestão das reservas cambiais. Isto é ainda mais evidente antes da crise financeira de 2008, quando a acumulação precaucional de reservas não era tão evidente quanto hoje, e a simples manutenção de um câmbio apreciado conseguia explicar grande parte das motivações políticas na acumulação de reservas em países como o Brasil.

Um fenômeno assume importância para as Relações Internacionais se ele altera o Sistema Internacional vigente, a polaridade deste sistema, ou as interações interestatais, como os regimes e instituições que as permeiam (GILPIN, 1981). Desta forma, a acumulação de reservas pelas economias emergentes pode vir a se encaixar no segundo nível de mudança, ou seja, na distribuição internacional do poder. Portanto, cabe perguntar se as reservas cambiais podem ser entendidas como um recurso acumulável de defesa e coerção.

A última pergunta explora melhor o tema, buscando entender em que sentido este fenômeno é importante a nível sistêmico. Assim, indaga-se se as reservas impactam o poder internacional dos Estados de forma substancial, e se sua acumulação contribui para uma ascensão “disruptiva”, “reformista” ou “associada” no Sistema Internacional vigente.

A primeira hipótese a ser testada neste trabalho afirma que *a acumulação de reservas internacionais das economias emergentes a partir dos anos 2000 aumentou seu poder e autonomia internacional*. Além disto, pretende-se testar a seguinte hipótese: *A acumulação de reservas pelas principais economias emergentes é um aspecto importante em uma eventual transição de poder internacional, no sentido de uma ascensão não-disruptiva na ordem internacional vigente*. Estas afirmações dirigem-se às principais perguntas do artigo, podendo ser falseadas se comprovado o contrário.

O principal objetivo desta monografia é esclarecer a importância da recente acumulação de reservas cambiais pelas economias emergentes para o estudo das Relações Internacionais. De forma subordinada, este trabalho possui aplicação, por exemplo, na compreensão da relevância de indicadores baseados nas reservas cambiais como uma *proxy* para medir ou comparar o poder internacional dos Estados.

Do ponto de vista teórico, a justificativa deste estudo baseia-se da relativa escassez de trabalhos sobre este tema em particular. Por um lado, análises de cunho econômico estudam a quantidade de reservas que uma economia *deveria* possuir, e não as motivações e consequências do volume de reservas que elas efetivamente possuem. Por outro, a Economia Política Internacional, bem como certas teorias das Relações Internacionais, foca-se nas relações de poder do sistema monetário internacional de forma abrangente, geralmente tangenciando o papel das reservas cambiais.

Do ponto de vista empírico, nota-se que os estudos econômicos de otimização de reservas são altamente prescritivos. Portanto, é imprescindível que o tema em questão seja analisado através de diferentes perspectivas, para evitar que o planejamento das reservas se distancie de uma realidade que não é somente econômica, mas também política. Ainda que “recursos de poder” sejam relativamente difíceis de mensurar, a análise das reservas como tal coloca ressalvas quanto a prescrições que recomendem uma redução *significativa* se seu nível nas economias emergentes.

A metodologia empregada neste trabalho consiste em, primeiramente, uma articulação teórica que explora a possibilidade de se analisar as reservas cambiais como um recurso de poder. Em seguida, é realizado um estudo empírico que compara a acumulação de reservas do BRICs, explorando evidências de seu uso efetivo voltado à defesa de ataques monetários e à coerção de outros Estados. Com base nestas análises, são delineadas conclusões sobre os impactos das reservas sobre o poder dos emergentes e sobre o Sistema Internacional.

A monografia está dividida em três partes principais. Na revisão teórica, explora-se a relação entre reservas cambiais e vulnerabilidade externa, através da compreensão das teorias econômicas sobre demanda e otimização de reservas. Neste capítulo, estabelece-se uma relação inversa entre reservas cambiais e vulnerabilidade, através de indicadores de liquidez externa.

O terceiro capítulo articula as reservas cambiais e vulnerabilidade externa ao conceito de poder, tanto em sua concepção estrutural quanto relacional. O seu principal objetivo é verificar a possibilidade de entender as reservas como um recurso de poder do ponto de vista teórico. A interdisciplinaridade é um elemento essencial no esforço de compreender este fenômeno. Portanto, são analisadas as teorias da Interdependência Complexa, a corrente Neomarxista e a Teoria do Poder Monetário Internacional.

A quarta parte emprega os indicadores e conceitos resgatados nas seções anteriores para avaliar se houve o uso efetivo das reservas internacionais como recurso de poder pelos Estados. Para isso, foram escolhidos os países do grupo do BRICs original (Brasil, Rússia, Índia e China) como amostra representativa dos emergentes. Para fins analíticos, foi utilizada

uma separação das funções do poder entre “proteção”, “dissuasão” e “coerção”, verificando-se o papel e uso das reservas em cada um desses sentidos.

2 REVISÃO DA LITERATURA: INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS E A ADEQUAÇÃO DAS RESERVAS

O objetivo deste capítulo é, em primeiro lugar, elencar diversas formas de mensuração das reservas internacionais e abordar as divergências sobre os benefícios e os custos econômicos em acumular reservas. Em segundo lugar, se estabelece mais claramente a relação entre reservas e vulnerabilidade externa, que é utilizada para embasar parte do argumento de que reservas aumentam o poder internacional dos Estados. O ponto de partida é uma revisão dos indicadores de vulnerabilidade externa para em seguida explorar a evolução do debate sobre a adequação e demanda de reservas.

Não existe certeza sobre quando o problema das reservas internacionais passou a figurar no estudo da Economia Internacional, com referências ao tema remontando à década de 1920. A maior parte dos estudos nesta área se empenharam em mensurar os “níveis adequados de reserva”, em uma ótica de custo/benefício econômico. De um lado, as reservas são utilizadas para manter a estabilidade da economia frente a uma reversão da entrada de capitais no país e desestimular ataques especulativos à moeda nacional. Por outro, a sua manutenção em larga escala implica altos custos ao governo, por conta da diferença entre as taxas de juros domésticas e estrangeiras³, bem como devido ao deslocamento de recursos que poderiam ser utilizados para estimular o investimento interno. Em linhas gerais, as reservas diminuem a vulnerabilidade econômica do país, a um custo “quase-fiscal” (CUNHA, LAAN e LÉLIS, 2012).

O Fundo Monetário Internacional define as reservas internacionais como sendo “aqueles ativos externos que estão prontamente disponíveis para e controlados por autoridades monetárias para diretamente financiar desequilíbrios no Balanço de Pagamentos, para indiretamente regular sua magnitude através da interferência cambial, e/ou para outros propósitos” (FMI, 2012, p.3).

³ Em geral, ativos de economias periféricas e emergentes possuem maiores prêmios para o risco, ou seja, oferecem maiores taxas de juros, se comparados às economias centrais. Para comprar reservas cambiais, uma economia emergente deve emitir moeda local. Por conseguinte, para evitar uma expansão monetária interna e seus efeitos inflacionários, o Banco Central deve retirar este excesso de liquidez pela emissão de títulos da dívida pública doméstica. Este é o processo denominado de esterilização. Efetivamente, o país está se endividando em moeda local, que possui alta taxa de juros, e comprando ativos em moeda estrangeira, que oferece baixos retornos. Este diferencial de juros é um custo quase-fiscal, que é entendido como o custo de carregamento das reservas cambiais.

Como se percebe, o próprio conceito de reservas internacionais não pode ser definido sem evocar uma determinada função ou propósito. Contudo, ainda há divergências com relação aos motivos da acumulação de reservas, como será visto adiante. Assim, discussões teóricas estão sempre presentes na raiz da política de acumulação de divisas estrangeiras ou ouro. Além disso, a determinação do ativo que compõe a maior parte das reservas também é um foco de discussão, na medida em que a disseminação internacional de uma moeda pode ter impactos positivos ou negativos, tanto para o emissor da moeda reserva quanto para o resto do mundo.

A visão mais disseminada é a de que o dólar possui um “privilegio exorbitante” (EICHENGREEN, 2011). Ao emitir a moeda que serve de denominador comum nas transações comerciais e financeiras internacionais, os Estados Unidos possuem “naturalmente” uma alta demanda pelo dólar, o que evita que ele se desvalorize demais. Isto confere uma liberdade para o governo americano fazer políticas sem grandes preocupações sobre os efeitos dos fundamentos macroeconômicos no seu Balanço de Pagamentos. Tavares destaca que, com a liberalização financeira internacional nos anos 1980, o dólar assume uma função de “reserva de segurança” para o capital especulativo, o que mantém sua centralidade internacional (FIORI e TAVARES, 1997, pp. 63-64). As reservas em dólares dos países exportadores acabam por voltar aos Estados Unidos na forma de investimentos, financiando os déficits comerciais e fiscais. Estes países também não têm interesse de curto prazo em uma desvalorização abrupta do dólar, pois isto impactaria no valor de suas reservas (COHEN e DELONG, 2012, p. 20). Michael Pettis, por outro lado, contesta esta visão ao defender que a posição do dólar como moeda reserva mais se assemelha a um “fardo exorbitante”, uma vez que o seu nível de emprego passa a ficar atrelado ao seu déficit (PETTIS, 2013, p. 16).

Alan Greenspan (1999) analisa o princípio geral de que as reservas internacionais deveriam ser mantidas em moedas vistas como mais fortes que a local. Em dezembro de 2014, as reservas externas mundiais de que se tem informações estavam compostas majoritariamente pelas quatro moedas a seguir: Dólar norte-americano, Euro, Iene e Libra esterlina, sendo que o dólar representa 63% do total (FMI, 2015). Porém, não existem informações oficiais sobre a composição de cerca de 48% de todas as reservas mundiais. A China, por exemplo, considera esta informação um segredo de Estado (SALIDJANOVA, 2014).

De acordo com Higgins e Klitgaard (2004, p. 4), o mecanismo geral de funcionamento das reservas internacionais pode ser entendido de uma forma simples. Quando os investidores privados pressionam no sentido da valorização da moeda através da compra de ativos nacionais, o banco central pode intervir com a venda de ativos domésticos e comprar reservas em moeda estrangeira. No caso de uma desvalorização da moeda por meio de uma fuga de capitais, o banco central pode vender suas reservas e comprar ativos domésticos, compensando a pressão.

A acumulação em larga escala de reservas internacionais por parte dos países em desenvolvimento é um fenômeno que atraiu a atenção dos estudiosos da área. Tal acumulação ultrapassa, em muitos casos, o nível adequado proposto pela visão convencional e pelo FMI por mais que o dobro, como será visto adiante. Como afirmam Higgins e Klitgaard (2004):

Central banks in Asia have accounted for the bulk of recent global reserve growth. Of the roughly \$1.2 trillion increase in global reserves from the end of 1999 to the end of 2003, \$582 billion reflects purchases by developing countries in Asia and another \$375 billion reflects purchases by Japan. Non-Asian countries that have built up their reserve holdings markedly since 1999 include Brazil, Mexico, and Russia. (HIGGINS e KLITGAARD, 2004, p. 2)

De forma a sistematizar as contribuições já feitas no estudo das reservas internacionais, estudos mais recentes propõem três grandes enfoques quanto às motivações para a acumulação das reservas. Esta segmentação ajuda a compreender o caráter teórico-normativo presente nos modelos econométricos estudados. Segundo Bussière et al. (2013, pp. 5-7), podem-se elencar três correntes principais: o *enfoque precaucional*, que afirma que as reservas devem servir na defesa ou prevenção de crises; o *enfoque mercantilista*, que defende que sua função é intervir no mercado de câmbio para defender um regime de câmbio fixo ou para prevenir a apreciação da moeda, visando à saúde do setor externo; e o *enfoque estruturalista*, que defende que as reservas servem para gerar uma poupança doméstica maior que o investimento.

O processo de *esterilização* é outro ponto de discussão. Neste mecanismo, o banco central compensa a compra de ativos estrangeiros vendendo títulos do governo de seu portfólio ou emitindo títulos em moeda, retirando da base monetária o dinheiro injetado na economia por meio da compra de reservas. O processo contrário também é válido. Dessa

forma, é possível mudar o volume de reservas e a taxa de câmbio sem gerar, a princípio, uma expansão monetária e inflação na economia.

Este mecanismo foi amplamente utilizado para a acumulação de reservas internacionais por parte dos emergentes, com destaque para os países asiáticos. Segundo Higgins e Klitgaard (2004, p. 5) Taiwan, entre 1999 e 2003 aumentou em 35% seus ativos externos líquidos com relação ao PIB, enquanto que os ativos domésticos líquidos caíram na mesma proporção, resultando em uma base monetária constante em comparação com o PIB.

Portanto, a simples comparação entre o crescimento dos ativos externos e domésticos com relação ao PIB pode auxiliar a compreender a natureza da política de acumulação de reservas internacionais. Uma vez que um Banco Central poderia, a despeito dos impactos econômicos, criar moeda indeterminadamente para expandir suas reservas, esterilizando a compra e evitando os custos inflacionários do processo, este país não vê limites claros para a acumulação de reservas nestes moldes. Portanto, afasta-se a explicação mercantilista para o caso de economias que utilizaram em larga escala este mecanismo.

Contudo, a esterilização ainda pode gerar outros custos. A compra de reservas internacionais por meio da esterilização

[...] still have an effect on domestic financial markets because they alter the mix of financial instruments held by the private sector. In particular, they result in higher private holdings of domestic public sector securities (whether issued by a country's treasury or central bank) and reduced private holdings of reserve currency securities. To the extent that domestic and reserve currency securities are imperfect substitutes—that is, differ in their risk and liquidity characteristics, and hence in their expected returns—the effect will be to raise relative yields on domestic securities. (HIGGINS e KLITGAARD, 2004, p. 4)

2.1 Liquidez e vulnerabilidade externa

As reservas cambiais fazem parte de um importante conjunto de indicadores que medem a *liquidez* externa de uma economia. Estes indicadores são utilizados tanto por agências internacionais que elaboram o grau de investimento dos países, quanto por tomadores de decisão para direcionar políticas macroeconômicas.

Os indicadores de *liquidez* e de *solvência* são as principais medidas da vulnerabilidade externa de um país, segundo uma ótica econômica do conceito (PRATES, 2004). Os índices de liquidez medem a capacidade de curto prazo de uma economia de suportar paradas repentinas nos influxos de capitais utilizando suas reservas externas. Os indicadores de solvência medem a capacidade deste país de gerar divisas no longo prazo. No caso de economias periféricas, a principal fonte de financiamento robusto no médio e longo prazo são as exportações.

Estes indicadores consistem em razões numéricas em que o que varia é o numerador. Nos indicadores de liquidez, tem-se as reservas como denominador, e no caso dos indicadores de solvência, as exportações são o divisor, conforme resumido na tabela a seguir.

Tabela 1- Indicadores de Vulnerabilidade

Tipo	Horizonte de Análise	Indicador
Indicadores de Liquidez Externa	Vulnerabilidade de Curto Prazo	Reservas Cambiais Ajustadas ⁴ sobre Passivo Externo de Curto Prazo
		Reservas Cambiais Ajustadas sobre Necessidades Brutas de Financiamento Externo
		Reservas Cambiais Ajustadas sobre (NBFE + Investimento Externo em Portfólio)
Indicadores de Solvência Externa	Vulnerabilidade de Longo Prazo	Exportações sobre Passivo Externo Líquido ⁵
		Exportações sobre Dívida Externa Líquida
		Exportações sobre Dívida Externa Pública Líquida
		Exportações sobre Dívida Externa Privada Líquida

Fonte: PRATES (2004). Elaboração própria.

Ambos conjuntos de indicadores são importantes para determinar a segurança financeira externa de uma economia. Se um país possui grandes reservas comparativamente ao Passivo de Curto Prazo (alta liquidez externa), mas não gera superávits comerciais relevantes (baixa solvência externa), sua condição é insustentável no longo prazo, pois as reservas podem se esgotar no caso de um ataque especulativo. Contudo, como o presente trabalho busca avaliar a acumulação de reservas *já ocorrida* pelos emergentes, e não

⁴ Reservas cambiais descontando-se os recursos do FMI.

⁵ “O Passivo Externo Bruto (PEB) do país inclui o estoque de dívida externa, de investimento de portfólio e externo direto. O passivo externo líquido equivale ao PEB menos os ativos externos (reservas internacionais líquidas ajustadas, ativos dos bancos brasileiros no exterior e crédito brasileiros no exterior).” (PRATES, 2004, p. 70)

necessariamente o seu potencial de aumentá-las, o foco permanecerá nos indicadores de liquidez externa.

O primeiro indicador de liquidez apresentado na tabela 1 é uma razão entre a dívida externa de curto prazo (menos de 12 meses) mais o estoque de investimento de portfólio (investimento externo com a compra de menos que 10% de participação nas empresas) sobre as reservas externas líquidas. Este indicador é o mais utilizado, e mede a capacidade do país em pagar a sua dívida exigível em menos de 12 meses, suportando uma fuga de capitais voláteis investidos no país concomitantemente.

O segundo indicador é utilizado pela agência de *rating* Standard & Poors. As necessidades brutas de financiamento externo (NBFÉ) são compostas pelo saldo em transações correntes, a dívida de curto prazo e a parcela da dívida de longo prazo com vencimento dentro dos próximos 12 meses. O indicador Standard & Poors se diferencia do indicador de passivo externo de curto prazo por considerar, além da dívida, a capacidade de financiar as importações do país. Porém, desconsidera os investimentos de portfólio.

O terceiro indicador de liquidez, elaborado pelo CECON (Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp) compensa a defasagem do indicador Standard & Poors e adiciona o estoque de capitais de portfólio na análise. A razão por trás disso encontra-se no fato de este tipo de capital ser o primeiro a fugir do país e fortemente influenciar o começo de uma crise cambial. As economias periféricas estão especialmente sujeitas a este quadro, como destacado por Andrade e Prates:

As divisas dos países periféricos emergentes (que são inconvertíveis) possuem menor prêmio de liquidez (relativamente à divisa-chave e às divisas convertíveis). Assim, nos momentos de acirramento da incerteza, esses ativos são os primeiros alvos dos movimentos de fuga para a qualidade (ou seja, para os ativos denominados na divisa-chave) dos investidores globais. (ANDRADE e PRATES, 2012, p. 255)

Como se percebe, a questão da vulnerabilidade e da liquidez é relativa ao país que se estuda, e não dispensa considerações teóricas. Dois países com a mesma liquidez externa e abertura financeira podem presenciar comportamentos muito distintos do capital de curto prazo investido domesticamente, dependendo da sua posição internacional como emissores de

moedas conversíveis ou inconversíveis (ANDRADE e PRATES, 2012). Desta forma, a relação entre liquidez e vulnerabilidade aplica-se especialmente às economias periféricas.

As reservas não são a única variável determinante da vulnerabilidade externa de uma economia. Gonçalves et al. (2008) analisam a vulnerabilidade através de duas medidas, uma conjuntural e outra estrutural. A primeira corresponde aos indicadores mais amplamente utilizados, que tomam as reservas como denominador. Por outro lado, a vulnerabilidade estrutural é um indicador de longo prazo, que é determinado pelos processos de desregulação comercial, bem como da interação produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais de um país. A crítica de Gonçalves consiste no fato de a vulnerabilidade estrutural dos países ter aumentado a partir de 1981, apesar de a vulnerabilidade conjuntural ter diminuído. Segundo o autor, o acúmulo de reservas internacionais deve servir de meio para reduzir a vulnerabilidade estrutural do país, o que não foi feito no caso brasileiro a partir do início da década de 2000 (GONÇALVES, 2009).

2.2 Adequação e demanda por reservas

Os estudos sobre otimização dos níveis de reservas vão além dos indicadores de vulnerabilidade, incorporando uma análise de custo-benefício na equação. De um lado, as reservas podem ser usadas para financiar as importações e pagar os passivos de curto prazo no caso de uma interrupção na entrada de capital estrangeiro, ou ainda no caso de uma saída explosiva do capital doméstico. Além disso, as reservas possuem um efeito positivo sobre o PIB frente a turbulências externas, reduzindo a probabilidade de crises cambiais e provendo liquidez para administrar os seus impactos sobre a economia. No caso de escassez de reservas, seria necessário absorver um ajuste recessivo na economia, desvalorização da moeda, e encarar as consequências da insolvência externa, como a necessidade de buscar auxílio no FMI.

Afora os tempos de crise, as reservas supostamente ajudam a sustentar o grau de investimento do país nas agências internacionais de *rating*, bem como fornecem estabilidade à taxa de câmbio, necessária para manter um ambiente de segurança e crescimento sustentável. Contudo, a acumulação de reservas carrega consigo um custo significativo. Uma vez que as taxas de juros das economias periféricas são, via de regra, mais altas que as economias

centrais, quando o banco central passa a vender ativos domésticos e comprar ativos estrangeiros, que possuem rentabilidade menor, ele acaba incorrendo em um alto custo. Além disso, estes recursos poderiam ser direcionados a investimentos do governo. Este tema ainda é largamente debatido, com diversos autores contestando a efetividade das reservas para prevenir e amenizar crises, como destacado para o caso brasileiro em Lopes (2005) e Salomão (2008) (apud CUNHA, LAAN e LÉLIS, 2012).

Frente a estes fatores contrários e favoráveis, os estudos do nível adequado de reservas, bem como as teorias sobre qual seria sua função primária, não são isentos de uma carga normativa. Como afirma Andrews,

Optimum currency area theory is a partial (but only partial) exception [to the standard literature, which provides very little guidance about the precise route that adjustment will take], and even its highly qualified claims are primarily exhortatory: it offers a framework for determining how governments *should* organize their monetary affairs, not how they *do* organize them. (ANDREWS, D., 2006, p. 10, grifo nosso)

Em linhas gerais, a discussão sobre as reservas internacionais desde os anos 1960 evoluiu em complexidade, reformulando os motivos para a acumulação, e se direcionando a modelos menos “generalistas”. Heller (1966, apud OBSTFELD et al., 2008, p.3) deu início às tentativas de cálculo do nível ótimo de reservas, que iriam dominar o estudo do tema nas décadas seguintes. Segundo Obstfeld et al, na teoria de Heller,

“[...] reserves could buy time for more gradual balance of payment adjustment, so the demand for them was viewed as a positive function of both the cost of adjustment (through demand compression, devaluation, and so on) and the likelihood that such adjustment measures might become necessary at a low level of reserves.” (OBSTFELD et al., 2008, p. 3)

Esta visão acerca do papel das reservas se dá nos mesmos termos daquela assumida por Andrews (2006), segundo o qual as reservas internacionais são a principal fonte do chamado “poder de postergar”, que consiste na capacidade de adiar os custos de ajuste do balanço de pagamentos.

Por proporcionarem meios para a manipulação da taxa de câmbio, as reservas internacionais sempre ocuparam um lugar central no estudo das crises cambiais. O debate acerca das origens das destas crises é dividido em três gerações. Os modelos de primeira

geração têm origem na interpretação original de Paul Krugman (1979), buscando explicar a fuga de capitais em regimes de câmbio fixo, onde os investidores retirariam seu capital em massa ao observar que o governo não conseguiria mais sustentar a taxa de câmbio por suas reservas estarem esgotando.

O colapso do sistema de Bretton Woods redirecionou o debate, tendo em vista que o conceito de um sistema cambial flutuante não demanda, a princípio, a detenção de reservas.⁶ Portanto, a mensuração de reservas migrou para regras mais parcimoniosas, como mostra Bussière et al (2013, p. 5). Segundo o autor, a literatura que surge na década de 1970 acaba por enxergar as reservas como um instrumento para apenas cobrir a demanda imediata por importações, evitando restrições no Balanço de Pagamentos. Assim, os países deveriam deter reservas suficientes para poder comprar bens essenciais frente à escassez de financiamento externo (exportações ou entrada de investimentos), gerando a razão “reservas-sobre-importações”.

Este modelo, contudo, possuía aplicação apenas em economias pequenas e altamente dependentes do setor externo, e tem pouca aplicação atual. Ainda assim, estabelece a noção de uma proporcionalidade entre o setor externo da economia e a necessidade de reservas. Esta relação já havia sido reconhecida por Keynes, no *Treatise on Money* (1930):

The [central] bank of a country the exports of which are largely dependent on a small variety of crops highly variable in price and quantity (Brazil, for example) needs a larger free reserve than a country of varied trade, the aggregate volume of the exports and imports of which are fairly stable. (Keynes, 1930 apud OBSTFELD et al., 2008, p. 4, 5)

Os modelos de crise cambial de segunda geração têm origem em Obstfeld (1986), e passam a considerar a plausibilidade de crises “autorrealizáveis”⁷. A globalização financeira que se acelera nos anos 1990 reformula o debate e os motivos para a acumulação de reservas. Dado o fluxo de capitais dos países ricos para os países em desenvolvimento com a queda das taxas de juros nos Estados Unidos em 1989, os riscos de crises monetárias advindas da conta

⁶ No sistema de câmbio flutuante, o valor interacional da moeda é definido pelas forças de oferta e demanda, e, portanto, as reservas perdem sua função de controlar o câmbio.

⁷ Crises em que a expectativa de que ocorram é uma das suas principais causas, por conta do comportamento de manada dos investidores menores. Chesnais (1996) ressalva que este tipo de rótulo pode esconder a ação deliberada dos grandes especuladores ao testar os limites do banco central quando há sinais de fragilidade.

financeira e de capital poderiam gerar grandes perdas de reservas internacionais (OBSTFELD et al., 2008, p. 3). Neste contexto de descompartmentalização financeira, os modelos de “terceira geração”, foram desenvolvidos, em sua maioria, buscando incorporar a ocorrência de crises cambiais e bancárias de forma interligada.

Contudo, as teorias do *mainstream* econômico continuam atribuindo as instabilidades cambiais a fatores exógenos e falhas de mercado. Em resposta, economistas heterodoxos passam a interpretar as causas destas crises de forma sistêmica, decorrentes da imposição de políticas de ajuste macroeconômico e abertura financeira (TAYLOR, 1998; KREGEL, 1999; EATWELL e TAYLOR, 2000, *apud* PRATES, 2005, p. 264).

Em 1999, por conta das crises que abalaram os países asiáticos, Guidotti e Greenspan (1999), juntamente ao FMI, elaboraram uma “regra geral” para determinar o nível adequado de reservas, que se tornou o modelo mais proeminente para avaliar o “nível ótimo” de reservas. Este nível seria suficiente para fazer frente a crises na conta capital e financeira devido a paradas repentinas na entrada de capitais. Também denominada de razão “*reservas sobre passivo de curto prazo*”, a regra afirma que:

“[...] emerging markets should have sufficient reserves to cover full amortization for up to one year without access to foreign credit. The idea was supported by empirical research showing that short-term external debt appears to be a potent predictor of currency crises. It is not much of an exaggeration to say that on this view, the economy itself is a bank, and monetary (as opposed to credit) considerations are inessential.” (OBSTFELD et al., 2008, p. 4)

Desta forma, a razão entre o passivo de curto prazo e as reservas internacionais deveria ser, com pouca variação, igual a 1. Desta forma, o banco central poderia compensar a maior parte das saídas de capital no período de um ano, evitando uma intensa depreciação da moeda nacional. Esta generalização encontrou grandes dificuldades de se adequar à acumulação de reservas capitaneada pelas economias emergentes a partir dos anos 2000. A crescente inadequação teórica fica evidente, visto que “[*Later studies*] find that countries hold reserves that are excessive relative to the Guidotti-Greenspan benchmarking [...] Were it not for this predictive failure, there would perhaps be no great puzzle over ‘excessive’ reserves.” (OBSTFELD et al., 2008, p. 5)

O “enfoque precaucional” da acumulação de reservas encontrou dificuldades em explicar de forma completa o comportamento das economias emergentes a partir dos anos 2000, que ainda ultrapassa a maioria das estimativas (BUSSIÈRE et al., 2013, p. 6). Assim, outras teorias buscaram adequar este enfoque, configurando o atual estado da arte da mensuração de reservas internacionais. Um estudo pioneiro neste sentido foi feito por Wijnholds e Kapteyn, que, buscando compreender a acumulação de reservas dos emergentes, salientam que, além da interrupção na entrada de capitais externos, deve-se levar em consideração a saída de capitais nacionais em busca de títulos em países centrais e paraísos fiscais (WIJNHOLDS e KAPTEYN, 2001, p. 27).

Assim, autores como Wijnholds e Kapteyn reformulam a adequação de reservas, afirmando que o nível geral notado nas economias emergentes, incluindo a China, é saudável. Modelos nesta linha também passam a considerar de forma diferente regimes de câmbio flutuante e fixo, bem como diferenciam países de acordo com suas características econômicas.

Obstfeld et al. (2008) desenvolve um modelo com conclusões semelhantes, trabalhando com a possibilidade de “*double drains*” (“drenagens duplas”)⁸ de capitais, colocando a profundidade e a abertura financeira como principais indicadores da necessidade de reservas internacionais. Segundo Obstfeld et al. (2008, p. 6), é possível considerar uma drenagem de reservas hipotética de 5 a 10 vezes maior neste modelo, quando comparado às medidas baseadas somente nas “paradas repentinas”. Assim, a grande demanda por reservas dos bancos centrais das economias emergentes na última década justifica-se muito mais facilmente.

Outros trabalhos buscam desenvolver mais precisamente a relação custo/benefício da acumulação de reservas, em vez de apenas estimar o nível necessário para fazer frente a crises no Balanço de Pagamentos. Como resume Higgins e Klitgaard,

On the benefit side, reserve purchases allow a country to insure itself against a destabilizing run on its domestic currency and, more generally, can help stabilize the value of that currency over time. On the cost side, reserve purchases generally result in lost interest income for the central bank and expose it to potentially large capital

⁸ Nos modelos de crises cambiais tradicionais, considera-se que a pressão depreciativa sobre o valor da moeda nacional vem apenas da interrupção da venda de capitais nacionais a estrangeiros. No modelo de “drenagem dupla”, considera-se também a compra de ativos estrangeiros por parte dos residentes no país. Isto é feito pela retirada em massa das contas bancárias domésticas.

losses should the domestic currency eventually strengthen against reserve currencies. (HIGGINS e KLITGAARD, 2004, p. 1)

O aspecto do diferencial das taxas de juros domésticas e internacionais é particularmente presente no caso brasileiro, que sustenta as maiores taxas do mundo desde o início dos anos 2000. O aspecto do risco de depreciação relativa do dólar é especialmente preocupante para a China, que já afirmou ter que comprar dólares contra a sua vontade devido a uma tendência de perda de valor das suas reservas em resultado de políticas monetárias americanas (COHEN e DELONG, 2012)

Com respeito aos benefícios econômicos diretos da acumulação de reservas, verifica-se maior dificuldade de mensuração. Contudo, autores como Bussière (2013) lograram determinar uma relação positiva entre os níveis de reservas anteriores à crise de 2008 e o crescimento do PIB no período, evidenciando a existência de uma relação causal (não-espúria) no estudo. Como afirma Bussière et al. (2013, p. 34), o nível de reservas no imediato pré-crise teve um impacto significativo no crescimento real do PIB durante a crise de 2008.

Benigno e Fornaro (2012) constroem um modelo para comparar um equilíbrio sob *laissez-faire* e uma política de manutenção de reservas ótimas em uma economia, descobrindo uma relação mútua positiva entre acumulação de reservas, superávits em conta corrente e crescimento. Os autores concluem que há um ganho de 1% equivalente ao consumo permanente dada uma política de manutenção de reservas ótimas (BENIGNO e FORNANO, 2012, p. 26).

Por fim, Bussière (2013) complementa sua conclusão afirmando que houve uma utilização efetiva das reservas cambiais em 2008, e que as economias que exauriram suas reservas rapidamente reconstruíram seu estoque, demonstrando uma preocupação consciente de sua importância advinda do aprendizado do papel da liquidez na crise de 2008.

Um estudo levado a cabo por André Cunha, Cesar Laan e Marcos Lélis (2012) aplica o instrumental que compara as reservas à dívida de curto prazo (*reserves-to-short-term-debt*) para avaliar o custo/benefício de reservas brasileiras, adotando um enfoque precaucional. O estudo conclui:

Há dúvidas consistentes quanto à necessidade de saldos elevados diante de turbulência externas. A própria crise financeira internacional que se configurou a partir de setembro de 2008, exigindo do BC a injeção de liquidez no mercado de câmbio brasileiro, demonstra ter sido a utilização de reservas soberanas bem mais modesta do que o suposto necessário diante de uma parada e reversão súbita dos fluxos financeiros. (CUNHA, LAAN e LÉLIS, 2012, p. 29)

Dessa forma, os autores se contrapõem ao estudo de Bussière (2013), indicando que o Brasil seria uma exceção dentro do quadro proposto pelos autores de que as economias emergentes utilizaram em larga medida suas reservas internacionais durante a crise de 2008, e que estas desempenharam um importante papel no crescimento do período. O fato da drenagem de reservas ter sido menor no Brasil não significa, contudo, que estas não foram importantes para a proteção da economia durante a crise. A detenção de um grande volume de reservas sinaliza aos especuladores que possíveis ataques provavelmente serão infrutíferos, relação expressa nos modelos de crises cambiais existentes.

Cunha et al. concluem que os benefícios econômicos não compensam os custos de manutenção das reservas devido à grande diferença entre as taxas de juros domésticas e internacionais, bem como o custo da dívida pública resultante da estratégia de esterilização, sendo a acumulação de reservas uma estratégia sub-ótima na ausência de outros mecanismos de controle de capitais no país. Por outro lado, os autores concluem:

[...] o modelo de JeR indica um nível de reservas ótimo correspondente, portanto, a aproximadamente 13,5% do PIB ou USD 175 bilhões, [indicando] que o Brasil não manteve suficientes reservas precaucionais até recentemente para mitigar o esperado nível de parada brusca e perda de Produto associada (CUNHA, LAAN e LÉLIS, 2012, p. 12).

A pesquisa de Cunha et al. defende um nível de reservas menor, porém ainda muito superior ao estoque anterior ao *boom* de meados da década. Os autores recomendam, portanto, a regulação prudencial dos fluxos de capitais como alternativa à manutenção de elevadas reservas internacionais.

Pelos estudos demonstrados, percebe-se que, mesmo considerando as estimativas mais pessimistas, a escala que a acumulação de reservas assumiu nas últimas décadas representa um salto qualitativo em termos de vulnerabilidade externa para países como o Brasil. O argumento que articularemos em seguida relaciona este salto em termos de vulnerabilidade ao poder internacional dos emergentes.

Para tanto, é necessária uma ótica baseada no diferencial de vulnerabilidade externa entre os emergentes e as economias centrais, como já foi abordado em uma ótica estrutural por Filgueiras e Gonçalves (2007, pp. 20-21), sob o nome de vulnerabilidade externa comparada. Como será visto adiante, este diferencial estreitou-se muito com a acumulação de reservas a partir de 2005. Com base em trabalhos como Kirshner (1997), também podemos interpretar esta acumulação em larga escala como a aquisição de um recurso de coerção econômica direta.

Contudo, a interpretação das reservas como um recurso de poder pouco tem a dizer sobre *otimização* de reservas e mudanças marginais em seu nível. Quando há um crescimento por um fator de duas a seis vezes em um período de 8 anos, como se presenciou no caso da China, Brasil, Rússia, Índia e México entre 2005 e 2013, considerações sobre seu impacto sobre o poder ficam mais claras.

Ainda assim, o argumento das reservas como recurso de poder pode representar uma ressalva *quanto às prescrições* de uma redução significativa dos níveis acumulados. Isto é ainda mais evidente quando levados em conta estudos como Cunha et al. (2012), que assumem uma sobre-acumulação relativamente modesta.

Além das consequências e benefícios, busca-se explorar as origens e motivações desta acumulação como resultantes de uma busca por poder e autonomia pelos Estados, o que é realizado no quarto capítulo. Conjectura-se que a dificuldade em explicar por completo a ampla acumulação presenciada a partir dos anos 2000 reside no fato de existirem motivações de caráter político na sua origem.

3 ARTICULAÇÃO TEÓRICA: RESERVAS CAMBIAIS, VULNERABILIDADE E PODER

O objetivo deste capítulo é verificar se existe respaldo teórico para afirmar que, por um lado, uma menor vulnerabilidade externa econômica implica um maior poder internacional, e que, por outro, as reservas cambiais aumentam a capacidade de coerção dos Estados. Uma vez que o foco são os mercados emergentes, sua vulnerabilidade externa e poder, a análise será situada em uma compreensão do sistema financeiro e das relações monetárias internacionais.

Não é o objetivo aqui enveredar nas discussões a respeito da definição de poder, porém a clássica distinção entre “poder relacional” e “poder estrutural” proposta por Susan Strange (1988) pode ser útil para esclarecer a análise. Strange define estes dois conceitos da seguinte maneira:

The argument in this book is that there are two kinds of power exercised in a political economy – structural power and relational power – but that in the competitive games now being played out in the world system between states and between economic enterprises, it is increasingly structural power that counts far more than relational power; relational power, as conventionally described by realist writers of textbook on international relations, is the power of A to get B to do something they would not otherwise do. (...) Structural power, on the other hand, is the power to shape and determine the structures of the global political economy. (STRANGE, 1988, p.25)

Portanto, pode-se averiguar os impactos da acumulação de reservas sobre ambos tipos de poder, o que procuraremos fazer abordando teorias de diferentes matrizes. Tanto a teoria da Interdependência Complexa quanto do Poder Monetário Internacional assume a visão relacional do poder. Os autores de veia neomarxista, por outro lado, deixam implícita uma concepção estrutural de poder⁹.

Gonçalves (2005) analisa o poder, em uma ótica relacional, como uma relação inversa à vulnerabilidade externa¹⁰. Partindo dos estudos clássicos das Relações

⁹ Esta concepção de “poder estrutural” não coincide com a definição de Strange, por colocar grande foco no controle sobre os meios econômicos, enquanto que o conceito da autora é mais amplo, abarcando o exercício do poder sobre as estruturas de produção, financeiras, de segurança e do conhecimento (STRANGE, 1988).

¹⁰ Como destacado no capítulo anterior, Gonçalves et al (2008) separam vulnerabilidade conjuntural e estrutural. Diferentemente da ótica assumida no decorrer da presente análise, o autor dá maior importância à vulnerabilidade estrutural quando se trata de poder internacional.

Internacionais, em especial de Morgenthau, o autor define Poder Potencial como o conjunto de recursos materiais de poder que podem ser convertidos em poder efetivo, como tamanho do território, produção nacional e população. O Poder Efetivo consiste em uma relação inversa à vulnerabilidade externa, como descrito pelo autor na seguinte fórmula, onde IPE corresponde ao Índice de Poder Efetivo e IVE ao Índice de Vulnerabilidade Externa:

$$IPE = 1 - IVE$$

Salientamos que, se, por definição, o poder diminui com uma maior vulnerabilidade, o contrário não é certo ou intuitivo. Se uma redução de vulnerabilidade gera um aumento de poder, e as reservas reduzem a vulnerabilidade, então, por silogismo, pode-se dizer que as reservas são um recurso de poder. É por isso que este resgate teórico é necessário.

Gonçalves define o conceito de “vulnerabilidade” como “a capacidade de resistência das economias nacionais a pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos” (GONÇALVES, 2005, p. 3). A vulnerabilidade possui, portanto, duas esferas: “A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis, e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos”, sendo que “a vulnerabilidade externa varia inversamente com as opções de política e diretamente com os custos do ajuste” (GONÇALVES, 2005, p. 3). As reservas internacionais compõem parte de um dos tripés do indicador de vulnerabilidade usado pelo autor, como discutido no capítulo de revisão da literatura.

Busca-se fundamentar esta pesquisa tanto em autores de Relações Internacionais quanto de Economia Política Internacional para conferir ao assunto o caráter interdisciplinar que ele demanda. A seguir, revisaremos o Neoliberalismo e a Teoria da Interdependência Complexa. Os conceitos de *vulnerabilidade assimétrica* e *linkage strategy (estratégia de articulação)* se destacam nesta corrente. Em seguida, abordaremos o Neomarxismo e a *mundialização financeira*, que fornecerão considerações importantes sobre as origens estruturais da vulnerabilidade dos emergentes, sua inserção no sistema financeiro internacional e implicações sobre o *poder estrutural* dos Estados. Por fim, a teoria do Poder Monetário Internacional, advinda da Economia Política, será especialmente útil para

compreender o *poder monetário relacional* dos países, a diferença entre *poder* e *estadismo monetário*, o papel das reservas no *poder de postergar*, e os chamados *conflitos de ajuste*.

3.1 O neoliberalismo e a interdependência complexa

A maior contribuição do Neoliberalismo das Relações Internacionais para o estudo das reservas cambiais é a concepção da *vulnerabilidade assimétrica* como origem do poder internacional. As relações monetárias internacionais, segundo os autores desta corrente, apresentam as maiores possibilidades de aplicação deste conceito.

A vulnerabilidade assimétrica é um dos pilares da teoria da Interdependência Complexa, que está no centro do grande debate “neorrealismo-neoliberalismo”. Keohane e Nye (2001) alteraram as premissas do núcleo duro do realismo estrutural de Waltz, convertendo-o em um modelo de grande poder explicativo quando se trata da realidade econômica internacional.

A Interdependência Complexa possui três características principais: (i) Múltiplos canais de conexão entre as sociedades, incluindo relações interestatais, transgovernamentais e transnacionais; (ii) ausência de hierarquia na agenda internacional dos países, significando que a segurança militar não é necessariamente o principal balizador da ação externa; e (iii) a força militar perde importância em situações em que a interdependência complexa prevalece em uma determinada matéria ou região (KEOHANE e NYE, 1941/2001, pp. 21-25).

O neoliberalismo de Keohane e Nye descarta a concepção de que o Estado militarmente forte possui poder de decisão em todas as matérias, o que decorre de sua visão a respeito da menor importância da força militar e da ausência de hierarquia de assuntos na agenda de política externa. As formas pelas quais um estado consegue se valer de uma área em que é mais forte para alavancar resultados em outras matérias são chamadas de *linkage strategies* (estratégia de articulação) (KEOHANE e NYE, 1941/2001, p. 26). Segundo a Interdependência Complexa, o poder militar é muito imobilizado e envolve altos custos de uso¹¹. Por este motivo, o seu uso para auferir ganhos em matérias econômicas é menos

¹¹ Uma das características de um recurso de poder é a sua *fungibilidade*, que corresponde à sua capacidade de influenciar diferentes áreas-tema das Relações Internacionais. Ao afirmar que o poder militar oferece possibilidades restritas de estratégias de articulação, Keohane e Nye contestam a fungibilidade dos recursos militares.

comum que o contrário, onde a relação econômica é utilizada para constranger outros países em assuntos de segurança.

Este entendimento é muito valioso para embasar teoricamente o uso da relação monetária entre dois países para fins políticos. Nos termos de Andrews (2006, p. 8), um país que consegue alterar o curso de ação de outro por meio de sua relação monetária com ele possui “poder monetário” sobre o outro. A Interdependência Complexa nos mostra que o poder monetário só é relevante porque a força militar de outros Estados não anula a sua eficácia; porque as questões de ordem econômica são importantes na agenda internacional; e porque ele pode ser usado, em alguma medida, para alavancar ganhos em aspectos políticos.

Na teoria de Keohane e Nye, a principal fonte de poder internacional está na *interdependência assimétrica*. Por ser menos *vulnerável* em uma relação de interdependência, um país pode se ver capaz de exercer influência sobre o outro. Primeiramente, é importante distinguir os conceitos de *sensibilidade* e de *vulnerabilidade*. Sensibilidade se refere ao grau em que um país é afetado por ações de outro em uma determinada esfera, sem considerar uma capacidade de se proteger. A vulnerabilidade define a capacidade de um país responder à pressão internacional, mudando sua política e se protegendo de efeitos negativos. Por exemplo, um país altamente dependente de importações de petróleo possui grande sensibilidade às variações dos preços no mercado internacional. Contudo, se o país em questão pudesse trocar sua matriz energética ou valorizar a sua moeda, seria possível diminuir a vulnerabilidade a estas variações.

Neste sentido, os “indicadores de vulnerabilidade” apresentados pela análise econômica, que consistem em uma razão de diversos agregados, como o a dívida de curto prazo e as importações, pelas reservas internacionais, encaixam-se na análise de poder de Keohane. Por exemplo, em uma situação onde dois países são altamente interdependentes por conta de seu comércio bilateral, aquele com maior capacidade de se proteger de flutuações cambiais por possuir maiores reservas pode ter uma fonte de poder sobre o outro, que poderia ser utilizado para influenciar sua posição em votações no FMI ou na ONU. Se o analista compreende a dinâmica da interdependência assimétrica, os indicadores de vulnerabilidade passam a significar muito mais, tendo implicações tanto econômicas quanto políticas.

Portanto, através da teoria da Interdependência Complexa, é possível traçar duas expectativas preliminares quanto à acumulação das reservas internacionais pelas economias emergentes: (i) este é um fenômeno que aumenta a interdependência entre os emergentes e os Estados Unidos; e (ii) diminui a vulnerabilidade das economias emergentes, e, portanto, aumentam seu poder internacional na esfera monetária.

A acumulação de reservas em dólares, ao incorporar grandes quantidades de uma moeda estrangeira no sistema financeiro nacional dos emergentes, torna-se uma fonte de interdependência entre eles e o emissor da moeda de reserva. A China, por exemplo, por deter uma grande parcela da dívida pública americana (um volume de aproximadamente 42% do seu PIB), possui em mãos uma poderosa ferramenta de influência sobre o Federal Reserve, e, por uma estratégia de articulação, sobre a Casa Branca, pois controla um “poder de credor” sobre os Estados Unidos. Porém, esta é uma condição ambivalente. Se o governo chinês optasse por uma venda massiva de suas reservas, uma parte significativa do seu PIB seria comprometida, pois o dólar seria desvalorizado, derrubando o valor de grande parte de seus ativos (COHEN e DELONG, 2012, pp. 20-28). As outras economias que também acumularam dólares passam a ser partes mais interessadas na política monetária norte-americana, enquanto que os Estados Unidos dependem, em certa medida, dos emergentes para a sustentação da credibilidade do dólar internacionalmente.

As reservas aumentam o poder internacional dos países ao fortalecer sua posição nas relações de vulnerabilidade assimétrica na esfera monetária. Considerando países como o Brasil ou a Rússia, a recente acumulação de reservas diminui a “assimetria” da sua relação com os Estados Unidos, dada a maior capacidade destes países em resistir variações na taxa de câmbio. O caso da China se mostra especialmente complexo, por conta da escala que suas reservas atingiram. Nas relações monetárias internacionais entre a China e os Estados Unidos, nunca é seguro afirmar que um dos dois se encontra em uma posição privilegiada. Por um lado, a China possui uma quantidade substancial de dólares investidos nos EUA. Por outro, os EUA detêm a qualidade de ser o emissor da moeda de reserva internacional.

3.2 O neomarxismo e a mundialização financeira

Este tópico explora a relação entre a vulnerabilidade das economias e seu poder internacional pelo viés *estrutural*. Ou seja, o poder não é entendido como a capacidade de um Estado mudar o comportamento de outro, mas sim como a sua capacidade de moldar as regras, valores e a estrutura internacional a seu favor. Exploraremos a importância do conceito de *mundialização financeira* como o elemento definidor das Relações Monetárias Internacionais da atualidade. Nesta perspectiva, a vulnerabilidade adquirida pelas economias em desenvolvimento resulta da sua forma de inserção no sistema capitalista internacional, e a redução da sua instabilidade financeira no curto prazo pouco contribui para o aumento de seu poder estrutural.

Em consequência, a acumulação de reservas em dólares não aumentou diretamente o poder estrutural dos países em desenvolvimento. Esta acumulação foi uma *contrapartida* das economias para se protegerem no “cassino internacional”, mas que acaba por reforçar este sistema. Porém, estas reservas, se utilizadas para criar um sistema de crédito alternativo ao FMI, por exemplo, podem configurar um meio para alterar parcialmente a estrutura do sistema internacional, efetivamente aumentando o poder estrutural dessas economias.

A corrente que se rotula de Neomarxista é, na verdade, um vasto e diversificado campo de pensamento, permeando desde os teóricos da Dependência, os de via Estruturalista, teóricos do Imperialismo, e do Sistema-Mundo, para citar alguns. Esta corrente analisa o Sistema Internacional essencialmente pela ótica das relações econômicas e materiais entre países centrais e periféricos. Um importante aspecto em comum neste campo é a metodologia baseada no materialismo histórico e a dialética de Marx e a simbiose Estado-Capital de Weber. Dentro das Relações Internacionais, este programa de pesquisa ficou à margem do grande debate “neorrealismo-neoliberalismo”. Porém, apesar de ter sido primeiramente construído para interpretar a realidade econômica, o marxismo oferece valiosas perspectivas para entender uma realidade internacional crescentemente permeada por matérias de ordem financeira.

François Chesnais, em sua obra “A Finança Mundializada”, relaciona a “mundialização financeira” ou “mundialização do capital” ao fenômeno da “globalização”, para chegar a uma definição mais clara do conceito:

A expressão “mundialização do capital” é a que corresponde mais precisamente à substância do termo inglês *globalization*. Tratando-se da produção e da comercialização, o termo *globalization* traduz a capacidade estratégica do grande grupo de adotar uma abordagem e uma conduta “global”, atuando nos mercados com demanda solvável, nas fontes de aprovisionamento e na localização da produção industrial. Na esfera financeira, vale a mesma coisa para as operações de investimentos financeiros, a composição de suas carteiras de ativos (divisas, obrigações, ações e derivativos) e as arbitragens que eles operam entre diferentes instrumentos financeiros, compartimentos de mercados e países onde eles se colocam. (CHESNAIS, 2005, p. 45)

Ou seja, a mundialização financeira corresponde ao processo onde o capital financeiro e seus mecanismos de multiplicação transbordam as fronteiras dos países centrais, e busca nos mercados globais as posições mais vantajosas para cada etapa de seu processo de reprodução.

Chesnais (2005, p.46) distingue os “três D’s” da mundialização financeira: *Desregulamentação* ou liberalização monetária e financeira, *Descompartimentalização* dos mercados financeiros nacionais e *Desintermediação*, que corresponde à delegação de operações de empréstimo, antes exclusivas aos bancos, a todo tipo de investidor institucional. Foi através da descompartimentalização *externa* que os mercados nacionais, em especial os mercados financeiros emergentes, passaram a ter uma crescente dependência e sensibilidade às condições das finanças internacionais e às políticas monetárias estadunidenses. Por outro lado, a descompartimentalização *interna* entre os mercados de câmbio, de crédito, de ações e de obrigações passa a envolver toda a economia destes países nos ciclos de alta e baixa das finanças, tornando-os cada vez mais sujeitos às chamadas “crises gêmeas”¹².

A mundialização financeira, nos termos de Chesnais, é *incompleta e imperfeita*. Além de não integrar os países de forma homogênea no cenário econômico internacional, ela

¹² Crises que abarcam simultaneamente os mercados bancário e cambial, como ocorrido no México em 1994, e na Ásia em 1997. Estas crises têm suas raízes na liberalização financeira e descompartimentalização bancária iniciada na década de 1990. Diversas são as interligações entre os mercados bancários e cambial, e a causalidade entre as duas facetas deste tipo de crise é alvo de debates. Por um lado, uma desvalorização abrupta da moeda doméstica causa uma deterioração dos bancos endividados em moeda estrangeira, resultando em uma fuga de capitais. Por outro, a retirada dos depósitos domésticos reduz a demanda por moeda local, causando maior depreciação.

aumenta a desigualdade entre os países e coloca maiores impedimentos ao desenvolvimento autocentrado da periferia. Como destaca Fiori em *Polarização Mundial e Crescimento*, a tendência do capitalismo desregulado “aponta na direção de crescente polarização e divergência entre as taxas de crescimento do produto e os níveis de renda *per capita* dos diferentes países”, e que “o sucesso [das políticas de crescimento de longo-prazo dos países mais atrasados] vem condicionado pela forma com que a Inglaterra – e depois os Estados Unidos – operaram direta ou indiretamente sua moeda mundial, e pela forma com que estes Estados ‘mais atrasados’ administraram sua relação com o regime monetário internacional.” (FIORI e MEDEIROS, 2001, p. 32).

Isto deixa clara uma relação direta entre a mundialização financeira e as dificuldades de desenvolvimento dos países mais atrasados. A incapacidade dos países emergentes de tomar empréstimos internacionais em moeda local, referenciado por Eichengreen e Hausmann (2005) como “Pecado Original”, cria uma relação entre a política monetária dos países emprestadores e o crescimento da dívida externa da economia em questão. Quando a taxa de juros da dívida ultrapassa o crescimento nominal do PIB do país devedor, o montante passa a crescer a uma velocidade impressionante, pois o Estado não consegue mais amortizar o principal. Para adquirir novas dívidas, os credores exigem uma série de políticas desindustrializantes (CHESNAIS, 1996).

Tavares (1997) destaca que a mundialização financeira e a consequente imposição externa das taxas de juros domésticas forçaram o alinhamento dos países a políticas macroeconômicas restritivas e a obter superávits comerciais crescentes para compensar a situação deficitária dos Estados Unidos, compelindo-os a um modelo de desenvolvimento “voltado para fora”. Um exemplo é o caso japonês, que possuía uma política genuinamente heterodoxa, mas foi forçado a abrir mão deste projeto à medida que seu sistema financeiro se internacionalizou (TAVARES, 1997, p. 36).

A especulação que atingiu indiscriminadamente moedas “fracas” e “fortes” também foi determinante para a condição de instabilidade das economias periféricas (TAVARES, 1997, p.67). A desregulamentação da entrada e saída de capitais, associado a um regime de câmbio controlado, tornou fácil a manipulação da taxa de juros doméstica por parte de investidores estrangeiros, que adquiriram poder suficiente para influenciar o valor de qualquer

moeda, inclusive do dólar (CHESNAIS, 1996, p. 30). Após a difusão do regime de câmbio flutuante, os investidores passam a ganhar não somente com o diferencial dos juros (ganho de arbitragem), mas também com a variação do câmbio (ganho de especulação). Rossi (2010) argumenta que atualmente o fator majoritariamente responsável pela variação do valor das moedas são os movimentos especulativos, e que os fundamentos macroeconômicos são pouco relevantes nestas flutuações.

Belluzzo e Carneiro (2003) e Fahri (2003) salientam que a instabilidade advinda da desregulamentação financeira gera um padrão de crescimento intermitente. Como salientam Belluzzo e Carneiro, “diante da incerteza quanto ao rumo dos preços-chave da economia, juros e câmbio, o horizonte temporal das decisões de investimento encurta-se dramaticamente. Em um ambiente de liberalização financeira, as flutuações de juros e câmbio, que acompanham o movimento de capitais, determinam uma trajetória macroeconômica de *stop and go*, em que o crescimento é periodicamente interrompido.” (BELLUZZO e CARNEIRO, 2003, p. 4)

Neste ponto, tendo visto alguns dos principais impactos econômicos da mundialização financeira, é importante salientar que estes quadros quase sempre desembocam em uma crise de natureza inicialmente cambial, dado o sistema de câmbio flutuante. Segundo Chesnais (2005, p. 62), uma vez que estas configurações criam crises com palco inicial nos mercados de câmbio e de títulos, a sua gravidade depende de fatores conjunturais, como o montante de reservas, a competência dos controladores do mercado, o *timing* da intervenção para sustentar a liquidez, o comportamento dos investidores, etc.

Dessa forma, a literatura neomarxista traça uma linha direta entre a descompartimentalização dos mercados de capitais e o atraso econômico e instabilidade das contas nacionais dos países inseridos de forma subordinada neste processo. O argumento neomarxista recapitulado aqui é de que a acumulação de reservas é uma *contrapartida* dos emergentes à mundialização financeira, buscando diminuir sua vulnerabilidade às consequências negativas demonstradas acima, sem contestar as “regras do jogo”. Como reconhecem Belluzzo e Carneiro (2003, p. 3), dadas as assimetrias de poder econômico e financeiro advindas da globalização, as reservas são um recurso necessário para se manter a

estabilidade da taxa de câmbio e juros reduzidos, incentivando a expansão do crédito e do investimento domésticos.

Contudo, como salienta Chesnais (2005, p. 65), “não se podem dar remédios contra [os efeitos do capital portador de juros] a menos que se ataquem as relações sociais que lhe são subjacentes”. Ou seja, o efeito da acumulação de reservas se restringe à uma melhora conjuntural, mas não ajuda a resolver o problema da instabilidade advinda do capitalismo financeiro. As crises financeiras resultam da estrutura internacional baseada na centralidade do dólar e liberdade de movimentação dos capitais, e, portanto, a construção de reservas volumosas não conferiria, a princípio, poder estrutural na hierarquia internacional.

A segunda parte do argumento neomarxista sugere que além de não agir sobre as verdadeiras origens das crises financeiras, a acumulação de reservas também sustenta as bases da estratégia norte-americana de retomada da sua posição de liderança internacional. No livro “Poder e Dinheiro”, Fiori e Tavares (1997) organizam uma série de trabalhos que têm como ponto em comum a discussão da retomada da hegemonia americana assentada em uma dominação do dólar e do capital financeiro. Um dos aspectos centrais desta nova fase é a posição dos Estados Unidos como o centro deficitário internacional, cuja posição comercial é financiada pelos dólares detidos pelos países exportadores.

Em resumo, a valorização planejada do dólar em 1979 gerou o aumento generalizado dos juros e uma desvalorização das outras moedas, forçando as economias menos desenvolvidas a modelo de crescimento “voltado para fora” (FIORI e TAVARES, 1997, pp. 34-36). A partir da década de 1990, os rendimentos das exportações destes países, principalmente da China, voltaram para os Estados Unidos na forma da compra de títulos da dívida americana, reforçando a hipertrofia do seu mercado financeiro, reiterando a centralidade do dólar como denominador comum das transações internacionais, e financiando o déficit norte-americano. (FIORI e TAVARES, 1997, pp. 27-86). Assim, a acumulação de reservas em dólares pelos países exportadores constitui uma etapa importante neste ciclo, que tem por consequência a perpetuação de uma estrutura internacional polarizada.

Por assumir uma perspectiva estruturalista da economia internacional, as conclusões da corrente Neomarxista divergem em parte daquelas derivadas da teoria da Interdependência

Complexa, problematizando a acumulação de reservas de forma mais ampla. Estas são entendidas como uma “contrapartida” dos emergentes à mundialização financeira. Por um lado, diminuem a instabilidade do câmbio e dos movimentos de capitais e alteram marginalmente os resultados das crises. Por outro, reforçam a posição do dólar a nível internacional, sustentando o projeto americano de predominância financeira, e não alteram as relações sociais subjacentes ao regime de acumulação financeira mundial.

Contudo, como é visto mais adiante, as reservas dos emergentes poderiam sustentar a criação de um sistema de crédito análogo ao FMI, permitindo o financiamento dos países em desenvolvimento sem a exigência de adoção de políticas econômicas ortodoxas e restritivas. Isto ainda poderia servir de etapa preliminar para um sistema de crédito baseado em uma cesta de moedas dos emergentes, reduzindo o peso do “Pecado Original”, como proposto por Eichengreen et al (2002, pp.35-41). Neste caso, a acumulação de reservas em larga escala é necessária para redefinir a estrutura financeira internacional na qual os emergentes estão inseridos. Portanto, ao tratar-se de poder estrutural, as reservas abrem possibilidades para os países em desenvolvimento.

3.3 A economia política e a teoria do poder monetário internacional

Esta seção explora o arcabouço teórico denominado sob o título de “Teoria do Poder Monetário Internacional” (PMI). Os conceitos desta teoria podem ser aplicados diretamente no estudo do poder adquirido pelas economias emergentes através da acumulação de reservas. Assim, pode ser feita uma relação direta entre reservas internacionais e poder. Em adição, é vista a contribuição de outros autores da Economia para análise do poder nas relações monetárias internacionais.

Uma das principais vantagens da teoria do PMI é sua capacidade de teorizar sobre elementos de Política Externa e Economia com grande profundidade analítica. Andrews destaca esta característica interdisciplinar da teoria:

[...] the concept of international monetary power resides at the nexus of mainstream international relations theory, where questions of power figure prominently, and more specialized literatures in which the power dimension is largely ignored. The subject is general neglected by the two dominant academic schools currently studying international monetary phenomena: the optimum currency area theorists, who emphasize macro-aspects of economic interdependence, and political economy

theorists, who emphasize distributive concerns at domestic level. (ANDREWS, D., 2006, p. 2, 3)

Assim como na Interdependência Complexa, o “poder monetário internacional” é definido como um “poder relacional”, ou seja, “[*The international monetary power*] is manifest when one state’s behavior changes because of its monetary relationship with another state.” (ANDREWS, D., 2006, p. 8).

Esta é uma concepção desenvolvida por Andrews, com base nos trabalhos de diversos autores que abordam um ou outro aspecto da dimensão do poder na economia monetária internacional. Em “International Monetary Power” (2006), os autores pretendem oferecer ferramentas complementares para entender eventos até então pouco compreendidos tanto nas Relações Internacionais quanto na Economia Internacional, como, por exemplo, a forma exata como se processam os ajustes nos Balanços de Pagamentos.

Como destaca Andrew Walter (2006, p.52-54), o conceito de Poder Monetário nas Relações Internacionais apresenta-se primeiramente associado às teorias da “estabilidade hegemônica”, desenvolvidas por Gilpin (1987) e Kindleberger (1967). Kindleberger afirma que os líderes internacionais provêm um bem coletivo na forma de uma moeda comum e políticas monetárias anti-cíclicas a nível internacional. Assim, para Walter (2006, p. 52), a ideia do poder monetário sempre foi muito associada apenas aos países dominantes, graças à herança das chamadas teorias da “estabilidade hegemônica”.

Contudo, as teorias da hegemonia ou liderança do dólar em geral, apesar de introduzirem o tema do Poder Monetário nas Relações Internacionais, não predominam nos estudos organizados por Andrews em sua coletânea. De forma mais ampla, o autor adota a visão de que o poder monetário existe em qualquer relação entre dois estados. Neste sentido, Henning esclarece o papel do emissor da moeda internacional nesta perspectiva:

When a large share of international trade is invoiced in the currency of the large country – the most prominent example being the pricing of oil in dollars – a depreciation affects the small state beyond the extent of its trade with its large partner. When foreign investors accept financial assets denominated in the large country’s currency, they facilitate the financing of current account deficits and enable the large country to deflect the exchange-rate risks associated with foreign borrowing. (HENNING, 2006, p. 121)

Em linhas gerais, pode-se afirmar que o PMI desempenha um papel sempre que há um conflito de interesses de ordem monetária, ou conflitos políticos em que o aspecto monetário possa servir de instrumento ou “alavanca”. Ou seja, o poder monetário, com relação aos seus objetivos, pode ter aplicação *direta* ou *indireta*.

Esta perspectiva coincide com as estratégias de articulação, destacadas por Keohane e Nye (2001), pelas quais um estado pode usar sua relação monetária com outro para alavancar vantagens em questões de segurança. Segundo os autores, a área monetária permite maiores ligações entre agendas do que outras matérias, como os regimes marítimos. De fato, tanto Keohane e Nye quanto Andrews oferecem diversos exemplos deste uso indireto do poder monetário, sendo o mais proeminente deles o caso da invasão do Egito por parte da França e Inglaterra por conta da nacionalização do Canal de Suez por Nasser. Após uma semana de invasão, a Libra Esterlina passou a sofrer fortes pressões depreciativas. O governo americano ameaçou piorar ainda mais a situação da moeda britânica se o cessar-fogo não fosse anunciado, o que acabou ocorrendo antes do prazo demandado. (ANDREWS, D. 2006, p. 7; KEOHANE e NYE, 2001)

Cabe destacar a centralidade dos *conflitos sobre os custos de ajuste*, na análise da aplicação direta de poder monetário. O crônico “desequilíbrio internacional” do comércio e dos pagamentos, centrado na condição chinesa como um centro exportador e dos Estados Unidos como importador mundial, preocupa diversos economistas, que divergem quanto às origens, consequências e “soluções” para este desequilíbrio (PETTIS, 2013; EICHENGREEN e HAUSMANN, 2005; FIORI e TAVARES, 1997). Porém, é a teoria do PMI que advoga buscar os mecanismos essenciais pelos quais estes desajustes se resolvem. Segundo Andrews,

Payment imbalances (or prospective imbalances) can result in pressures on states to abandon preferred policies. [...] As a result, the distribution of adjustment costs among states is intensely contested. [...] To put it bluntly, will payments balance be restored by inflating surplus economies or by dis-inflating deficit economies? Questions like this are intensely political, and power relations play a central role in their resolution. (ANDREWS, D., 2006, p. 10-11)

Percebe-se, desde já, um enfoque muito mais político na análise das crises no Balanço de Pagamentos, em uma lógica semelhante a um jogo de preferências. Henning

(2006, p. 118-119) propõe um modelo neste sentido. Segundo o autor, em um conflito de ajuste, cada país enfrenta três escolhas, cuja preferência segue a seguinte ordem:

- (i) Persuadir outros países a alterarem sua política macroeconômica;
- (ii) Aceitar uma mudança na taxa de câmbio mútua;
- (iii) Alterar sua própria política macroeconômica.

Desta forma, percebe-se que nesta situação, existe um conflito de preferências, cuja solução invariavelmente reflete a distribuição de poder monetário entre os países.

Pode-se traçar uma distinção entre o “*poder monetário*” propriamente dito, e o “*estadismo monetário*”, que consiste no uso deliberado da assimetria monetária para fins definidos, sejam diretos ou indiretos. O poder monetário pode ser utilizado mesmo sem a consciência dos envolvidos, como, por exemplo, nos resultados dos desajustes dos balanços de pagamentos. Os autores esquematizam o uso do *poder monetário* entre o nível macro e o nível micro, e o *estadismo monetário* entre o direcionamento às relações monetárias ou financeiras, e entre objetivos primariamente domésticos ou externos.

Na análise do *poder monetário*, o nível macro consiste basicamente na disputa constante entre influenciar e ser influenciado na política macroeconômica. A classificação utilizada por Andrews é em grande parte baseada nos trabalhos de Benjamin J. Cohen (1966). Dentro do nível macro, o autor separa entre dois tipos de poder. O primeiro consiste na capacidade de *postergar* os custos de ajuste, enquanto que o segundo consiste na capacidade de *repassar* tais custos a outros países.

O *poder de repassar* origina-se do tamanho e abertura da economia do país, e é, portanto, detido pela “extremidade superior” da hierarquia monetária. Por sua vez, o *poder de postergar* é uma propriedade de países como o Brasil, que, apesar de terem de arcar com os custos do ajuste, podem postergá-lo, se tiverem os recursos necessários.

A fonte do *poder de postergar* é a liquidez externa do Estado, ou seja, as reservas internacionais, em grande parte. *É neste ponto crucial que se encontram a teoria do poder monetário e a análise das reservas internacionais*, articuladas neste trabalho. Segundo a

teoria do PMI, as reservas devem ser suficientes para o país com a menor economia sempre ter à disposição a sua segunda opção na ordem de preferência proposta por Henning: a manipulação da taxa de câmbio, evitando o ajuste macroeconômico. Em diversos aspectos, a teoria de Walter se compara aos conceitos de vulnerabilidade e sensibilidade de Keohane e Nye, que diferencia a capacidade de resistir a pressões externas da capacidade de contorná-los por meio de políticas alternativas.

Por outro lado, o *estadismo monetário* supõe intencionalidade da exploração da relação monetária. Esta conceituação é especialmente importante para as Relações Internacionais, pois não somente leva em consideração fatos da política internacional como consequências da área monetária, mas também como suas origens diretas. Andrews (2006, p. 19-24) divide o estadismo monetário em duas áreas e duas orientações.

Dentro da área das relações monetárias, um Estado pode manipular o uso ou valor de sua moeda para atender interesses de política doméstica ou externa. Os controles de capitais e a restrição do uso externo da moeda são exemplos de políticas com fins internos. A manipulação da taxa de câmbio mútua e a promoção do uso externo da moeda configuram políticas monetárias com fins externos. Kirshner (1997, pp. 8-12) destaca o papel da manipulação do câmbio como a forma mais essencial de uso do poder monetário. Nesta perspectiva, as reservas podem ser vistas como um recurso ativo de poder ao conferir a capacidade de exercício da coerção econômica, uma vez que podem gerar apreciações ou ainda desvalorizações indesejadas (no caso de o país já possuir a moeda alvo nas suas reservas). É importante salientar que, segundo Kirshner (1997), pressões no sentido da valorização da moeda estrangeira, apesar de afastar o câmbio do nível preferido das autoridades monetárias e prejudicar as exportações, possui um poder coercitivo muito inferior às pressões de natureza depreciativa.

A mesma divisão cabe à área das relações financeiras, que abarca o financiamento e provisão de liquidez internacional. Como exemplo de política com fins internos, o autor cita o acesso ao financiamento do FMI, e como exemplo externo, a restrição do acesso de outros Estados a fontes de financiamento.

Além disto, as reservas internacionais também conferem proteção contra o uso *indireto* do estadismo monetário por outro país. O detentor de grandes reservas seria capaz de resistir por mais tempo a um choque na taxa câmbio provocado, no caso, por uma manipulação estrangeira. Isto poderia reduzir, com antecedência, o papel da via monetária nos conflitos inerentes a arenas políticas.

A posse de reservas, neste sentido, não é somente uma ferramenta que gera benefícios pelo seu uso efetivo, gerenciando a taxa de câmbio e evitando crises maiores, mas também uma proteção *a priori* ou “dissuasiva”, evitando que outros Estados ameacem manipular sua relação monetária para gerar influência, por conta de uma expectativa de que esta via não irá funcionar. Este tipo de perspectiva passa despercebida pelos modelos de mensuração de reservas tradicionais, que somente consideram os benefícios de uso, e não de posse, das reservas. Assim, a teoria do PMI pode indicar uma possível direção para futuros estudos na área de reservas ótimas.

A diferenciação entre *poder de postergar* e *poder de repassar* coloca outra dimensão na análise do nível adequado de reservas. Uma vez que são atributos contrapostos na conceituação de Cohen (quanto maior o poder de repassar de uns, mais necessário é o poder de postergar para outros), o volume adequado de reservas estrangeiras é proporcional à diferença de tamanho da economia maior com relação à economia menor (fonte do poder de repassar). Paradoxalmente, seria de se esperar reservas maiores em sistemas de grande desigualdade econômica, uma vez que os Estados precisam se preocupar mais com o repasse de custos de ajuste por outras economias maiores. Esta é uma conclusão consideravelmente abstrata e incerta de se fazer, mas aponta para as possibilidades oferecidas pela teoria do PMI ao estudo da adequação de reservas internacionais.

Portanto, a grande contribuição da teoria do PMI para o presente estudo é a compreensão das reservas internacionais como *um recurso de poder relacional*, influenciando comportamentos econômicos, políticos e securitários (Kirshner, 1997). De um lado, as reservas exercem a função defensiva de um recurso de poder, como mostra a análise do “poder de postergar”, enquanto que, por outro, também cumprem o papel coercitivo, por capacitar seus detentores em manipular o câmbio.

4 AS RESERVAS COMO RECURSO DE PODER: UMA ANÁLISE DE CASOS

Este capítulo objetiva levantar dados e evidências que permitam tirar conclusões a respeito das reservas internacionais quando analisadas como um recurso de poder, bem como avaliar os limites deste tipo de interpretação. Para tanto, subdividimos as características de um recurso de poder de acordo com suas funções inerentes, e buscamos estas funções nas reservas cambiais. Para fins práticos, consideramos as seguintes características:

(i) A posse e o emprego de recursos de poder cumprem uma função de “defesa”. Esta função é dividida entre “proteger” o detentor dos recursos, e “dissuadir” possíveis ataques e coerções externas.

(ii) A posse de recursos de poder oferece meios para coagir outros Estados a mudarem o seu comportamento preferencial. Esta é uma concepção relacional de poder, e corresponde ao uso direto das reservas para exercer pressão externa sobre outros Estados.

Analisamos estas características no caso da China, Brasil, Rússia e Índia separadamente. Estas economias foram escolhidas a partir do volume de reservas cambiais em 2013, da taxa de acumulação de reservas desde 2000, e das características econômicas e políticas dos países. Todos as economias escolhidas fazem parte do grupo do BRICs e possuem elevada sensibilidade¹³ às condições econômicas internacionais, além de estarem em níveis relativamente semelhantes em termos de desenvolvimento. Mais importante, os quatro países aspiram a se inserir ativamente na política internacional, o que estimularia a busca pela acumulação de um recurso de poder.¹⁴

A função “defensiva” inerente a recursos de poder é a faceta mais evidente da acumulação de reservas. Por um lado, ela está refletida na redução da vulnerabilidade externa dos países estudados. Os indicadores de liquidez avaliam de formas diferentes a capacidade de uma economia de resistir pressões e crises econômicas; ou seja, o grau em que as reservas

¹³ Conforme o conceito de Keohane (2001), que equivale ao impacto potencial que mudanças internacionais podem causar no país se este permanecer “passivo” frente a elas.

¹⁴ É particularmente desafiante tomar por foco as economias emergentes, uma vez que diferentes matrizes econômicas e processos de desenvolvimento levaram a políticas de gestão de reservas significativamente diferentes. Contudo, as características dos países do BRICs apontadas acima explicam por que estes países engendraram uma acumulação explosiva de reservas a despeito de suas diferenças, ao concluir que isto resulta da busca por um recurso de poder e autonomia internacional. Como no método comparativo, parte-se de casos com diversas diferenças para explicar um fator similar, através de uma hipótese.

protegem a economia do país. Por outro lado, os modelos de crises cambiais existentes já avaliam o papel dissuasivo das reservas, ao colocar a probabilidade de um ataque especulativo como função inversa ao nível e velocidade de drenagem das reservas.

Contudo, o papel dissuasivo das reservas deve ser analisado em sentido mais amplo, desencorajando “ataques monetários”. Estes incluem desde ataques especulativos, guerras cambiais, manipulação do fluxo de capitais, entre outros, podendo ser direcionados tanto contra a moeda quanto contra a própria condução da economia. Além disto, ataques especulativos podem ter origem em movimentos de mercado, como crises autorrealizáveis, ou por agentes políticos, bem como por um “meio-termo” entre ambos, como grandes especuladores institucionais. O presente trabalho tomou as crises cambiais como sintomáticos de ataques monetários em geral, com enfoque especial para ataques especulativos. Estudos mais abrangentes que avaliem qualitativamente outros tipos de ataques monetários complementariam esta análise.

O conceito de Poder de Postergar é importante para compreender a função defensiva das reservas. Para avaliar como este poder respondeu à acumulação de reservas, foram comparados dois momentos de crise dos países, e analisados como o governo à época reagiu em cada ocasião, de acordo com a ordem de preferências proposta por Henning (2006, p.118).

A função “ofensiva” das reservas é particularmente difícil de averiguar, sendo os discursos e estratégias declaradas os principais insumos para este ponto. Historicamente, a manipulação “predatória” das relações monetárias é um evento relativamente raro e localizado (KIRSHNER, 2006, p.141). Portanto, acumulação de reservas dos BRICs em um ambiente de globalização financeira apenas indica crescentes possibilidades de presenciarmos este tipo de política no futuro.

Para esclarecer os impactos da acumulação de reservas sobre a vulnerabilidade externa, adaptamos uma medida baseada no indicador elaborado pelo CECON em conjunto com meios de pagamentos amplos do país (M2)¹⁵, por serem indicadores mais “pessimistas” que outras medidas disponíveis. O indicador CECON leva em consideração as “Necessidades

¹⁵ Definição que inclui dinheiro impresso, cheques, cadernetas de poupança, e certificados de depósitos inferiores a US\$ 100 mil. Este conjunto da oferta monetária corresponde à parcela que pode ser convertida mais facilmente em ativos estrangeiros.

Brutas de Financiamento Externo” (NBFE), que abarcam o saldo em transações correntes, o estoque da dívida de curto prazo e a parcela da dívida de longo prazo pagável em menos de 12 meses¹⁶, mais o estoque de investimentos em portfólio¹⁷. A lógica por trás da utilização do M2 reside na possibilidade de “fugas de capitais”. Ou seja, não somente a entrada de investimentos no país pode cessar, como também pode haver a retirada em massa das contas bancárias domésticas em busca de títulos estrangeiros. Em conjunto, estes dois indicadores fornecem uma estimativa ampla da vulnerabilidade do país frente a restrições e instabilidades na balança de transações correntes, e na conta financeira e de capital.

4.4 China

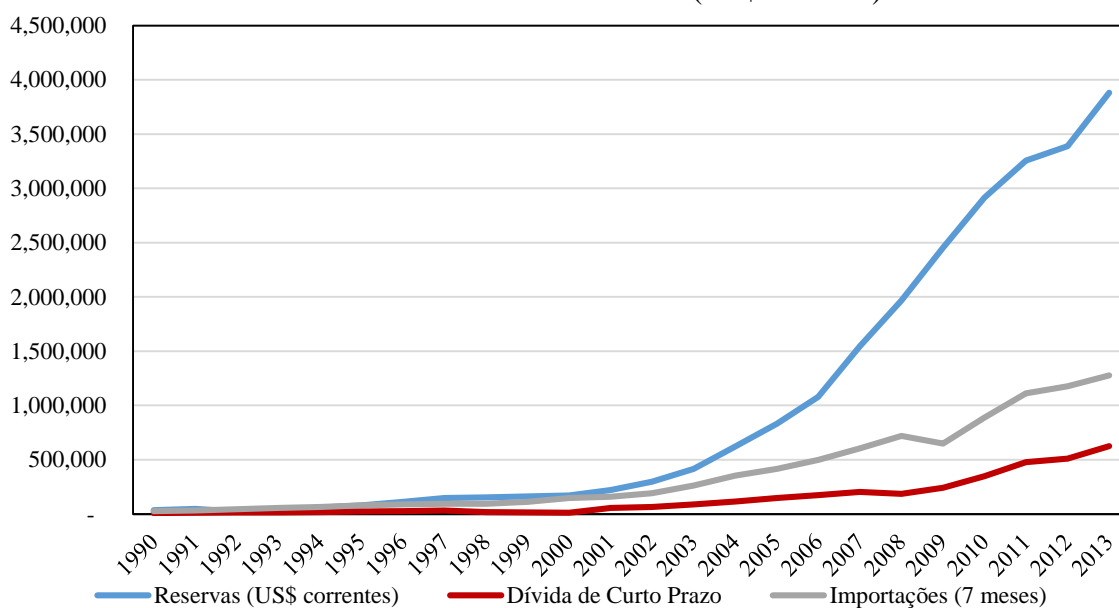
A acumulação de reservas cambiais realizada pela China se sobressai em termos de volume e intensidade. Atingindo US\$ 3,9 trilhões 2013, as reservas chinesas ultrapassavam mais de três vezes o valor detido pelo Japão, que figura no segundo lugar da lista das maiores reservas. Efetivamente, ao se tratar da acumulação explosiva de reservas das economias emergentes a partir dos anos 2000, parte significativa do fenômeno deve-se à China.

O país apresenta uma das maiores taxas de crescimento das reservas no mundo, tendo aumentado, em média, 27% anualmente entre 2000 e 2013. Dentre os países com volumes relevantes de reservas, somente a Arábia Saudita ultrapassa esta taxa. O gráfico a seguir mostra como este crescimento apartou-se dos referenciais utilizados tradicionalmente. Em 2013, as reservas chegaram a um volume mais 6 vezes maior do que a dívida externa de curto prazo, e poderiam financiar o equivalente a 21 meses de importações na ausência de outras fontes de financiamento.

¹⁶ Uma vez que a dívida externa por maturidade residual não é divulgada por todos os países que aderem ao SDDS (*Special Data Dissemination Standards*) do FMI, optamos por não incluir esta variável em todos os países, para manter a comparabilidade entre os casos. O mesmo foi feito para o indicador S&P.

¹⁷ Investimentos estrangeiros com menos de 10% de participação acionária, que são considerados mais instáveis por apresentarem, de forma mais evidente, interesses especulativos e de curto prazo.

Gráfico 1 – Reservas cambiais chinesas - 1990-2013 (US\$ Milhões)



Fonte: Data World Bank, China's State Administration of Foreign Exchange. Elaboração própria.

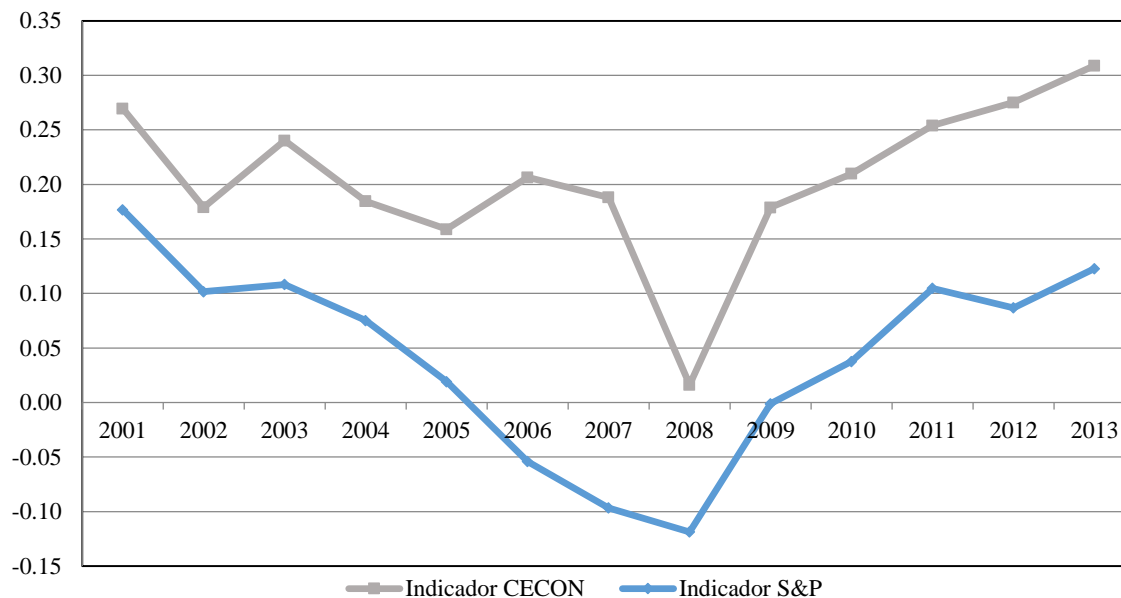
Nota-se, desta forma, a dificuldade de racionalizar a acumulação de reservas da China pelos indicadores tradicionais de cunho precaucional ou mercantilista. Obstfeld (2008), considerando a abertura financeira e o tamanho dos meios de pagamentos amplos como principais indicadores da necessidade de reservas, elaborou um dos modelos que mais perto chegaram de explicar a acumulação chinesa. Porém, este já encontra maiores limitações a partir de 2004, devido a uma parcela inexplicada cada vez maior de reservas chinesas.

Mesmo com o crescimento dos estoques de investimento em portfólio e da dívida de curto prazo, o indicador CECON (Gráfico 2) ultrapassou 0,3 apenas em 2013, indicando que a China se encontra protegida, por uma ampla margem, de uma crise que envolva simultaneamente uma fuga de capitais voláteis e a interrupção da rolagem da dívida de curto prazo. Houve ligeira piora do indicador entre 2001 e 2013 por conta do crescimento dos estoques de portfólio.

O indicador utilizado pela agência de classificação *Standard & Poors*, que não considera os investimentos em portfólio, comportou-se de maneira similar no período. Desde 2008, uma diminuição do superávit em transações correntes deteriorou o resultado deste

indicador. Contudo, desde 2001, a dívida de curto prazo cresceu a uma taxa inferior ao superávit e às reservas, gerando uma melhor liquidez externa da China.

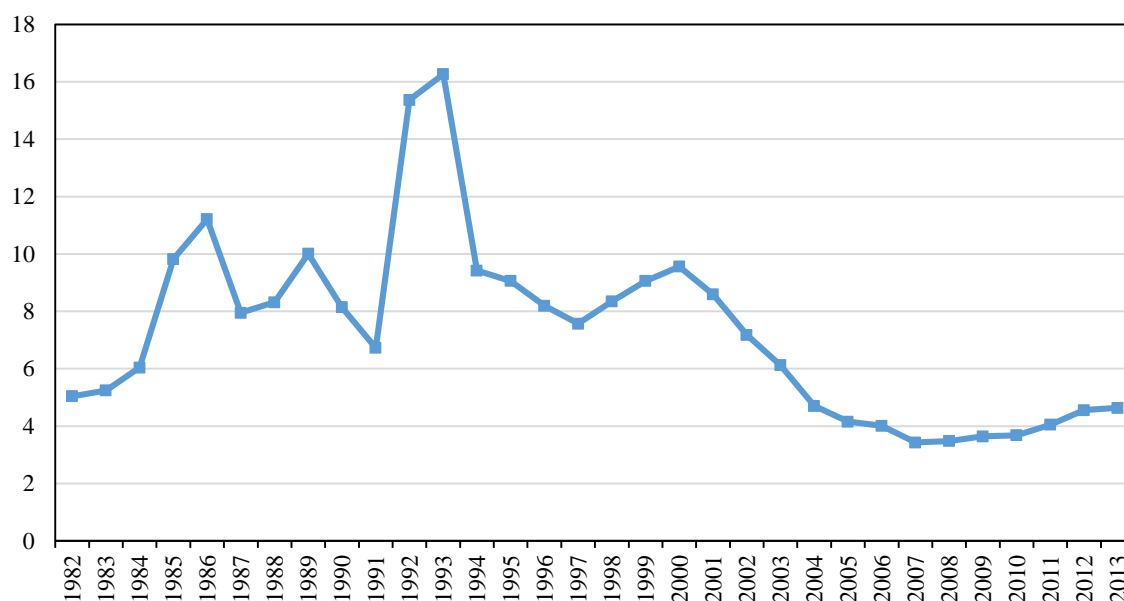
Gráfico 2 – Indicadores de Liquidez – China (2001-2013)



Fonte: Data World Bank, IFS, China's State Administration of Foreign Exchange. Elaboração própria.

A relação entre os meios de pagamentos amplos e reservas da China apresenta tendência de queda desde 2001, passando de 8,6 para 4,6 em 2013. Higgins (2004) destaca que a acumulação de reservas chinesas no início da década de 2000 foi feita de forma parcialmente esterilizada, permitindo que parte das reservas adquiridas passasse para a base de meios de pagamentos amplos. Contudo, o governo chinês, em especial o PBOC, tem apresentado crescente preocupação a respeito de pressões inflacionárias causadas pelas reservas, aumentando o ritmo de esterilização. Como resultado, a relação M2/reservas estabilizou-se a partir de 2005. Estimativas com relação a fluxos ilegais de capitais para fora do país variam de US\$ 108 bilhões a US\$ 404 bilhões por ano, entre 2002 e 2011 (GFI, 2015). Contudo, por conta das regulações impostas a saídas de capitais e da queda da relação M2 sobre reservas, uma intensa drenagem interna e externa das reservas chinesas é improvável.

Gráfico 3 – Relação meios de pagamentos amplos (M2) sobre reservas – China (1982-2013)



Fonte: Data World Bank. Elaboração própria.

No caso chinês, a função de “proteção” das reservas como recurso de poder explica apenas parcialmente a acumulação de estoques de moeda estrangeira, como percebido pela excelente posição do país em todos os indicadores de liquidez e vulnerabilidade. A função de “dissuadir” ataques monetários, portanto, pode ser útil para complementar o entendimento da acumulação chinesa.

A relação entre as reservas e a busca por poder e autonomia, porém, pode ser averiguada apenas indiretamente. Como destacado por Steinberg (2014), a China não sofreu crises cambiais como seus vizinhos na década de 1990, bem como depende muito menos de seu setor externo comparativamente a muitos outros países em desenvolvimento. Portanto, “parece improvável que benefícios econômicos possam explicar *porque* a China acumulou mais de 3 trilhões em reservas cambiais. Fatores políticos devem ser levados em consideração para compreender esta voraz demanda” (STEINBERG, 2014, p. 94) (grifo nosso).

Salientando o risco de depreciação do dólar, Krugman defendeu, em um artigo para o *The New York Times* em 2009, que o governo chinês percebeu somente em 2008 o seu erro em acumular tantas reservas. Este arrependimento é referenciado por Kirshner (2014, p. 229) como o “remorso do comprador”, que resulta da interdependência criada pela China com a

economia e a moeda norte-americana, que, com a crise de 2008, se revelaram mais frágeis do que se assumia inicialmente. Contudo, o argumento da falta de planejamento na acumulação chinesa fica ainda mais duvidoso considerando-se o crescimento de 158% nas reservas cambiais chinesas a partir de 2009.

As origens destas reservas podem ajudar a compreender o nível de intencionalidade e planejamento da política de acumulação. Desde a década de 1980 a China demonstra capacidade de se financiar tanto pela conta corrente, principalmente pelas exportações, quanto pela conta financeira, em especial pela entrada de investimento externo direto. Contudo, há uma tendência para o aumento da participação das exportações de bens (a conta de serviços sempre foi deficitária) no financiamento das reservas, em comparação à entrada de investimentos.

A tabela a seguir apresenta o saldo total de cada conta do Balanço de Pagamentos, agrupado por períodos de 8 a 9 anos. À direita dos valores, está a contribuição daquela conta para o superávit ou déficit total do Balanço, que corresponde à variação das reservas (desconsiderando-se Erros e Omissões). As exportações de bens e serviços originavam aproximadamente 41% dos créditos totais entre 1990 e 1997, passando a 64% entre 2006 e 2014, enquanto que a entrada de investimento passou de 79% para 42%. Ou seja, a China vem se tornando cada vez menos dependente da atração de investimentos para garantir sua liquidez externa. À medida que a alta poupança interna se converte em investimentos e maiores saldos de exportação, as reservas crescem através das Transações Correntes.

Tabela 2 – Balanço de Pagamentos da China (1990-2014)

	1990-1997		1998-2005		2006-2014	
	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%
<u>Transações Correntes</u>	73	24	370	42	2.206	53
Bens e Serviços	95	31	380	43	2.242	54
Rendas	-35	-11	-111	-13	-206	-5
Transferências unilaterais correntes	13	4	101	11	170	4
<u>Conta Capital</u>	-0	0	4	0	31	1
<u>Conta Financeira</u>	157	51	322	36	1.256	30
Investimento direto	182	59	400	45	1.461	35
Inv. em portfólio	16	5	-22	-2	237	6
Outros Investimentos	-40	-13	-55	-6	-443	-11
<u>Ativos em Reservas¹⁸</u>	-137		-695		-3.131	
<u>Erros e Omissões</u>	-93		-1		-362	

Nota: Porcentagens equivalem à razão entre a conta e o somatório de todos os créditos, resultando em sua participação positiva ou negativa para o superávit do Balanço de Pagamentos (desconsiderando-se Erros e Omissões).

Fonte: China's State Administration of Foreign Exchange. Elaboração própria.

As vultosas reservas advindas das exportações chinesas são um reflexo do desequilíbrio do comércio internacional. O endividamento norte-americano possibilita a sustentação de uma demanda cada vez maior por produtos chineses, que recebe dólares em contrapartida. De fato, o *conflito de ajuste* mais relevante vivido hoje é aquele que opõe a posição devedora americana à condição credora da China. Os motivos e consequências deste desequilíbrio são amplamente debatidos.

De acordo com a teoria convencional, o ajuste deveria se processar automaticamente à medida que a maior demanda por produtos chineses valorizasse o Renminbi, que estaria artificialmente sub-valorizado. Desde 2005, o Banco Central chinês alterou sua política de controle cambial para um sistema de flutuação controlada, com base em uma cesta de moedas, cujos pesos não são revelados. Desde então, o câmbio vem valorizando anualmente de forma gradual. Esta mudança, contudo, dificilmente é atribuível a pressões de mercado, e sim a um planejamento de burocratas e políticos chineses frente às pressões externas e ao planejamento

¹⁸ As reservas são contabilizadas com sinal inverso no Balanço de Pagamentos. Desta forma, a soma dos ativos em reservas com o resultado das contas corrente, capital e financeira, mais os Erros e Omissões, deve ser zero.

dos impactos da expansão monetária sobre a inflação. Como destaca Steinberg (2014, p.96), oficiais do PBOC (Banco Central chinês) são contrários à acumulação desenfreada de reservas, por conta de suas consequências na economia interna chinesa.

Uma vez que não é razoável esperar que o ajuste automático aconteça, fica em aberto quem deve “tomar a iniciativa” e arcar com os seus custos. Por um lado, a ortodoxia defende um ajuste interno na economia chinesa, valorizando sua moeda e diminuindo exportações. Por outro, há quem defenda que o problema reside na baixa poupança doméstica dos consumidores americanos (PETTIS, 2013, pp. 19-22).

Como este conflito efetivamente se resolveria (e não como *deveria* se resolver) é um tema relativamente pouco explorado pela teoria econômica convencional. Contudo, a teoria do PMI defende que o país com a maior capacidade de afetar o outro por meio de seu setor externo (que depende do tamanho da economia e da abertura comercial) possui *poder de repassar* os custos de ajuste (ANDREWS, 2006, pp. 10-14).

Porém, o comércio bilateral entre China e Estados Unidos é vital para ambas as economias. Em 2014, os produtos chineses compõem cerca de 20% das importações americanas, enquanto que igual participação se aplica à importância dos Estados Unidos nas exportações chinesas (CIA FACTBOOK, 2015). Portanto, nenhum dos dois países estaria disposto a arriscar este comércio para repassar os custos de ajuste. Este impasse gera um quadro de “desequilíbrio crônico” no comércio entre a China e os Estados Unidos.

Cohen (2014, p. 54) destaca que, em termos concretos, os Estados Unidos nunca exerceram grande pressão sobre a China para que um ajuste político ou cambial fosse realizado. Isto se torna ainda mais evidente analisando os outros casos de conflitos de ajuste vivenciados pelos Estados Unidos, onde o uso do *poder de repassar* foi bem-sucedido. Este foi o caso da teoria da locomotiva, advogada por Carter em 1977-1978, que coagia o Japão e a Alemanha a adotarem políticas fiscais expansionistas. Juntamente com o segundo choque do petróleo, os superávits destes países desapareceram em 1980. O acordo do Plaza, executado em 1985 pelo governo Reagan, apreciou o Iene, que passou de ¥239 para ¥128 por dólar. No governo Clinton, em meados de 1990, novamente o Iene apreciou-se frente a pressões norte-

americanas, chegando à taxa histórica de ¥80 por dólar (HENNING, 2006, pp. 125-129; HELLEINER e KIRSHNER, 2014, p. 21).

Nada desta magnitude se passa entre Estados Unidos e China atualmente. O poder de repassar, por um lado, é severamente limitado pela dependência política americana ao consumo de produtos chineses e pela crescente internacionalização das fábricas americanas para a China, em níveis muito superiores ao que ocorria entre EUA e Japão. Por outro, o governo americano não demonstra disposição em adotar uma estratégia de alavancagem no curto prazo, usando questões políticas ou securitárias para forçar um ajuste (ZHAO, 2011).

Com relação ao *poder de postergar*, a China vem acumulando reservas em uma escala suficiente para obter duas vantagens principais, pelo que é possível analisar hoje: proteger-se completamente contra reversões na conta financeira sem necessitar de ajustes econômicos internos; e obter controle absoluto sobre o câmbio, se for do interesse do governo chinês (e, em especial, do PBOC) um câmbio mais valorizado no futuro. Ambas considerações dizem respeito a uma precaução de longo prazo.

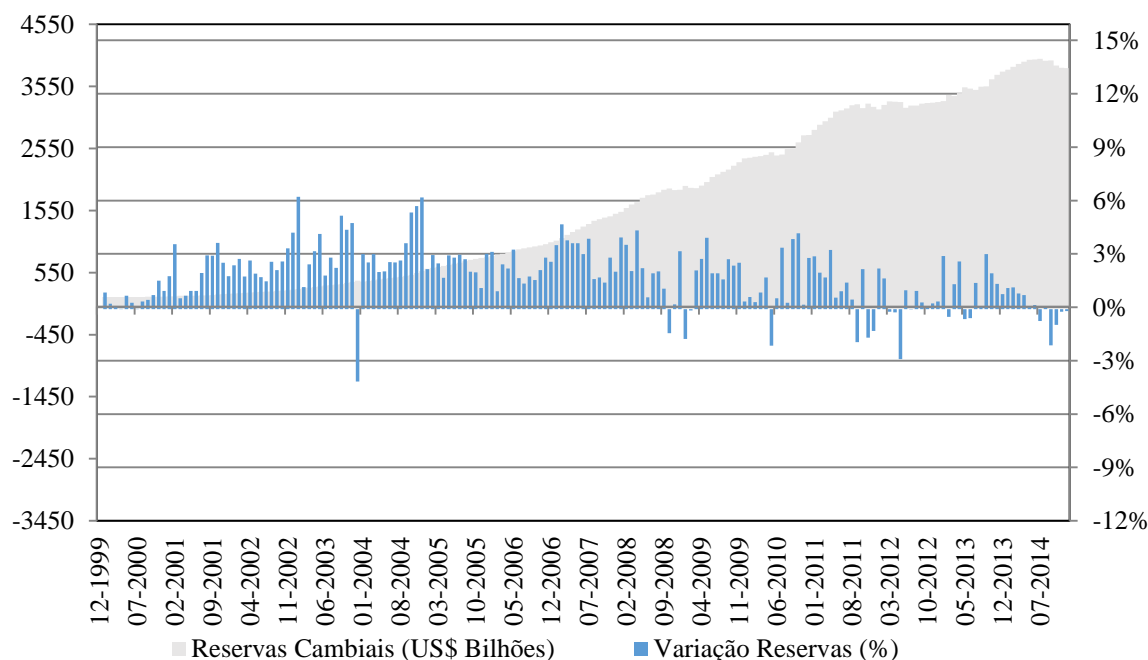
Ambas vantagens se refletem em maior autonomia de planejamento econômico de longo prazo (COHEN, 2008). Pettis (2013) destaca que a expansão monetária e desvalorização do câmbio chinês fazem parte de um modelo de crescimento baseado em alta poupança e altos investimentos, e não em simples estímulo às exportações. Se o estadismo chinês prevê um cenário onde o crescimento será dirigido pelo setor interno mais que pelo externo, acumular reservas hoje pode fazer sentido em uma estratégia de longo prazo onde um câmbio mais valorizado tomará importância.

A função dissuasiva das reservas cambiais chinesas é particularmente difícil de avaliar de forma indutiva, uma vez que não há registros de crises cambiais no país, antes ou depois da sua acumulação. Pode-se apenas conjecturar que a inexistência de “ataques monetários” à China, incluindo ataques especulativos, guerras cambiais e manipulação monetária, é atribuível ao controle do governo sobre a movimentação de capitais e à acumulação de uma “Grande Muralha de Dinheiro”¹⁹.

¹⁹ HELLEINER, Eric; KIRSHNER, Jonathan. *The Great Wall of Money*. Cornell University Press, Londres, 2014.

A China, na condição de um polo econômico e de poder internacional com um câmbio controlado, possui fortes motivos para se proteger e dissuadir ataques especulativos. Um estudo do FMI indica que países com regime de câmbio fixo tendem a ser mais suscetíveis a ataques especulativos (BUBULA e OTKER-ROBE, 2003). Em países que lograram sustentar este regime de câmbio, somente é possível medir os ataques especulativos através da análise de *proxies* para as pressões sobre o câmbio, sendo uma delas o uso das reservas internacionais.²⁰ O gráfico a seguir mostra que a China nunca “utilizou” mais que 4% de suas reservas. Uma vez que a China não sofreu grandes drenagens de reservas antes de sua acumulação, não é possível realizar uma comparação para tirar conclusões sobre sua função dissuasiva.

Gráfico 4 – Variação mensal das reservas cambiais chinesas – 1999-2014



Fonte: China State Administration of Foreign Exchange. Elaboração própria.

Nota: reservas cambiais não incluem ouro

Os modelos de crise cambial buscam avaliar a possibilidade de ataques especulativos de forma indutiva com origem no comportamento dos agentes frente aos fundamentos macroeconômicos do país. Nesta perspectiva, acumular reservas faria sentido, uma vez que a

²⁰ Utilizar a variação das reservas internacionais apresenta diversas limitações, pois podem ser afetadas por mudanças nos sistemas de avaliação das reservas, movimentações associadas a empréstimos oficiais ou mudanças na estratégia de gerenciamento (BUBULA e OTKER-ROBE, 2003). Portanto, o gráfico apenas indica de forma abrangente a possibilidade de pressões sobre o câmbio.

manutenção de um sistema cambial rígido em conjunto com uma expansão monetária e creditícia são ingredientes para uma crise cambial de acordo com os modelos de terceira geração (FERRARI FILHO e PAULA, 2004).

O impacto da acumulação de reservas internacionais em dissuadir ataques monetários em amplo sentido, com origem em agentes políticos ou semi-políticos, permanece em aberto. Uma acumulação de reservas nesta escala sugere fortemente grande capacidade de desencorajar ataques monetários com motivações políticas, como no caso de um país credor estimular uma fuga de capitais da China. Como destacam Helleiner e Kirshner (2014, p.6), a decisão política chinesa de acumular reservas está intimamente relacionada a uma necessidade de “resguardar o poder e segurança nacional”. Após a crise asiática de 1997, o conceito de “segurança financeira” ganhou importância para os formuladores de política do país.

Com respeito à faceta “ofensiva” das reservas chinesas, é interessante notar que estas chegaram a níveis suficientes para exercer coerção sobre qualquer país no mundo, inclusive os Estados Unidos. Como notado por Lawrence Summers (2004), Secretário do Tesouro americano, as reservas chinesas são uma “arma nuclear” para serem usadas *in extremis*. Segundo o Secretário, os Estados Unidos estariam vivendo uma “balança do terror financeiro”. Como destaca Cohen,

If any nation is in a position to use its newly acquired influence more purposively, it is China. As many have noted, Beijing’s huge hoard of dollars gives it a potentially potent weapon vis-à-vis Washington – a tool with which to manipulate the value and stability of the dollar. At any time the dollar could be undermined by dumping greenbacks on the world’s currency exchanges or even simply by declining to add dollars to China’s reserves in the future. Such threats would take little effort on China’s part and could be carefully calibrated for maximum effect. (COHEN, 2008, p. 8)

Ao redirecionar a compra de parte de suas reservas para a moeda de qualquer outro país menor, a China possui capacidade de prontamente causar uma pressão apreciativa no câmbio daquele país, forçando-o a comprar dólares para contrabalancear o efeito chinês. Além de causar uma pressão apreciativa na moeda do país menor, o que pode prejudicar suas exportações (KIRSHNER, 2006), a China passa a deter um volume da moeda estrangeira, que posteriormente pode ser vendida, causando uma consequente depreciação no câmbio daquele

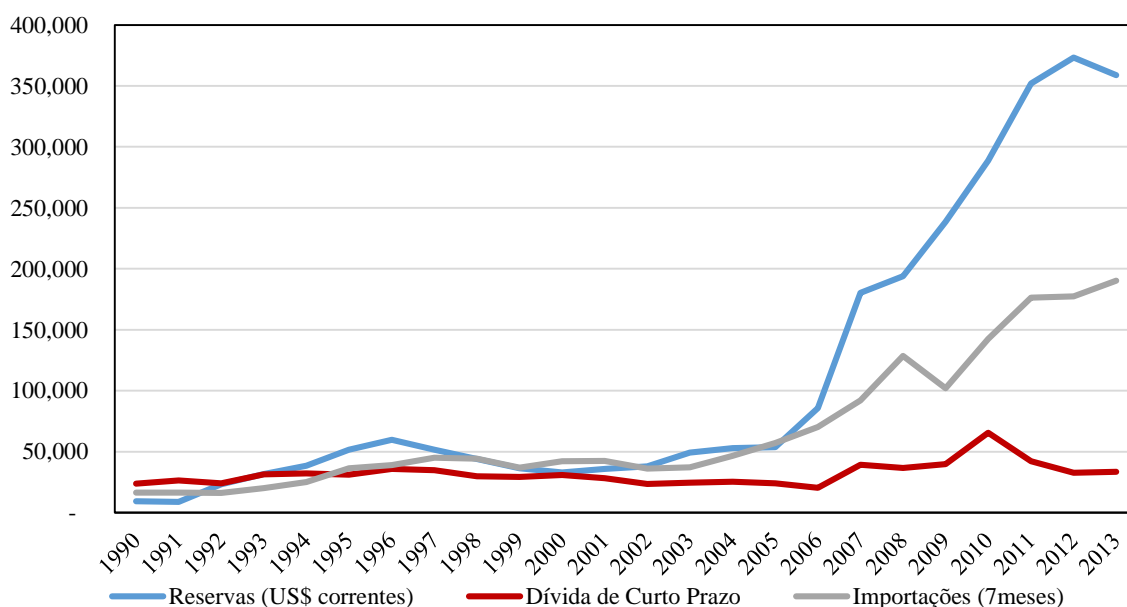
país. Em outras palavras, as reservas chinesas são uma munição para causar instabilidade cambial.

Como analisado por Cohen e DeLong (2012), a criação de Fundos Soberanos configura uma forma mais direta de exercício de influência através das reservas internacionais. A China Investment Corporation conta com um ativo de US\$ 575,2 bilhões para realizar investimentos, incluindo a compra de participação em empresas estrangeiras. Apesar de não ser reconhecido publicamente, motivações de caráter político sempre permeiam as movimentações deste tipo de fundo. Em termos práticos, através deste fundo, o governo chinês pode sentar-se juntamente ao conselho de acionistas de empresas estrangeiras.

4.2 Brasil

No caso brasileiro, a acumulação de reservas acentuou-se somente a partir de 2005, crescendo, em média, 26,8% ao ano, chegando a US\$ 358,8 bilhões em 2013, um montante equivalente a 16% do PIB. Se levado em conta o crescimento das importações, as reservas ultrapassam em 89% o recomendado pela regra tradicional, que prevê uma cobertura de 7 meses, assumindo uma repentina escassez em outras fontes de financiamento. Pela razão dívida de curto prazo sobre reservas, o total acumulado ultrapassa em 971% o previsto.

Gráfico 5 – Reservas cambiais brasileiras - 1990-2013 (US\$ Milhões)



Fonte: Data World Bank, Banco Centra do Brasil. Elaboração própria.

Assim como no caso chinês, os indicadores tradicionais pouco explicam a recente expansão das reservas cambiais do Brasil. Contudo, motivações precaucionais são muito mais evidentes na acumulação brasileira. O plano de estabilização monetária do Real, engendrado na década de 1990, alicerçou-se em um sistema de “vasos comunicantes”, que previa o lastramento da quantidade de moeda no Brasil ao nível das reservas internacionais. Para que a cotação do Real não ultrapassasse os limites das bandas cambiais e estimulasse um processo inflacionário, era necessário incentivar a entrada de capitais estrangeiros por meio do aumento das taxas de juros.

Mesmo com o afrouxamento do controle cambial, as taxas de juros e a entrada de capitais financeiros persistiram. Em 2007, ano em que as reservas mais que dobraram, o fluxo líquido de investimentos em portfólio cresceu 433%, e os Investimentos Diretos Estrangeiros passaram para um saldo 110% maior que dois anos antes.

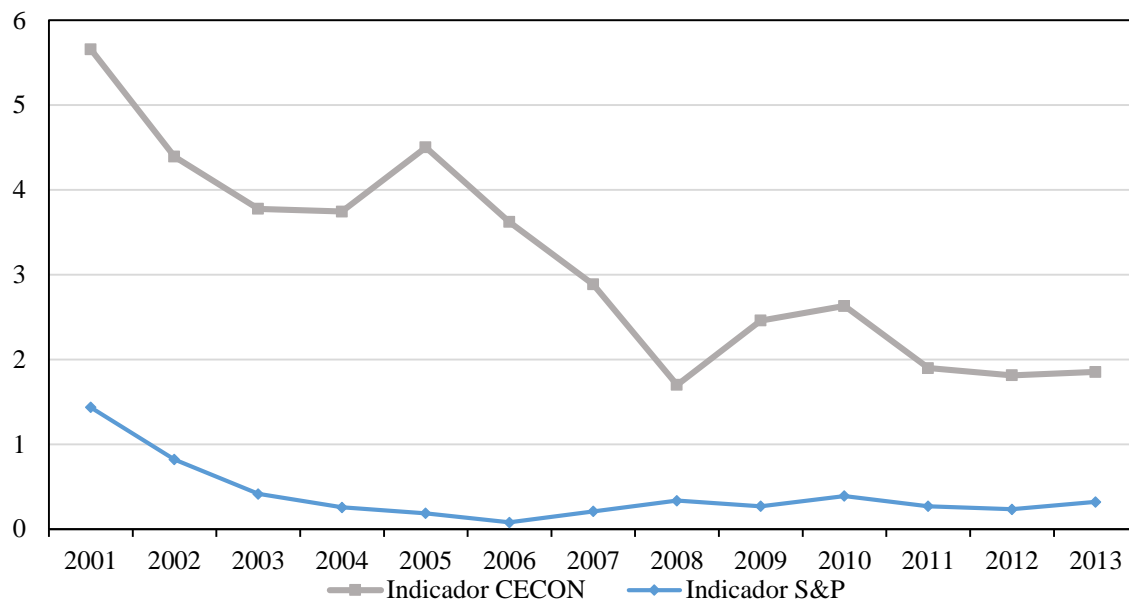
Ao contrário da Conta Corrente, os resultados da Conta Financeira requerem maior precaução do Banco Central. Na medida em que estes capitais podem retornar aos seus detentores originais, o país vê maiores riscos em utilizá-los para apreciar o câmbio ou investir internamente. Diferentemente da China, quase a totalidade das reservas brasileiras está “atrelada” à Conta Financeira.

Desde 2001, o Brasil logrou diminuir sua vulnerabilidade externa, pela ótica da liquidez. O indicador CECON (Gráfico 6), que auxilia a medir as pressões potenciais sobre as reservas, reduziu-se 5,7 para 1,8 em 2013. Todos os elementos que compõem o indicador aumentaram no período, com exceção da dívida externa de Curto Prazo, que permaneceu relativamente estável, em 9% das reservas. A maior parte da melhora resulta do crescimento das reservas a uma taxa superior aos estoques de investimento em portfólio. Em 2001, estes somavam 422% do volume de reservas, caindo para 153% em 2013.

O indicador Standard & Poors revela uma situação mais favorável. Com um indicador inferior a 1 a partir de 2002, o Brasil conseguiria contemplar as suas necessidades brutas de financiamento externo, que incluem o saldo das transações correntes e o estoque da

dívida de curto prazo. Desta forma, o país ainda possui grau de investimento segundo esta agência de classificação.

Gráfico 6 – Indicadores de Liquidez – Brasil (2001-2013)



Fonte: Data World Bank, IFS, Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Dentre os países dos BRICs, o Brasil possui a maior relação entre estoque de portfólio e reservas internacionais. Ambos estoques cresceram em conjunto no decorrer da década, gerando uma alta correlação entre as duas variáveis ($r= 0,925$). Assim, com relação ao motivo precaucional da acumulação de reservas, os investimentos em portfólio assumem destaque no caso brasileiro.

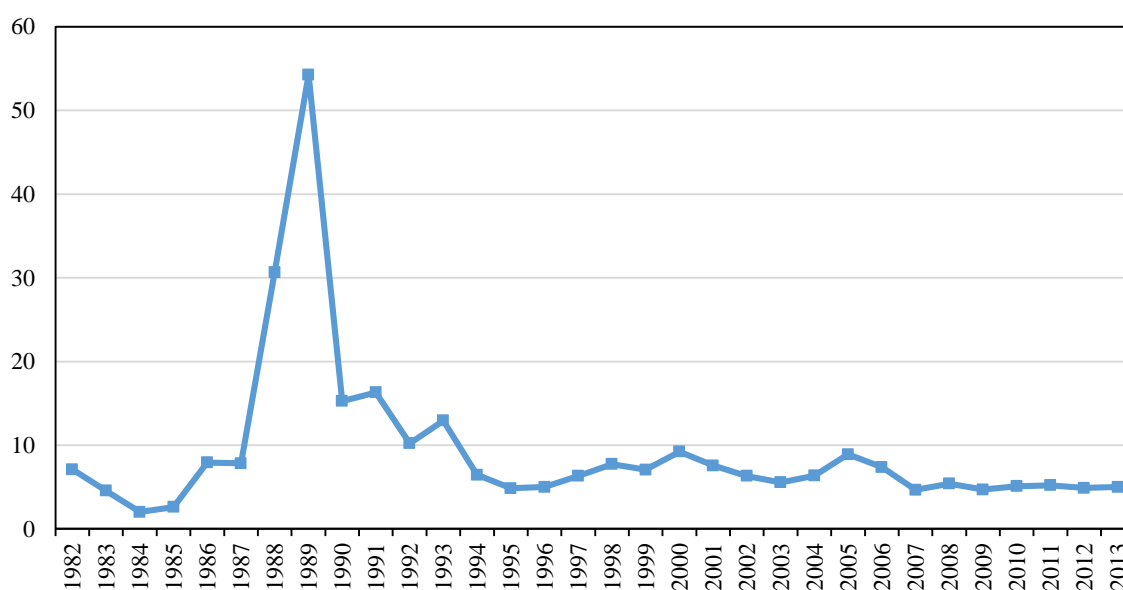
Biancarelli (2014) destaca que os indicadores de liquidez refletem apenas parcialmente a redução da vulnerabilidade externa do Brasil. Diferentemente de 1999, a maior parte das dívidas do país está denominada em moeda local, significando que uma depreciação do câmbio, em uma situação de ataque especulativo, melhoraria a liquidez externa do país.

A relação entre os meios de pagamentos amplos (M2) e o volume de reservas é especialmente importante para o Brasil, que não conta com mecanismos de controle de saídas de capitais domésticos tão restritos quanto a Índia ou a China, e que depende da entrada de capitais para financiar seus déficits em Transações Correntes, ao contrário da Rússia. Segundo

estimativas da Global Financial Integrity, houve uma “fuga de capitais”²¹ do Brasil na ordem de US\$ 18,4 bilhões anuais entre 2000 e 2009, enquanto que em 1998, frente à iminente crise cambial, esta quantia foi de US\$ 55 bilhões. Segundo estas estimativas, cerca de 80% destes fluxos são ilegais, sendo, em sua maioria, pelo subfaturamento de exportações. (GFI, 2014)

A relação entre o M2 e as reservas oscila em torno de 5 a 6 desde 1995, em um nível ligeiramente superior ao notado na China e na Índia. Portanto, a exposição brasileira a fuga de capitais permanece inalterada, devido a uma expansão monetária em igual proporção à acumulação de reservas. Assim, somente é possível concluir que, em um cenário de drenagem interna e externa de reservas, a acumulação de reservas do Brasil reduziu a sua vulnerabilidade apenas aos capitais externos. Para determinar se o nível de M2 sobre reservas já era adequado em 1995, análises mais detalhadas seriam necessárias.

Gráfico 7 – Relação meios de pagamentos amplos (M2) sobre reservas – Brasil (1982-2013)



Fonte: Data World Bank. Elaboração própria.

Como salientado, as origens das reservas sempre estiveram centradas na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. Entre 2006 e 2014, esta conta foi responsável por 94% de todos os créditos que contribuíram para a acumulação de reservas. O investimento externo direto assume uma importância crescente com a política de atração de investimentos e

²¹ Calculado contabilmente pela diferença entre fontes e usos registrados de recursos (método residual do Banco Mundial), e ajustado pelos Erros e Omissões, para capturar os movimentos ilícitos de capitais. (GFI, 2014)

privatizações do governo Fernando Henrique Cardoso. A conta de Rendas utilizou 48% dos créditos provenientes da conta financeira para financiar salários, dividendos e retornos sobre investimentos.

Tabela 3 – Balanço de Pagamentos do Brasil (1990-2014)

	1990-1997		1998-2005		2006-2014	
	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%
<u>Transações Correntes</u>	-73,9	-41	-84,0	-32	-363,8	-52
Bens e Serviços	-3,8	-2	55,6	21	-60,4	-9
Rendas	-86,6	-48	-157,9	-61	-333,4	-48
Transferências unilaterais correntes	16,5	9	18,4	7	29,9	4
<u>Conta Capital</u>	1,5	1	2,9	1	6,4	1
<u>Conta Financeira</u>	121,3	67	86,7	33	655,4	94
Investimento direto	37,1	21	153,0	59	385,0	56
Inv. em portfólio	125,2	69	29,3	11	272,4	39
Outros Investimentos	-41,0	-23	-95,6	-37	-1,9	0
<u>Ativos em Reservas²²</u>	-44,4		-0,6		-299,2	
<u>Erros e Omissões</u>	-4,5		-4,9		1,2	

Nota: Porcentagens equivalem à razão entre a conta e o somatório de todos os créditos, resultando em sua participação positiva ou negativa para o superávit do Balanço de Pagamentos (desconsiderando-se Erros e Omissões).

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Para compreender o *poder de postergar* conferido pela acumulação de reservas do Brasil, buscaremos entender as respostas do país em dois momentos de crise, um em 1999, e outro a partir de 2008.

A crise e conseqüente moratória russa de 1998 geraram uma crise de confiança dos investidores com relação à capacidade dos emergentes em realizar os ajustes econômicos necessários, o que foi confirmado no caso brasileiro pela crescente dívida pública e déficits em transações correntes, antecipando uma fuga de capitais (BRASIL, MURTA e SAMOHYL, 2003). Com relação aos capitais domésticos, estima-se que saíram cerca de US\$ 55 bilhões do país (GFI, 2014, p. 12), enquanto que o fluxo líquido de investimentos em portfólio foi 80% menor no ano. Em maio de 1998, o Banco Central começou a intervir ativamente com a venda

²² As reservas são contabilizadas com sinal inverso no Balanço de Pagamentos. Desta forma, a soma dos ativos em reservas com o resultado das contas corrente, capital e financeira, mais os Erros e Omissões, deve ser zero.

de dólares para manter o regime cambial, utilizando 55% das reservas até fevereiro de 1999. Com as reservas chegando a níveis insustentáveis, a capacidade de postergar o ajuste econômico exauriu-se, o que é agravado pela percepção de especuladores que uma depreciação aguda estaria por vir. Neste momento, o governo se viu entre duas alternativas: abandonar o regime cambial ou realizar as medidas restritivas exigidas pelo FMI (MURTA e SAMOHYL, 2003). Uma vez que a estrutura de receitas e gastos do governo está alicerçada em um determinado pacto político interno, o governo opta pela desvalorização cambial. Entre dezembro de 1998 e fevereiro de 1999 o câmbio depreciou-se em 56%. Os impactos deste ajuste forçado somente não foram mais graves porque grande parte do setor privado já estava protegido por mecanismos de *hedge* (GOLDFAJN, 2000, p. 21).

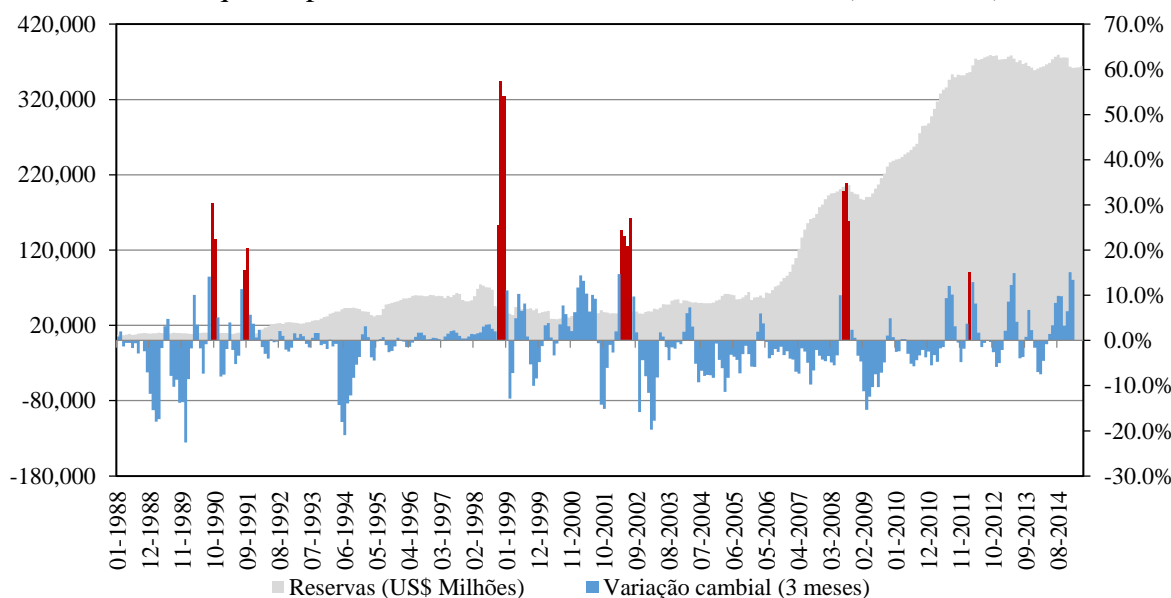
Por outro lado, a resposta do Brasil à crise financeira de 2008 foi qualitativamente diferente, sendo o poder de postergar os custos de ajuste a principal diferença entre as duas ocasiões. Em 1998, o Banco Central brasileiro detinha US\$ 44 bilhões em reservas, correspondendo a 5% do PIB ou 146% da dívida externa de curto prazo, enquanto que em 2008 este montante era de US\$ 194 bilhões, correspondendo a 12% do PIB, ou 528% da dívida. No segundo semestre de 2008 houve uma depreciação nominal do câmbio de cerca de 41%. Porém, ao contrário da crise cambial de 1998, o Brasil tinha a opção da venda de dólares à disposição. Entre outubro de 2008 e janeiro de 2009, o governo gastou US\$ 19,6 bilhões de suas reservas para estabilizar o câmbio. Desta forma, não foram necessários auxílios do FMI, nem mudanças de econômicas ou institucionais profundas. No segundo semestre de 2009, o câmbio voltou ao seu patamar original, respondendo à intervenção do Banco Central.

A função dissuasiva das reservas era evidente no planejamento da política de reservas, como demonstra a declaração de Alexandre Tombini, presidente do Banco Central:

O que observamos é um resultado mais prático: quando o nível de reservas é percebido como robusto, menor a necessidade de utilizá-las. Como entramos na crise de 2008 com um volume considerável de reservas, para aquele contexto econômico, não precisamos utilizar mais do que uma fração para enfrentar as pressões daquele momento. Se o montante de reservas fosse um pouco menor, talvez tivéssemos que ter usado um volume muito maior do que de fato usamos. (TOMBINI, 2011)

Esta percepção está de acordo com as expectativas dos modelos de crises cambiais, segundo os quais um nível menor de reservas incentiva especuladores a testarem os limites do controle do Banco Central sobre a taxa de câmbio. De fato, percebe-se que houve menos crises cambiais²³ com o aumento das reservas. Como mostra o gráfico a seguir, entre 1990 e 2005 houve, em média, um mês de crise cambial a cada 2,7 anos, enquanto que, a partir da acumulação de reservas em 2005, esta frequência média caiu para um mês de crise a cada 5 anos. A intensidade destas crises também reduziu, passando de uma média de 29,2% para 27,4% de depreciação por crise.

Gráfico 8 – Ataques especulativos e Reservas Cambiais – Brasil (1988-2014)



Nota: barras vermelhas indicam ataques especulativos (depreciação real acumulada maior que 15%)

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

4.3 Rússia

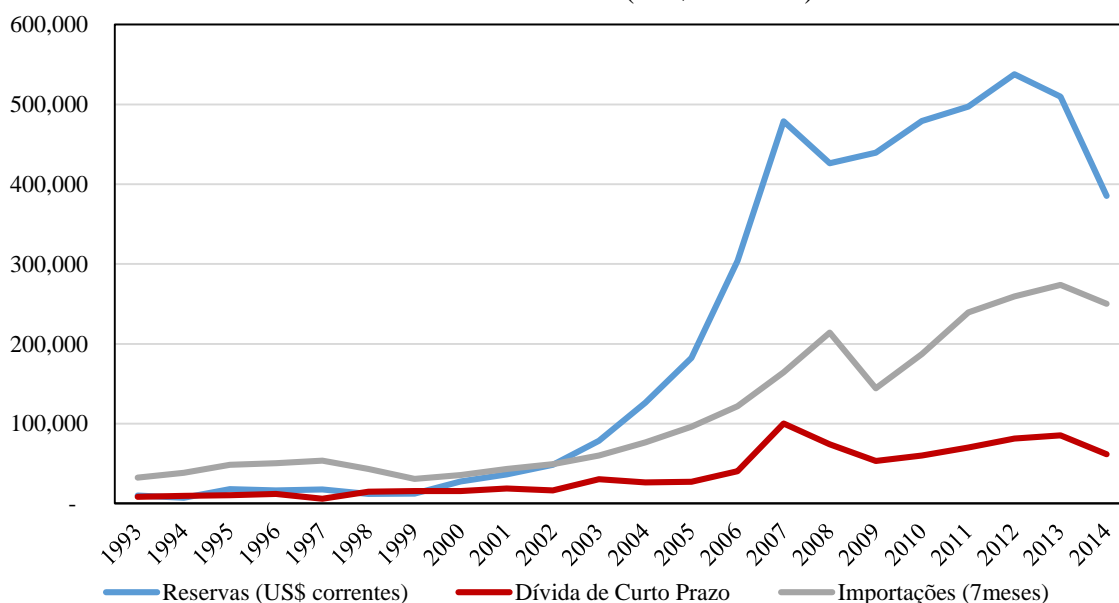
As reservas estrangeiras russas experimentaram uma virada em 2003 com o aumento dos preços do barril do petróleo e, conseqüentemente, das exportações do país. Entre 2003 e 2013, as reservas cambiais da Rússia cresceram em média 15,5% ao ano, totalizando US\$

²³ Baseamos o conceito de crise cambial no trabalho de Esquiviel e Lerrain (1998), onde um dos métodos para identificar um ataque especulativo é quando a taxa de câmbio real acumulada em três meses é maior ou igual a 15%. Desta forma, desconsidera-se ataques especulativos mal sucedidos e depreciações com objetivo de ajustar o câmbio à inflação (MURTA e SAMOBYL, 2003, p. 8)

509,7 bilhões em 2013, ou 24,3% do PIB. Com crescentes superávits em Transações Correntes, o país acumulou divisas suficientes para conseguir sustentar o equivalente a 13 meses de importações em 2013, em muito superando a regra convencional. Ademais, o país acumulou um estoque de reservas seis vezes maior que sua dívida de curto prazo neste ano.

Em 2014 as reservas sofreram uma acentuada queda, chegando a níveis inferiores aos notados na crise de 2008. Este quadro faz parte da resposta do Banco Central russo para conter a forte desvalorização do Rublo no último ano, bem como deve-se à depreciação do Euro, componente majoritário de suas reservas. A cobertura em meses de importações baixou de 13 para 10,8 meses, ainda superando a regra convencional. A razão dívida de curto prazo sobre reservas permaneceu estável. Pode-se esperar uma rápida recuperação dos níveis de reservas nos próximos anos, o que é corroborado por declarações de oficiais do Banco Central (REUTERS, 2015). Portanto, utilizaremos os níveis “normais” pré-crise de 2013 para estudar a vulnerabilidade externa russa, uma vez que não pretendemos tomar uma perspectiva estritamente conjuntural e de curto prazo.

Gráfico 9 – Reservas cambiais russas - 1993-2013 (US\$ Milhões)

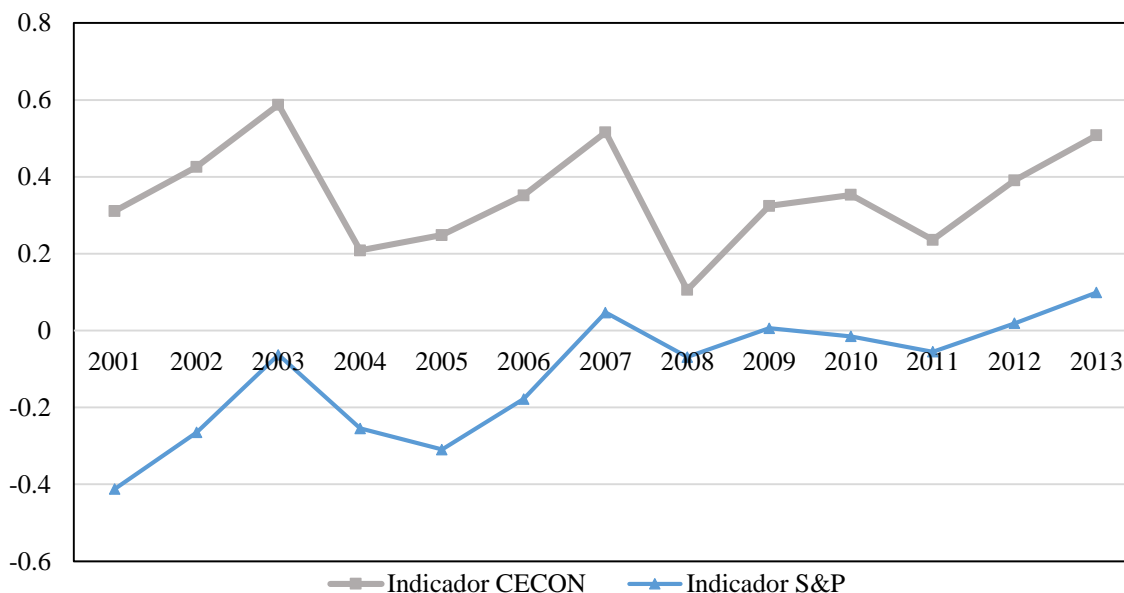


Fonte: Data World Bank, Banco Central russo. Elaboração própria.

Em termos de vulnerabilidade externa, o país permaneceu em uma situação confortável desde 2001, flutuando entre 0,2 e 0,6 no indicador CECON. Portanto, o país conseguiria suprir as suas necessidades de financiamento de curto prazo, suportando, em

conjunto, uma saída de capitais voláteis por um período maior que um ano, sem experimentar uma depreciação insustentável do Rublo. A variação do indicador no período é largamente atribuível à volatilidade do superávit em Conta Corrente.

Gráfico 10 – Indicadores de Liquidez – Rússia (2001-2013)



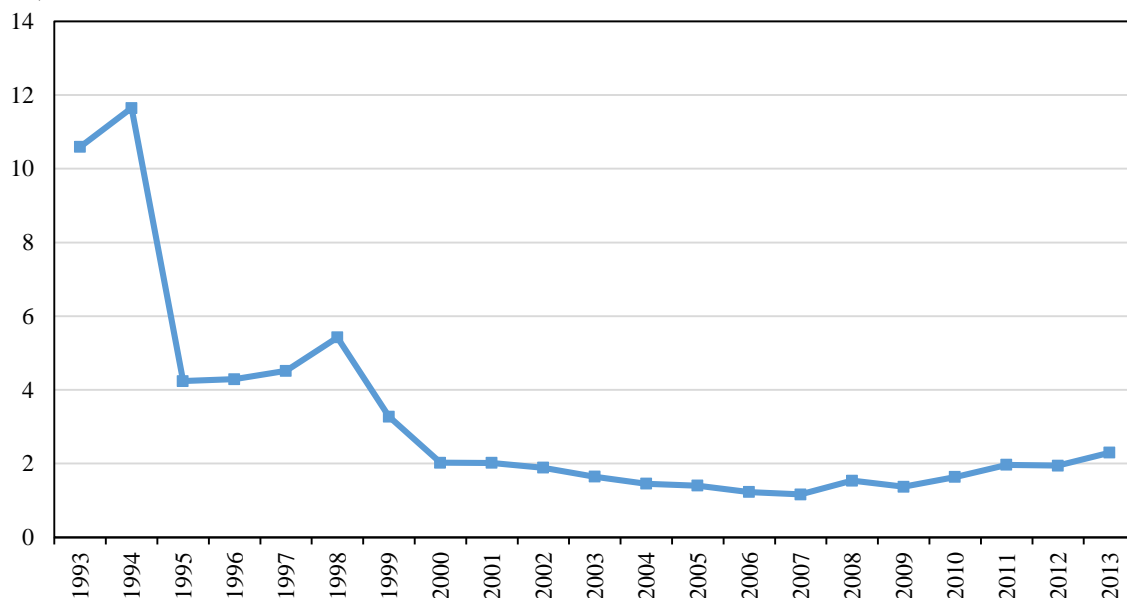
Fonte: Data World Bank, IFS, Central Bank of Russia. Elaboração própria.

Portanto, em termos precaucionais, o país estaria em uma situação de sobreacumulação de reservas, levando-se em consideração apenas os estoques de investimento em portfólio e da dívida externa de curto prazo. Somados, estes montantes englobam 58% do volume de reservas, deixando 42% livres para financiar as importações em uma possível reversão dos superávits do Balanço de Pagamentos.

Contudo, os capitais estrangeiros não são a única preocupação das autoridades russas. O país expandiu suas reservas cambiais a uma taxa superior à expansão dos meios de pagamentos amplos (M2), diminuindo a fragilidade do país a fugas de capitais domésticos. Em 1998, o país se viu frente a uma saída de capitais privados domésticos relativa a cerca de 6% do PIB (aproximadamente U\$ 16,3 bilhões), configurando uma das principais crises financeiras da década (OBSTEFELD, 2008, p.8). Efetivamente, a possibilidade de drenagens duplas passa a ser uma preocupação do governo, que não permitiu, até 2011, que as reservas

caíssem para menos da metade da quantidade de moeda em circulação que pode ser convertida em moeda estrangeira.

Gráfico 11 – Relação meios de pagamentos amplos (M2) sobre reservas – Rússia (1993-2013)



Fonte: Data World Bank. Elaboração própria.

As divisas originadas das exportações de petróleo são, em grande parte, utilizadas para financiar déficits nas contas de capitais e financeira e na conta de Rendas. Em 2008, e em 2013 e 2014, houve déficit no Balanço de Pagamentos, resultante da saída líquida de investimentos em portfólio e de resultados negativos na conta de Outros Investimentos, em especial por conta de Empréstimos. Entre 1998 e 2005, a exportações de Bens e Serviços originou 90,6% das entradas de valores, enquanto que a conta de Rendas “consumiu” 19% destas entradas.

Tabela 4 – Balanço de Pagamentos da Rússia (1990-2014)

	1990-1997		1998-2005		2006-2014	
	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%
<u>Transações</u>						
<u>Correntes</u>	59,4	35,8	459,9	70,5	484,2	51,6
Bens e Serviços	100,5	60,6	591,4	90,6	938,6	100
Rendas	-43,3	-26,2	-122,8	-18,8	-410,8	-43,8
Transferências unilaterais correntes	2,2	1,3	-8,7	-1,3	-43,6	-4,6
<u>Conta Capital</u>	0,1	0,1	-36,2	-5,5	-59,5	-6,3
<u>Conta Financeira</u>	-13,1	-7,9	59,0	9	-463,1	-49,3
Investimento direto	7,6	4,6	17,1	2,6	-59,5	-6,3
Investimento em portfólio	55,4	33,4	-2,2	-0,3	-87,9	-9,4
Outros Investimentos	-66,1	-39,9	44,2	6,8	-315,7	-33,6
<u>Ativos em Reservas²⁴</u>	-9,9		-425,1		85,8	
<u>Erros e Omissões</u>	-46,4		-57,7		-47,3	

Nota: Porcentagens equivalem à razão entre a conta e o somatório de todos os créditos, resultando em sua participação positiva ou negativa para o superávit do Balanço de Pagamentos (desconsiderando-se Erros e Omissões).

Fonte: Central Bank of Russia

Para compreender o impacto das reservas russas na capacidade de postergar os custos de ajuste frente a crises, analisaremos as respostas do governo à crise de 1998 e à recessão de 2008. Isto permite esclarecer como a Rússia se valeu de um dos principais componentes da função defensiva das reservas internacionais.

Como indicado no Gráfico 9, as reservas russas cobriam somente 82% da sua dívida em 1998, e 28% das suas importações. A queda nos preços do petróleo resultante da recessão asiática de 1997 restringiu as fontes de financiamento externo do país, desafiando o sistema de câmbio controlado então vigente. Entre 1997 e 1998, o fluxo líquido de investimentos em portfólio decresceu 81,1%, enquanto que houve uma fuga de capitais domésticos na ordem de

²⁴ As reservas são contabilizadas com sinal inverso no Balanço de Pagamentos. Desta forma, a soma dos ativos em reservas com o resultado das contas corrente, capital e financeira, mais os Erros e Omissões, deve ser zero.

US\$ 16,3 bilhões (OBSTEFELD, 2008, p.8), estimulada pela alta nas taxas de juros americanas. Em agosto, o governo reduziu em 32% suas reservas na tentativa de manter o valor do Rublo, porém declarou moratória da dívida externa, cujo serviço já ultrapassava a sua receita fiscal. Ao exaurir a capacidade do governo em manter o regime de bandas cambiais, foi necessário deixar o rublo flutuar livremente, passando do patamar de 7 RUR/USD para 21 RUR/USD em setembro.

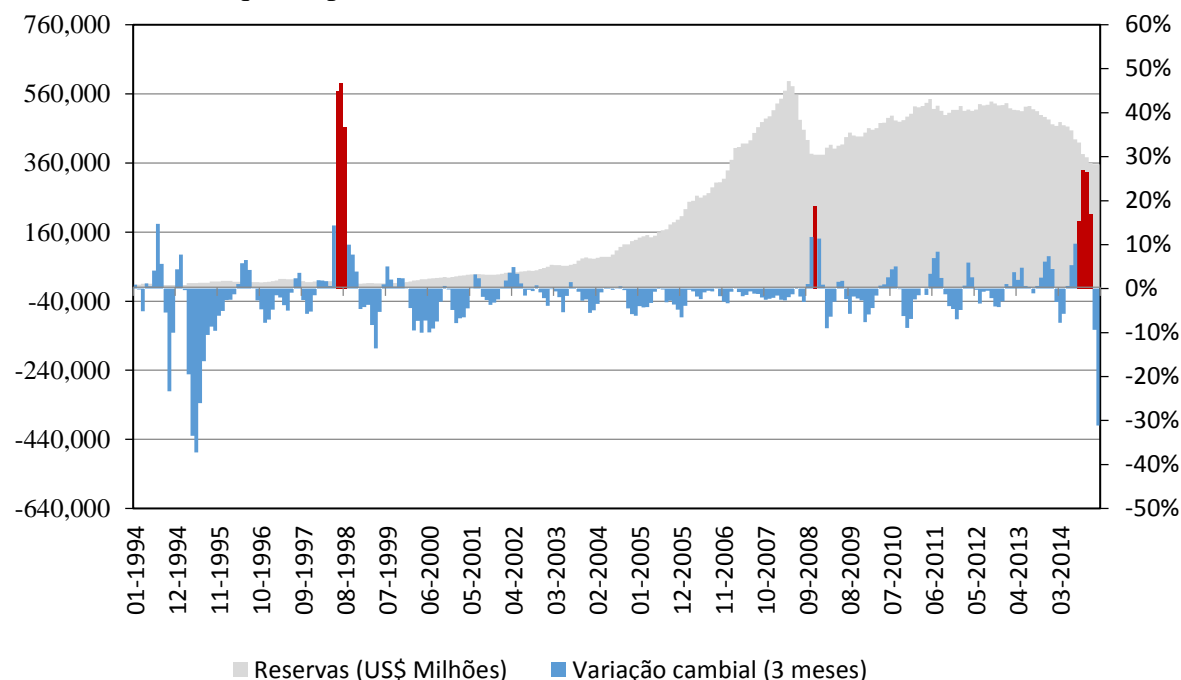
Em 2008, as reservas russas tinham a capacidade de financiar 14 meses de importações, bem como equivaliam a 5,7 vezes o total da dívida de curto prazo, em muito apartando-se da condição de liquidez notada uma década antes. Esta condição é resultado do crescimento dos preços do petróleo e da liberalização financeira, permitindo a entrada em larga escala de capitais estrangeiros (Tabela 4) (BIS, 2013, p. 294). A dependência do país em relação ao petróleo resultou em uma posição particularmente frágil na crise, na medida em que capitais investidos saíram em massa do país buscando minimizar o risco. Em 2008 houve uma saída líquida de investimentos em portfólio de US\$ 35,4 bilhões, além de uma fuga ilícita estimada em aproximadamente US\$ 11 bilhões (GFI, 2013). Entre agosto de 2008 e março de 2009 houve uma depreciação nominal de 26,7% do Rublo, resultante do alargamento das bandas cambiais. A depreciação foi imediatamente gerenciada com a venda de US\$ 213 bilhões das reservas, reduzindo em 36% o montante devido pelo país. Com isto, o governo logrou estabilizar o câmbio.

Ambas as crises fortemente impactaram a economia russa, dado que fortes reversões na balança comercial e nos fluxos de investimentos permearam as duas. Contudo, a liquidez externa restrita na primeira crise obrigou o país a declarar moratória da dívida e pedir auxílio ao FMI, enquanto que os custos da segunda foram assumidos internamente com intervenções no câmbio e aumento das taxas de juros. A Rússia efetivamente logrou postergar seus custos de ajuste, evidenciando o papel defensivo de suas reservas. Na ausência de reformas estruturais necessárias, novas restrições tendem a surgir, como indicam as tendências recessivas que surgem a partir de 2013. Salienta-se, portanto, que o poder de postergar apenas oferece alternativas de política a curto prazo, evitando a perda de autonomia externa em situações conjunturalmente adversas.

A função dissuasiva das reservas como recurso de poder é particularmente difícil de medir no caso russo. Como mostra o Gráfico 12, somente ocorreram três ataques especulativos desde 1994, um antes e dois depois da acumulação de reservas. A intensidade da crise cambial vivida em 1998, que envolveu depreciações reais acima de 40%, foi muito superior à vivenciada em 2008, que, segundo dados do BIS (2015), envolveu uma depreciação de 18,9% do valor externo do Rublo. Nota-se que, durante a crise de 2008, houve uma queda repentina e aguda nas reservas, em resposta a uma depreciação de igual perfil.

Em 2013, a pressão sobre a taxa de câmbio foi crescente, bem como as reservas caíram de forma gradual. No limiar de atingir a marca de US\$ 360 bilhões, a depreciação disparou, em um movimento que sugere um ataque especulativo mais definido, coincidindo com a conjuntura adversa em decorrência dos conflitos na Ucrânia. Se o país não possuísse condições de liquidez externa para suportar uma crise cambial, é possível que a invasão não tivesse sido uma opção à época. Um economista do banco Morgan Stanley afirmou que a Rússia foi, de fato, submetida a um ataque especulativo à sua moeda (FINANCIAL TIMES, 2015).

Gráfico 12 – Ataques especulativos e Reservas Cambiais – Rússia (1994-2014)



Nota: barras vermelhas indicam ataques especulativos (depreciação real acumulada maior que 15%)

Fonte: BIS, Banco Central da Rússia. Elaboração própria.

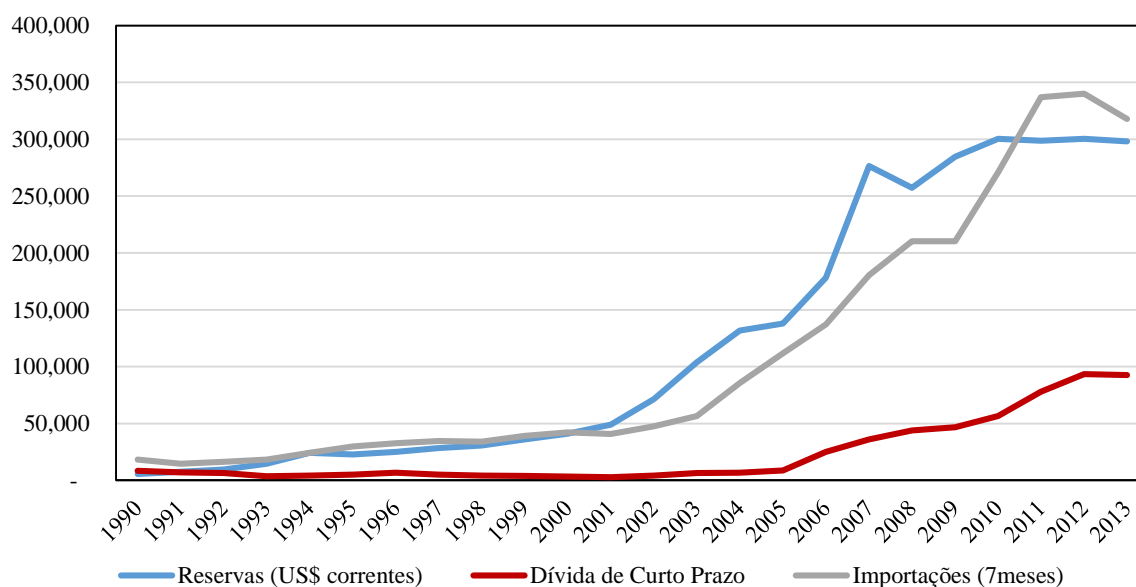
Portanto, o gráfico acima sugere que as reservas russas são particularmente vigiadas por especuladores esperando um sinal de fraqueza, e que o nível de US\$ 500 bilhões oferece um grau de dissuasão seguro para o Banco Central, como corroborado por declarações oficiais. Deve-se salientar que grande parte da perda de reservas a partir de 2013 deve-se à depreciação do Euro, que compõe a maioria das reservas russas.

5.4 Índia

As reservas internacionais indianas cresceram a partir de 2001 a uma taxa média anual de 16,2%, totalizando US\$ 298,1 bilhões em 2013. No caso indiano, as reservas demonstram uma relação muito mais próxima com o volume de importações que outros países dos BRICs, parcialmente por conta de elevados déficits na Balança Comercial.

Segundo o *Reserve Bank of India* (Banco Central indiano), em dezembro de 1990, o país encontrava-se com reservas para suprir apenas três semanas de importações, as quais foram completamente esgotadas com a crise de 1991. Entre 1994 e 2001, as reservas foram ajustadas de forma a cobrir a regra “expandida” de sete meses, caindo para seis meses somente em 2010.

Gráfico 13 – Reservas cambiais indianas - 1990-2013 (US\$ Milhões)



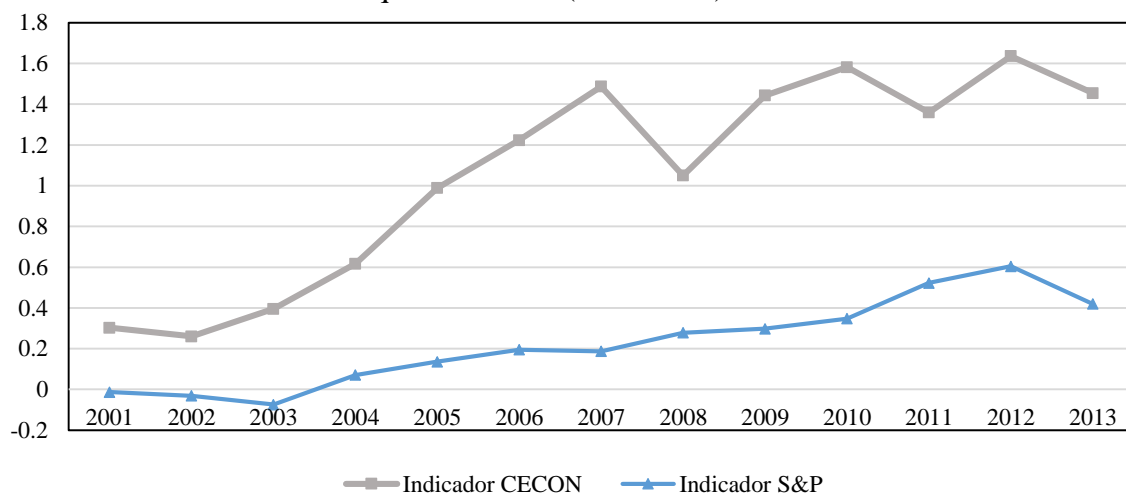
Fonte: Data World Bank, Reserve Bank of India. Elaboração própria.

O gerenciamento das reservas baseado em meses de importações persistiu até 1994, quando as diretrizes são reconfiguradas, buscando abarcar fatores de ordem financeira. São elas: (i) garantir a confiança das comunidades financeiras e comerciais internacionais; (ii) gerenciar fatores sazonais e climáticos no Balanço de Pagamentos; (iii) defender-se de tendências especulativas e ações antecipatórias de agentes do mercado de câmbio; e (iv) minimizar os custos de manter a liquidez. (REDDY, 2002).

Desta forma, a relação entre dívida de curto prazo e reservas passou de 1,51 em 1990 para 0,17 em 1994, mantendo-se em níveis semelhantes até hoje. Somente entre 2001 e 2009 as reservas foram suficientes para cobrir tanto a dívida de curto prazo quanto sete meses de importações.

Entre 2001 e 2005 a Índia tinha capacidade de resistir a uma saída do capital investido em portfólio, pagar a dívida de curto prazo frente à suspensão de novas entradas, e financiar o déficit em conta corrente, como demonstra o indicador CECON abaixo de 1. A piora deste indicador está relacionada principalmente com o crescimento dos estoques de investimento em portfólio, que superaram as reservas em 2006. Desconsiderando-se este tipo de investimento, a liquidez indiana ainda mostra tendência de piora, devido ao aumento da dívida de curto prazo e aos déficits em conta corrente crescendo a uma taxa superior às reservas. Contudo, o indicador S&P abaixo de 1 indica que o país ainda possui grau de investimento segundo a agência de classificação.

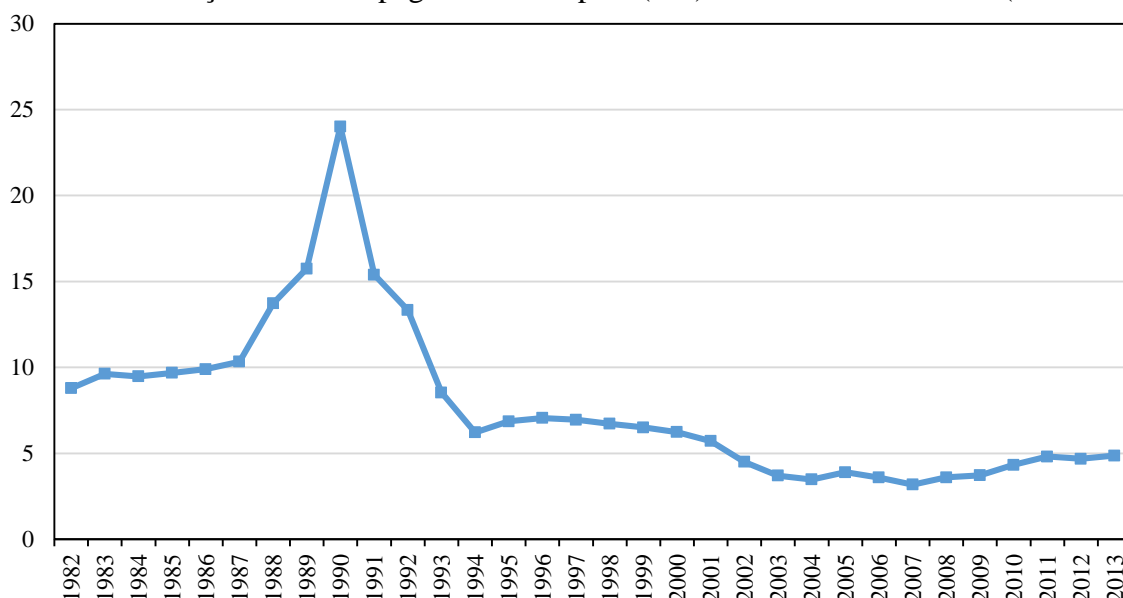
Gráfico 14 – Indicadores de Liquidez – Índia (2001-2013)



Fonte: Data World Bank, IFS, Reserve Bank of India. Elaboração própria.

A relação entre os meios de pagamentos amplos e as reservas melhorou desde 1991, quando houve a drenagem completa das reservas cambiais indianas. Desde 2000, o tamanho do M2 comparado às reservas diminuiu de 6,2 vezes para 4,9, chegando a 3,2 em 2007. Esta relação está em linha com os níveis notados no Brasil e na China.

Gráfico 15 – Relação meios de pagamentos amplos (M2) sobre reservas – Índia (1982-2013)



Fonte: Data World Bank. Elaboração própria.

Por conta das grandes restrições à retirada de capitais por indivíduos e empresas existentes no país, fugas de capitais são extremamente limitadas, e a possibilidade de drenagens duplas nas reservas indianas são pequenas. Contudo, apesar destes controles, fugas de capitais ilegais são uma preocupação das autoridades monetárias indianas. Em agosto de 2013, frente a pressões depreciativas no câmbio, o banco central indiano restringiu quantitativamente o limite de retirada de capitais por indivíduos de US\$ 200 mil por ano para US\$ 75 mil, bem como limitou as saídas de investimentos por empresas²⁵. Portanto, as reservas, no caso da Índia, buscam proteger o país majoritariamente de capitais de estrangeiros (não-residentes) e de flutuações no mercado de câmbio.

²⁵ O Banco Central indiano utilizou controles de caráter quantitativo sobre a movimentação de capitais internacionais para evitar crises no Balanço de Pagamentos, reduzindo a necessidade de maiores reservas. Outra categoria de controle de capitais são as restrições qualitativas, que agem indiretamente sobre o montante movimentado, como, por exemplo, é o caso da tributação sobre operações financeiras ou cambiais.

As reservas indianas resultam exclusivamente de movimentações financeiras, tanto por investimentos estrangeiros e empréstimos quanto por transferências unilaterais correntes. É evidente o aumento da importância dos Investimentos Estrangeiros devido à liberalização financeira, dos quais os investimentos estrangeiros em portfólio e os investimentos estrangeiros diretos cresceram proporcionalmente. Contudo, as transferências unilaterais correntes geram 44% de todos os créditos entre 2006 e 2013, comparado a 29% dos Investimentos Estrangeiros.

Tabela 5 – Balanço de Pagamentos da Índia (1990-2013)

	1990-1997		1998-2005		2006-2013	
	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%	US\$ Bilhões	%
<u>Transações Correntes</u>	-34,9	-28,0	0,1	0,0	-338,2	-36,2
Bens e Serviços	-66,2	-53,0	-101,5	-39,3	-647,0	-69,2
Rendas	-27,7	-22,2	-35,1	-13,6	-106,0	-11,3
Transferências unilaterais correntes	59,0	47,2	136,7	52,9	414,8	44,4
<u>Conta Capital e Financeira</u>	58,2	46,6	117,3	45,4	480,4	51,4
Investimento Estrangeiro (Direto e Portfólio) ²⁶	25,8	20,6	66,4	25,7	271,2	29,0
Investimento Estrangeiro Direto	11	-	39	-	252	-
Investimento Estrangeiro em Portfólio	15	-	42	-	134	-
Empréstimos	26,6	21,3	20,6	8,0	173,2	18,5
Capital Bancário	9,1	7,3	25,4	9,8	75,7	8,1
Serviço da Dívida	-7,8	-6,2	-4,5	-1,7	-0,7	-0,1
Outros Investimentos e Capitais	4,5	3,6	9,4	3,6	-39,1	-4,2
<u>Ativos em Reservas²⁷</u>	-23,9		-117,9		-141,7	
<u>Erros e Omissões</u>	1		0		-1	

Nota: Porcentagens equivalem à razão entre a conta e o somatório de todos os créditos, resultando em sua participação positiva ou negativa para o superávit do Balanço de Pagamentos (desconsiderando-se Erros e Omissões).

Fonte: Reserve Bank of India

²⁶ As publicações do *RBI* para o período estudado não permitem a distinção entre os resultados líquidos dos investimentos em portfólio e os investimentos diretos.

²⁷ As reservas são contabilizadas com sinal inverso no Balanço de Pagamentos. Desta forma, a soma dos ativos em reservas com o resultado das contas corrente, capital e financeira, mais os Erros e Omissões, deve ser zero.

No décimo Plano Quinquenal indiano foi estabelecido que os fluxos de capitais líquidos deveriam quadruplicar, de forma a manter o déficit em Transações Correntes em níveis sustentáveis, e que, para tanto, as reservas deveriam aumentar substancialmente para conferir segurança de liquidez do Banco Central aos investidores, frente à crescente liberalização externa (ÍNDIA, 2002). Não somente as reservas aumentaram 386% até 2007, como o saldo de capitais cresceu quase 10 vezes.

Percebe-se que, no caso indiano, as reservas não são somente um efeito da liberalização financeira, mas também resultado de um planejamento com o intuito de evitar que o episódio de 1991 se repetisse, provendo liquidez para financiar os déficits comerciais, controlar o câmbio e impedir ataques especulativos.

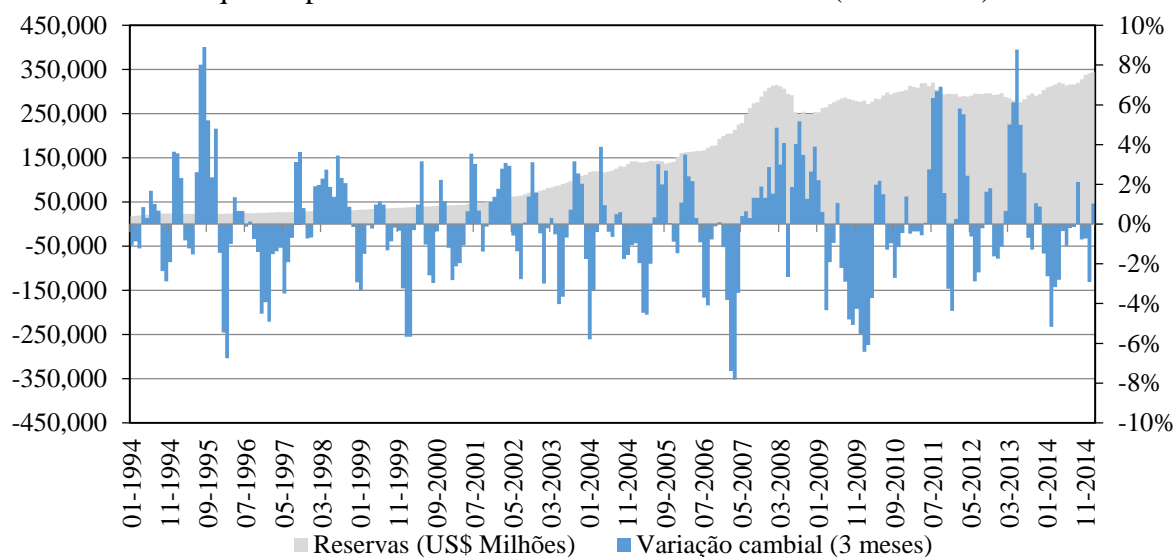
Efetivamente, a experiência indiana frente à crise financeira de 2008 foi muito diferente daquela vivenciada em 1991, devido, em parte, a uma capacidade muito maior em postergar os custos de ajuste. Em ambas as crises, o país apresentava fundamentos macroeconômicos que indicavam fragilidade estrutural, como déficits comerciais e públicos crescentes. As causas destas crises divergem substancialmente, bem como o regime cambial vigente. Contudo, nos dois casos, a decisão que o governo foi obrigado a tomar reflete a ordem de preferências proposta por Henning (2006, p.118): forçar o ajuste de outra economia; aceitar uma mudança na taxa de câmbio; ou ajustar a própria economia.

Nos meses precedentes à crise de 1991, as reservas cambiais indianas conseguiam pagar somente três semanas de importações, causando uma escassez de bens básicos na economia (JOHRI e MILLER, 2002). Para obter US\$ 2,8 bilhões em auxílio externo, o governo teve de transportar 134 toneladas de ouro de suas reservas como garantia. A instabilidade política interna resultante culminou no fim do governo de Chandra Shekhar. Em julho de 1991, o governo foi obrigado a provocar uma desvalorização de 19% no câmbio (JOHRI e MILLER, 2002), e, em março de 1993, foi abandonado o regime de câmbio fixo, o que permitiu maiores desvalorizações da Rúpia. Com a perda do controle sobre o câmbio, o ajuste interno da economia foi a única alternativa viável para evitar uma deterioração econômica ainda mais profunda. Narasimha Rao assumiu como Primeiro Ministro e engendrou uma série de reformas liberalizantes, com o objetivo de contenção de déficits, controle inflacionário e captação de investimentos estrangeiros (ÍNDIA, 1991).

No despontar da crise de 2008, a Índia tinha a sua disposição reservas suficientes para sustentar 8,5 meses de importações, na ausência de outros financiamentos externos. Segundo estimativas da Global Financial Integrity, em 2008 houve uma fuga ilícita de capitais na ordem de 28,3 bilhões, representando um crescimento de 469% em comparação a 2007 (GFI, 2010). O balanço de pagamentos foi severamente afetado por uma reversão nos fluxos de portfólio, que somaram uma saída líquida de US\$ 20,1 bilhões. No início de maio, o Banco Central começa a efetivamente reagir à depreciação da Rúpia, com a venda de aproximadamente 67 bilhões em reservas em um período de seis meses. A intervenção cessou com a estabilização do câmbio em um nível aproximadamente 25% maior. Ao contrário de 1991, apenas 21% das reservas foram utilizadas, e não foi necessário recorrer ao FMI ou realizar políticas restritivas profundas. Em 2009, a Índia anunciou a compra de 200 toneladas em ouro do FMI, demarcando a sua nova condição em termos de liquidez.

De acordo com a metodologia de Esquível e Lerrain (1998), a Índia não experimentou nenhum ataque especulativo desde 1994, uma vez que não houve depreciação real acumulada em três meses maior que 15%. Contudo, sabe-se que no processo de ajuste da crise de 1991 houve severas depreciações reais da Rúpia. Utilizando um patamar de 5% de depreciação real (equivalente ao nível notado na crise de 2008), nota-se uma maior frequência de crises cambiais a partir de 2001, com uma média de um mês de crise a cada 17 meses, comparado a um a cada 27 meses no período anterior. Isto pode ser explicado pelo crescimento do influxo de capitais voláteis após a crise de 2008, reduzindo o impacto do “poder dissuasivo” das reservas. Houve depreciações significativas em 1995/2, 2008/2, 2011/2, 2012/1 e 2013/2. Porém, se levada em conta a gravidade dessas crises, o período posterior a 2001 apresentou melhor desempenho.

Gráfico 16 – Ataques especulativos e Reservas Cambiais – Índia (1994-2014)



Nota: por conta de escassez de dados, reservas cambiais mensais antes de 2001 foram estimadas a partir de dados anuais do Banco Mundial.

Fonte: BIS, Banco Mundial, Banco Central da Índia. Elaboração própria.

Portanto, percebe-se que, no caso indiano, a função dissuasiva não é tão evidente quanto em outros países. Não é possível traçar conclusões assertivas a este respeito, uma vez que não houve “ataques especulativos” no período estudado, mas apenas crises cambiais moderadas. Porém, a função das reservas em reduzir o impacto das crises sobre o câmbio pode ser notada novamente, dado que as pressões depreciativas da crise de 2008 foram significativamente reduzidas em comparação aos anos anteriores, como em 1995, quando houve uma depreciação acumulada de 8,91%.

A utilidade das reservas internacionais para fins securitários é muito menos evidente na Índia comparativamente à China. Porém, podem-se notar considerações de caráter geopolítico em debates acerca da adequação de reservas no país. Como declarado pelo vice-governador do *Reserve Bank of Índia*,

Geopolitical factors do give different levels of comfort of ready availability of forex resources from official sector through bilateral or multilateral channels. India has to constantly make and review its assessment of such access, noting that adequacy of forex reserves needs to be assessed with reference to changing perceptions of the economy in the market place as well as among governments or the official sector. In brief, a practical issue is, how much of judgemental, non-economic, and non-market considerations are relevant in assessing adequacy of forex reserves? (REDDY, 2002)

Dos casos estudados, nota-se que a função de proteger é a mais evidente, tanto nas motivações quanto nas consequências da acumulação de reservas. A comparação entre os momentos de crise mostra um efetivo aumento no *poder de postergar* dos países. Contudo, a escala desta acumulação mostra-se menor que o esperado inicialmente, principalmente no caso da Índia, que deteriorou sua vulnerabilidade externa no período (apesar de ainda estar em níveis razoáveis) e do Brasil, que, embora tenha aumentado em muito a proporção entre as reservas e as NBFÉ, ainda tem sua liquidez reduzida pelos altos estoques de portfólio.

A função de dissuasão apresenta papel importante nas motivações de acumular reservas. Isto se evidencia tanto de forma indireta, pela acumulação “excessiva” em termos de proteção por parte da China e da Rússia, quanto de forma direta, por discursos e políticas declaradas de autoridades monetárias destes países. Em termos de consequências, testou-se o impacto da acumulação em dissuadir ataques especulativos. Neste sentido, a Rússia e o Brasil apresentam indicativos de uma relação inversa entre nível de reservas e a ocorrência de ataques. Os casos da Índia e da China permanecem em aberto por escassez de observações. Estudos futuros sobre a dissuasão de outros tipos de ataques monetários podem ajudar a esclarecer ainda mais este ponto.

A função de coerção possui poucas evidências críveis, tanto em termos de motivações quanto de consequências da acumulação. O caso mais relevante neste ponto é a China, que suscita preocupações de outros países a respeito do potencial nocivo de suas reservas caso sejam utilizadas em uma espécie de *estadismo monetário*. A criação de Fundos Soberanos constitui mais uma forma de alterar a conduta de outros estados contra sua vontade. A falta de evidências sobre o uso das reservas de forma coercitiva pode ser suprida por um estudo mais abrangente, que abarque economias menores e em épocas de conflito externo.

5 CONCLUSÃO

A hipótese de que a acumulação de reservas pelas economias emergentes a partir dos anos 2000 aumenta seu poder internacional foi validada parcialmente. Com relação ao poder estrutural, as reservas não contribuem para o seu aumento de forma direta, o que foi demonstrado no capítulo de articulação teórica. Pela ótica do poder relacional, as reservas cambiais podem ser usadas para alterar ou frustrar o curso de ação de outro Estado; em seu uso prático, contudo, isto não é tão evidente. Segundo a separação analítica adotada, verificou-se que reservas geralmente apresentam a *função de proteção* inerente a um recurso de poder, enquanto que as *funções de dissuasão* e *coerção* variam conforme os casos estudados.

Pela comparação entre dois momentos de ajuste econômico de cada país, um antes e outro depois da acumulação de reservas, foi possível verificar que o impacto deste recurso na proteção das economias, através do "poder de postergar", é significativo. De fato, se considerado como tal, este seria um dos recursos de poder mais utilizados pelos governos para proteger sua autonomia. Pode-se afirmar, portanto, que este fenômeno é relevante para as Relações Internacionais. Contudo, os efeitos de tal acumulação sobre a polaridade do sistema internacional permanecem indeterminados, em função da carência de evidências acerca das funções de dissuasão e, principalmente, de coerção.

Com relação à escala e adequação das reservas a partir de 2000, inicialmente esperava-se verificar uma acumulação que ultrapassasse todos os parâmetros prudenciais, sugerindo a possibilidade de existirem outros motivos, possivelmente não-econômicos, por trás deste “investimento” dos emergentes. Porém, este somente foi o caso da China e, em escala muito menor, da Rússia.

Dentre os países estudados, o Brasil foi o único que reduziu significativamente sua vulnerabilidade externa, medida pelo indicador CECON, desde 2001. A Rússia e a China mantiveram níveis já muito baixos de vulnerabilidade, enquanto que a Índia deteriorou sua condição no período. A acumulação de reservas explosiva da década ocorreu em conjunto com um aumento igualmente intenso das “necessidades de financiamento externo”, em especial dos investimentos em portfólio. Contudo, em comparação à década de 1990, estes

países apresentam capacidade muito superior de gerenciamento do câmbio e das suas posições externas, como demonstra a análise de seu “poder de postergar”.

O poder de dissuasão das reservas foi notado mais evidentemente no caso da Rússia e do Brasil, enquanto que a China e a Índia não apresentam ataques especulativos que permitam uma comparação no período estudado. Para a Rússia, a função dissuasiva apresenta particular importância, dado a ocorrência de ataques especulativos após a queda das suas reservas em 2013. Ademais, levanta-se a possibilidade de a sobreacumulação chinesa advir da busca pela maximização do papel dissuasivo das reservas, dada a posição singular deste país como um polo do sistema internacional com um câmbio controlado. A dissuasão de outros tipos de ataques monetários não pôde ser averiguada devido à falta de informações e dados oficiais a respeito.

A relevância da capacidade coercitiva das reservas permanece indeterminada. Do ponto de vista teórico, verificou-se ser possível utilizar grandes estoques de reservas para exercer pressões de natureza monetária sobre outros Estados, no que se denomina “estadismo monetário”. Contudo, somente com relação à China há indicativos de um possível uso futuro desta função. Ademais, apenas a China e a Rússia possuem liquidez externa suficiente para conseguir comprometer parte de suas reservas em ataques e coerções monetárias.

A manipulação depreciativa de outra moeda exige que o país executando a coerção já a possua em poder do Banco Central. Portanto, uma análise da composição das reservas, em especial da Rússia e China, ajudaria a compreender o “poder de fogo” destes países. Nota-se a dificuldade deste tipo de estudo, visto que esta informação é segredo de Estado na China. A manipulação apreciativa, por sua vez, exige apenas a detenção de reservas em moeda convertível suficientes para aumentar a demanda da moeda-alvo. Contudo, este é um formato menos eficaz de coerção, e igualmente não possui registros oficiais para nenhum dos países estudados.

A utilização de Fundos Soberanos de Riqueza é o meio mais evidente pelo qual as reservas podem ser utilizadas para exercer influência direta sobre outros Estados. Estes “investidores soberanos” muitas vezes alocam investimentos de maior risco em suas carteiras, sendo, por consequência, mais ativos em países que já atingiram segurança de liquidez com

suas reservas. Novamente, este recurso é mais relevante no caso da China e da Rússia, uma vez que o fundo brasileiro não utiliza receitas das reservas internacionais e a Índia não possui fundos soberanos.

Portanto, conclui-se que é possível considerar as reservas um recurso de poder nos casos estudados, e que sua acumulação a partir dos anos 2000 proveu maior poder e autonomia internacional aos emergentes. Contudo, deve-se manter em mente as limitações desta interpretação, que concernem principalmente à falta de iniciativa entre os BRICs em usar este recurso para fins coercitivos. Estudos que abarquem um horizonte temporal maior, bem como economias menores em épocas de conflito externo, podem revelar exemplos concretos de uso das reservas como recurso de coerção e estadismo monetário. Além disto, a exploração qualitativa da relação entre a gestão de reservas com a política externa e de segurança dos países pode ser um próximo passo para o melhor entendimento das reservas como um recurso de poder.

A segunda hipótese afirma que a acumulação de reservas pelas principais economias emergentes é um aspecto importante em uma eventual transição de poder internacional, no sentido de uma ascensão não-disruptiva na ordem internacional vigente. A conclusão defendida por este trabalho é que as reservas oferecem possibilidades contraditórias, as quais dependem, essencialmente, das intenções dos países protagonistas desta acumulação.

Cohen (2014) destaca que a receptividade dos polos econômicos existentes à emergência de um competidor depende de seus impactos na estabilidade de longo prazo do sistema vigente. As reservas cambiais dos emergentes podem, neste sentido, servir de “empréstimos de última instância”, ajudando a mitigar crises internacionais. Ademais, quanto maiores as reservas da China, mais elevados os déficits públicos e comerciais que podem ser mantidos pelos Estados Unidos, e maiores os danos à economia chinesa que uma eventual desvalorização do dólar poderia causar.

Por outro lado, estas reservas podem ser convertidas para a criação de uma arquitetura institucional competidora ao FMI e ao Banco Mundial, bem como podem servir de recurso de coerção monetária. Com base no estudo realizado, percebe-se que, dentre os dois fatores, o primeiro é o mais provável de ocorrer de forma a desestabilizar o *status quo*. A

criação do “Novo Banco de Desenvolvimento” e do “Acordo de Reservas Contingentes” em 2014 indica que a ascensão destes países não será de todo “acomodada” no âmbito monetário. As crescentes demandas para uma maior participação do Renminbi a nível internacional também aumentam as pressões contra a hegemonia do dólar.

A proliferação de Fundos Soberanos de Investimento também instiga preocupações com relação ao seu potencial desestabilizador, sob a justificativa de que estes podem realizar investimentos arriscados por motivações primariamente políticas. Contudo, o futuro destes fundos é incerto, como nota-se pelo uso dos recursos do Fundo de Reservas russo para gerenciar a crise cambial passada pelo país. Futuramente, serão necessários estudos mais aprofundados sobre o padrão de emprego destes recursos e o nível de ingerência nas empresas investidas.

Portanto, com respeito à segunda hipótese, as reservas, por si somente, não direcionam a transição de poder internacional para uma ascensão associada, em um extremo, ou disruptiva, em outro, das economias emergentes. Contudo, o padrão “pacífico” de uso das reservas, as consequências estabilizadoras de sua acumulação e desenvolvimentos institucionais recentes levam a acreditar que a opção pela “mediania” é a mais provável.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Rogério P. de; PRATES, Daniela Magalhães. Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem keynesiana. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 22, n. 2, p.235-257, maio 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/neco/v22n2/v22n2a02>>. Acesso em: 05 abr. 2015
- ANDREWS, M. D. Monetary power and Monetary statecraft. In: _____. *International Monetary Power*. New York: Cornell University Press, 2006.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Globalização e Integração Perversa. *Política Econômica em Foco*, Campinas, v. 1, p.1-11, maio 2003. Quadrimestral
- BENIGNO, G.; FORNARO, L. *Reserve Accumulation, Growth and Financial Crises*. CEPR Discussion Papers 9224, 2012.
- BIANCARELLI, André. *Vulnerabilidade externa, estoques e “desdolarização”*. 2014. Disponível em: <<http://www.jb.com.br/andre-biancarelli/noticias/2014/02/21/vulnerabilidade-externa-estoques-e-desdolarizacao/>>. Acesso em: 21 maio 2015.
- BUBULA, A.; OTKER-ROBE, I. *Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?*. IMF Working Paper, 2003.
- BUSSIÈRE, Matthieu et al. *Capital Controls and Foreign Reserve Accumulation: Substitutes or Complements in the Global Financial Crisis?* University of Wisconsin, Department of Economics, 2013. Disponível em: <https://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0020/171074/26.-Cheng-v2.pdf>. Acesso em: 09 de Fevereiro 2013.
- CENTRAL INTELLIGENCE AGENCY. *The World Factbook 2013-14*. Washington, DC, 2013.
- CHESNAIS, François. *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- _____. *A Mundialização do Capital*. São Paulo, Editora Xamã, 1996.
- COHEN, B. The China Question: Can its rise be accommotated?. In: HELLEINER, Eric; KIRSHNER, Jonathan (Org.). *The Great Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations*. Londres: Cornell University Press, 2014.
- _____. *Set Theory and the Continuum Hypothesis*. New York, 1966.
- _____. The International Monetary System: diffusion and ambiguity. *International Affairs*, Santa Barbara, CA, v.84, n.3, p.1-16, 2008. Disponível em: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/working/pdfs/Chatham_House.pdf>. Acesso em: 02 mar. 2015.

COHEN, S. S.; DELONG, J. B. *O Fim da Influência: como fica o mundo quando o dinheiro muda de mãos*. [S.l.]: Évora, 2012.

EICHENGREEN, Barry. *Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar*. [sl]: Oxford University Press, 2011. 215 p.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. *Other People's Money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: University Of Chicago Press, 2005. 296 p.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. “*Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*”. Trabalho apresentado na conferência “Currency and Maturity Match-making: Redeeming Debts from Original Sin”. Washington, DC, Inter-American Development bank, 21 e 22 de Novembro de 2002.

FARHI, Maryse. As Repercussões da Volatilidade Financeira. *Política Econômica em Foco*, Campinas, v.1, p.53-71, Maio 2003. Quadrimestral.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004, 646p.

FILGUEIRAS, Luiz, GONÇALVES, Reinaldo. *A Economia Política do Governo Lula*. Rio de Janeiro: Editora Contraponto, 2007.

FIORI, José Luís, MEDEIROS, C. (Orgs.) *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis: Editora Vozes, 2001.

GILPIN, Robert. *The Political Economy of International Relations*. Nova Jérsei: Princeton University Press, 1987.

GLOBAL FINANCIAL INTEGRITY. *Illicit Financial Flows from China and the Role of Trade Misinvoicing*. 2012. Disponível em: < <http://www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2014/05/gfi-china-oct2012-report-web.pdf>>. Acesso em: 23 maio 2015.

_____. *Capital Flight, Illicit Flows, and macroeconomic crises 1960-2012*. 2012. Disponível em: < <http://www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2014/08/Brazil-Capital-Flight-Illicit-Flows-and-Macroeconomic-Crises-1960-2012.pdf>>. Acesso em: 23 maio 2015.

GOLDFAJN, Ilan. *The swings in capital flows and the Brazilian crisis*. UNDP-IDS: Texto para discussão No. 422. 2000.

GONÇALVES, Reinaldo. Poder e Vulnerabilidade Externa. In: _____. *Economia Política Internacional: Fundamentos Teóricos e Relações Internacionais do Brasil*. [sl]: Elsevier/campus, 2005. Cap. 5.

_____. *Vulnerabilidade Externa e Crise Econômica no Brasil*. Texto preparado para a revista Inscrita, 2009. Disponível em:

<http://www.ie.ufrj.br/oldroot/hpp/intranet/pdfs/vulnerabilidade_externa_e_crise_economica_no_brasil_marco_2009.pdf>. Acesso em: 19 março 2015.

_____. *Vulnerabilidade Externa Estrutural da América Latina*. Texto preparado para o grupo de trabalho CLACSO “Setores Dominantes na América Latina”, 2008.

GREENSPAN, A. Currency Reserves and Debt. In: *World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management*, Washington, D.C.: [s.n.], 1999.

HENNING, C. The Exchange-Rate Weapon and Macroeconomic Conflict. In: ANDREWS, M. D. (Org.). *International Monetary Power*. New York: Cornell University Press, 2006.

HIGGINS, KLITGAARD. Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets. *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Setembro, 2004.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*. 2015. Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>>. Acesso em: 30 de março 2015.

_____. *IMF eLibrary Data*. 2015. Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=7CB6619C-CF87-48DC-9443-2973E161ABEB>>. Acesso em: 31 de março 2015.

_____. *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: guidelines for a data template*. 2012. Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2015.

KEOHANE, R. O., NYE, J. *Power and interdependence: world politics in transition*. Universidade de Michigan, Little Brown, 1977.

KINDLEBERGER, Charles P. *Power and Money*. Nova Iorque: Basic Books, 1967.

KIRSHNER, Jonathan. Currency and Coersion in the Twenty-first Century. In: ANDREWS, M. D. *International Monetary Power*. New York: Cornell University Press, 2006.

_____. The Theory of Monetary Power. In: _____. *Currency and Coercion: The political economy of international monetary power*. New Jersey: Princeton University Press, 1997. p. 1-42.

_____. Regional Hegemony and an Emerging RMB zone. In: HELLEINER, Eric; KIRSHNER, Jonathan (Org.). *The Great Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations*. Londres: Cornell University Press, 2014. 289 p.

KRUGMAN, Paul A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*. v. 11, pp. 311–325, 1979

LAAN C.; CUNHA, A.; LÉLIS, M. *A estratégia de acumulação de reservas no Brasil no período 1995-2008: uma avaliação crítica*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 21, n. 1, p.1-38, abr. 2012.

MURTA, Luiz Roberto; BRASIL, Gutemberg Hespanha; SAMOBYL, Robert Wayne. *Crise Monetária Brasileira de 1999: uma Análise Econométrica Realizada com Base em Elementos Teóricos de Modelos de Crises Monetárias de Primeira e Segunda Geração*. Anais do XXXI Encontro Nacional de Economia, 2003

OBSTFELD, M. Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. *American Economic Review*, V. 76, N. 1, pp. 72-81, março 1986.

OBSTFELD, M.; SHAMBAUGH, J.; TAYLOR, A. *Financial Stability, The Trilemma, And International Reserves*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2008. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w14217>>. Acesso em: 25 mai. 2014.

OECD. *OECD.StatExtracts*. 2015. Disponível em: < <http://stats.oecd.org/>>. Acesso em: 28 de março 2015.

PETTIS, Michael. Trade Imbalances and the Global Financial Crisis. In: _____. *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. New Jersey: Princeton University Press, 2013.

PRATES, Daniela. A assimetria das contas externas. *Política Econômica em Foco*, Campinas, v.4, p.53-71, Maio 2004. Quadrimestral.

_____. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.9 n.2, p.53-71, Maio 2005.

SALIDJANOVA, Nargiza. China's Foreign Exchange Reserves and Holdings of U.S. Securities. *USCC Economic Issue Brief*, [sl], v.2, p.1-6, Março 2014.

STRANGE, Susan. (1988) Power in The World Economy. In: _____. *States and Markets*. Nova Iorque: Continuum, 1994. Cap. 2, pp. 23-42.

SUMMERS, Lawrence. *The United States and the Global Adjustment Process*. Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture, Washington DC. 23 de Março de 2004. Discurso. Disponível em: < <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=200>>. Acesso em: 25 Maio 2015.

TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização*, 6 ed. Petrópolis: Vozes, 1998, c1997.

THE WORLD BANK. *World DataBank*. 2015. Disponível em: < <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx?pagenumber=6>>. Acesso em: 30 de março 2015.

TOMBINI, Alexandre Antônio. *Desempenho econômico e monetário brasileiro pós-crise de 2008*. Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, Brasília. 22 de Março de 2011. Discurso. Disponível em: <
http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Alexandre_Tombini_Discurso_CAE_22-03-2011.pdf>. Acesso em: 01 Junho 2015.

UNITED NATIONS. *UN Comtrade Database*. Disponível em: < <http://comtrade.un.org/>>. Acesso em: 27 de março 2015.

WIJNHOLDS, B.; KAPTEYN, A. *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*. [S.l.]: International Monetary Fund, 2001.

ZHAO, F. *Linkage Politics in Sino-American Relations*. 2011. 54p. Dissertação. Jackson College of Graduate Studies & Research. Oklahoma, 3 Agosto 2011.