

William Vella Nozaki |

## Moedas nacionais e reservas internacionais relações monetário-financeiras entre centro e periferia no início do século XXI <sup>1</sup>

### RESUMO

O presente artigo aborda a relação entre as moedas nacionais e as reservas internacionais no cenário pós-crise. A ideia central é que embora a crise financeira tenha despertado a atenção para a necessidade de os países buscarem formas de inserção financeira externa mais autônoma, ela também legitimou a aceitação do dólar e dos títulos americanos como reserva de valor. Desse modo, a primeira década do século XXI parece revelar que estamos diante menos de uma reestruturação do sistema monetário-financeiro internacional e mais de uma reorganização da hierarquia dos Estados nacionais em seu interior, fato que pode ser observado a partir da análise das reservas internacionais dos países em desenvolvimento.

### Palavras-chave

Crise financeira, sistema monetário, reservas internacionais, países emergentes.

### ABSTRACT

*This article deals with the relationship between national currencies and international reserves in a post-crisis scenario. The central idea is that, although the on-going financial crisis has drawn attention to the need for countries to seek a more independent external financial insertion, it has also legitimized the acceptance of the US dollar and US bonds as reserve currencies. Thus, the first decade of the 21st Century appears to reveal that we are facing, not so much a case of a restructuring of the international monetary-financial system, but rather a reorganization of the hierarchy of national States within themselves, a fact that can be clearly seen by analyzing the international reserves of developing countries.*

### Keywords

*Financial crisis, monetary system, international reserves, emerging countries.*

1. O autor agradece a colaboração de Rodrigo Leão, os comentários de Marcos Antonio Macedo Cintra e José Luis Fiori, bem como as observações do parecerista anônimo deste periódico. As sugestões foram, sempre que possível, incorporadas. O resultado final é de inteira responsabilidade do autor.

## Introdução

A intensidade da crise financeira de 2008 reacendeu as reflexões sobre o sistema monetário-financeiro internacional do padrão dólar flexível. Desde então, uma série de análises e projeções tem buscado apontar quais seriam as transformações por que passará a ordem econômica internacional (GOODHART, 2008; ROUBINI, 2008; EICHENGREEN, 2009; STIGLITZ, 2009). A disputa pela reorganização da arquitetura financeira internacional já ganhou, inclusive, a arena dos organismos de gestão financeira global que debatem entre si os possíveis desdobramentos dessa crise.

A hipótese do presente artigo é que, embora a crise tenha despertado a atenção para a necessidade de que os países busquem formas de inserção externa financeira mais autônoma, ela também reafirmou a aceitação do dólar e dos títulos do tesouro americano como moeda de referência internacional. Sendo assim, a primeira década do século XXI parece revelar que estamos diante não de uma reestruturação mais profunda do sistema monetário-financeiro internacional, mas de uma reorganização da hierarquia dos Estados nacionais em seu interior (KREGEL, 2008; WRAY, 2008).

Daí a necessidade de perceber, nesta última década, quais as relações entre as características estruturais que permanecem (a financeirização da economia, a hierarquia dos Estados e as assimetrias entre as moedas) e os traços conjunturais que se modificam (a gestão do câmbio com flutuação administrada, a reabilitação dos controles de capitais e a expansão das reservas internacionais).

Entretanto, para que se possa ter uma dimensão mais concreta dos possíveis caminhos abertos nesse cenário econômico, torna-se premente uma análise mais geral das experiências nacionais dos países em desenvolvimento quanto aos arranjos institucionais da gestão monetária e cambial.

Essas experiências serão abordadas considerando a relação entre o dólar e a moeda desses países a partir da análise de suas reservas internacionais. Se por um lado a composição das reservas oficiais explicita o peso incontestável do dólar como moeda-chave no curto e no médio prazo, por outro a constituição de níveis elevados dessas mesmas reservas em países emergentes permite um maior raio de manobra da política econômica e, portanto, oferece novas oportunidades para uma inserção monetária e financeira mais soberana.

Noutras palavras, o que se pretende demonstrar é que: no momento atual, os indícios apontam para uma continuidade estrutural do papel do dólar como moeda-chave do sistema monetário internacional, firmada tanto no poder americano como na inexistência de uma moeda capaz de substituí-lo. Mas há também uma mudança dinâmica na inserção de algumas moedas conversíveis, além das transformações na posição ocupada por algumas moedas inconversíveis de países emergentes.

Para desenvolver os argumentos expostos acima, este texto está dividido em cinco partes, incluindo esta introdução. Na segunda parte são discutidos os determinantes históricos e estruturais que permitiram a conformação de um sistema monetário internacional fiduciário, financeiro e flexível assentado sobre as bases nacionais e internacionais do dólar. O objetivo é demonstrar como esse sistema incorpora de forma sistêmica tanto os momentos de crise como os de instabilidades, de maneira que mesmo nos momentos de grande turbulência sua sustentação não deve ser subestimada e tampouco sua derrocada deve ser antecipada.

Na terceira parte são debatidos os condicionantes conjunturais e dinâmicos que permitem a existência de uma relação tensa, mas essencialmente complementar, entre a moeda de referência internacional, o dólar, e as moedas conversíveis de outros países centrais. O objetivo é explicitar como, a despeito da crise financeira internacional, iniciada nos EUA e emanada a partir do dólar, o papel da moeda americana como reserva de valor global permanece, e não existe no horizonte de curto prazo nenhuma moeda capaz de substituí-la.

Na quarta parte discute-se como as crises, instabilidades e tensões abordadas nas seções anteriores explicitam não apenas continuidades, mas também mudanças que têm se revelado a partir dos países emergentes. A análise das reservas internacionais desses países tem como objetivo consolidar a hipótese sugerida nas linhas acima: que está em curso uma transformação na hierarquia e na posição dos Estados nacionais, com a abertura de novas oportunidades para os países emergentes. Todavia essa mudança não necessariamente cancela a assimetria e a inconversibilidade das moedas nacionais, de modo que alguns velhos desafios persistem. Por fim, tecem-se algumas considerações finais.

## **A estrutura do sistema monetário internacional e a moeda de referência**

A financeirização da economia internacional tem transformado substancialmente a dinâmica macroeconômica e a institucionalidade financeira dos países. A combinação de desregulamentação dos mercados, por meio da livre mobilidade de capitais e da livre flutuação das taxas de câmbio e de juros, por um lado, e as inovações financeiras, por intermédio da expansão e da especialização de operações com securitizações e derivativos, por outro, são, em última instância, responsáveis pelas crises de liquidez, insolvência e balanços de pagamentos que se intensificaram pela economia global nas últimas décadas.

Nesse sentido, a recente crise financeira internacional pode ser encarada como a manifestação do paroxismo de uma economia em que padrão de crescimento e instabilidade financeira são duas faces de uma mesma moeda; e, em um cenário marcado pelo desmanche dos marcos regulatórios capazes de disciplinar o capital financeiro, a passagem de uma situação a outra fica muito mais fluida, contribuindo para a composição de cenários econômicos cada vez mais voláteis.

Essas características foram gestadas e aprofundadas ao longo do último quartel do século XX, e só podem ser compreendidas com clareza levando em consideração dois movimentos paralelos e complementares: o de construção de uma moeda nacional hegemônica e o de difusão de um sistema monetário e financeiro internacional. Esse duplo movimento revela a relação estrutural entre poder e dinheiro, explicitando-se naquela zona de contato em que se combinam a natureza extensiva dos Estados e o caráter expansivo das moedas (TAVARES, 1997; TAVARES e MELIN, 1997).

Como aponta Fiori (2007, p. 13), a extensão da acumulação de poder pela conquista extraterritorial dos Estados não pode se realizar sem a internacionalização de suas moedas. Mas a riqueza expressa por essas mesmas moedas só pode manter e ampliar seu valor quando o avanço da acumulação de capital guarda o vínculo com a soberania nacional do Estado que as emite, donde a permanente tensão e complementaridade entre as tendências globalizantes (e liberalizantes) e o impulso nacionalizante (e protecionista) da economia. Portanto, o nó que ata esses processos parece desnudar-se precisamente e com particular clareza na esfera das altas finanças. Isso significa que, naquela dimensão da economia política, os interesses estatais e do capital confundem-se no processo de gestão monetária justamente porque a moeda cumpre funções tanto públicas quanto privadas.

Tais características, constitutivas da própria lógica capitalista, desnudam-se ao longo da conformação do sistema monetário-financeiro internacional do padrão dólar flexível, em que a liderança americana reafirma certo perfil de hierarquia entre os Estados e um modelo de assimetria entre as moedas.

No cenário geopolítico e geoeconômico da Guerra Fria, como indicam Medeiros e Serrano (1999), a sustentação do poder americano baseou-se, entre outros fatores, na ampliação da circulação do dólar por meio de auxílios financeiros e comerciais, oferta de empréstimos e saídas de investimento direto externo. Com a reconstrução dos principais países centrais, tais incentivos e financiamentos impuseram aos EUA a situação de comportar, a um só tempo, a emissão da moeda internacional e os crescentes déficits no balanço de pagamentos.

Diante dos dilemas impostos pelo sistema de Bretton Woods, a manutenção do privilégio americano de financiar-se com a própria moeda, incorrendo em déficits comerciais e de transações correntes, só poderia ocorrer por meio de uma mudança cambial que minimizasse a perda relativa de competitividade do país. A saída escolhida foi a decisão unilateral da inconversibilidade do dólar em 1971, seguida de desvalorização em 1973. Como as taxas de juros americanas eram mantidas em níveis relativamente baixos, a fim de sustentar a desvalorização da moeda, expandiu-se o circuito de especulações tanto com o dólar (cuja maior expressão foi a criação do euromercado) quanto com as *commodities* (cuja principal manifestação ocorreu nos choques do petróleo). Já em 1979, uma nova decisão da política econômica americana surpreendeu o cenário internacional: a elevação das taxas de juros acompanhada da desregulamentação financeira. Completava-se, portanto, o circuito de difusão financeira do dólar (com sua desvalorização cambial, no início da década) e de sua hegemonia financeira (por meio da sobrelevação dos juros, no final da década).

De acordo com Serrano (2002), no novo padrão, o dólar segue atuando como moeda de referência internacional, mas desfruta uma autonomia inédita, pois a completa separação entre o lastro metálico e o papel-moeda oferece a possibilidade de alterar sua paridade em relação à moeda de outros países ao sabor dos interesses americanos, apenas modificando a taxa de juros. Para os EUA, por um lado, a desvalorização da moeda, ainda que implique déficits nacionais, significa a ampliação de sua circulação internacional e de sua função de reserva de valor global; por outro lado, a valorização da moeda melhora as condições para o próprio financiamento de seus déficits comerciais e fiscais.

Desse modo, o país pode usufruir de ganhos nas duas circunstâncias. Como esse mecanismo está ancorado no poder do Estado e da economia americana, pode ser arbitrado de acordo com as estratégias nacionais e com os interesses internacionais do país, tanto econômicos quanto políticos (militares ou diplomáticos e ideológicos ou pragmáticos). Portanto, o dólar como moeda-chave fiou-se no poder financeiro dos EUA, vale destacar: na importância internacional de suas instituições financeiras e na dimensão nacional de seu mercado financeiro. Mais ainda: esse poder financeiro

ancorou-se nas relações de poder mais gerais que deram vazão à hegemonia americana, alimentando-o e sendo alimentadas por ele.

Já para os outros países, a valorização exagerada da moeda nacional com relação ao dólar pode significar perda de competitividade, aumentando as restrições externas, ao passo que a desvalorização descontrolada pode engendrar pressões inflacionárias, ampliando a instabilidade interna. Trata-se, portanto, de um sistema monetário-financeiro internacional bastante propício à sustentação de uma hegemonia nacional, de uma hierarquia de Estados mais rígida e de uma assimetria monetária entre os países.

Embora paradoxal, exatamente porque se ancora na dinâmica financeira, esse mesmo sistema é estruturalmente propício a crises e instabilidades a partir das quais ele se refaz e se reinventa, como se apontará mais adiante.

É importante destacar que esse novo padrão faz que a moeda de referência internacional desempenhe as funções de oferta instantânea de liquidez, garantia de segurança nas operações de risco e de unidade de conta da riqueza financeira (PRATES, 2010).

Outra especificidade do padrão dólar flexível encontra-se na natureza essencialmente fiduciária da moeda internacional, que deixou de estar atrelada a qualquer mercadoria real. Como se viu acima, essa característica acabou por garantir um grau de autonomia ainda maior para os EUA. A gestão da política monetária americana e as variações na taxa de juros do dólar podem influenciar de forma decisiva os ciclos de liquidez e a direção dos fluxos internacionais de capitais, de forma que todos os países, com maior ou menor intensidade, dependem intimamente do ciclo monetário e financeiro americano. De forma esquemática, Cohen (1971) aponta as funções públicas e privadas exercidas pela moeda de referência internacional (ver quadro 1).

**Quadro 1 - As funções da moeda**

| Funções da moeda | Dimensão pública   | Dimensão privada   |
|------------------|--|--|
| Unidade de conta | Referência para fixação do valor de outras moedas          | Referência para fixação de preços e contratos            |
| Reserva de valor | Lastro da riqueza financeira mantida pelos bancos centrais | Lastro de papéis, ações e títulos mantidos pelos agentes |
| Meio de troca    | Instrumento para intervenção da autoridade monetária       | Instrumento para facilitação das trocas                  |

Além disso, esses dois traços da moeda americana – sua natureza financeira e fiduciária – só puderam se consolidar a partir do avanço da livre mobilidade de capitais para o ambiente internacional e, conseqüentemente, da difusão dos regimes de câmbio flutuante. Daí tratar-se de um sistema tão flexível quanto instável. Ao contrário do que supuseram as interpretações do *mainstream*, a liberalização financeira e cambial não implicou maior estabilidade e

tampouco eliminou os desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos países. Pelo contrário, a imprevisibilidade das oscilações no câmbio e nos juros estimulou a especulação, acentuando a volatilidade dos mercados de divisas.

Tal volatilidade, por seu turno, depende da “qualidade” que a moeda nacional pode apresentar diante do cenário internacional, ou seja: depende de sua convertibilidade, de sua aceitação como unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento no cenário externo. Em uma leitura que sintetiza e sistematiza os desdobramentos dessa questão, as análises de Carneiro (1999, p. 65) depreendem

a existência de três categorias de moedas: a moeda reserva (dólar), as moedas conversíveis (países centrais) e as moedas não conversíveis (países periféricos). No âmbito da moeda central define-se a taxa de juros básica do sistema. Obviamente ela é a menor de todas, pois remunera um investimento feito na moeda mais forte do sistema, que é vista como a mais segura pelos detentores de capital. À medida que se caminha para fora do núcleo do sistema, as taxas de juros vão se elevando, dado que as moedas vão se tornando menos seguras.

Nesse sentido, como se tentou demonstrar nas linhas acima, o dólar, ao denominar contratos, ao atuar como o ativo mais líquido e ao facilitar transações internacionais, opera como uma espécie de porto seguro contra as incertezas, que, a propósito, são intensificadas pela lógica da financeirização. Ao mesmo tempo, as moedas dos demais países centrais são demandadas como denominação de contratos e reserva de valor de forma secundária. Enquanto isso, as moedas dos países periféricos são transacionadas como ativos mais arriscados e de alta remuneração (em períodos de bonança internacional) ou como “últimos” ativos viáveis, ainda que de duvidosa remuneração (em períodos de turbulência internacional).

Como explica Prates (2010), essa conformação do sistema monetário-financeiro internacional define uma regra da formação das taxas de juros que é desfavorável aos países que não emitem a moeda-chave. Para os países que não pertencem ao núcleo monetário a taxa de juros equivale à soma da taxa de juros do dólar mais o risco-país.

A possibilidade de evitar essa regra existe para os países de moeda conversível; nesse caso, a fixação de taxas de juros abaixo do valor de mercado implica a saída de capitais e a consequente desvalorização cambial, que, por sua vez, depois de determinado momento, pode se tornar interessante para a volta de capitais que desejem adquirir ativos produtivos ou financeiros a preços baixos (dada a moeda desvalorizada).

Para os países de moeda inconvertível essa possibilidade é muito mais remota, pois, nesse caso, a redução da taxa de juros pode engendrar uma fuga de capitais seguida de uma desvalorização sem limites, que, por seu turno, antes de despertar o interesse pela compra de ativos desses países periféricos, tende a estimular a desconfiança e a incerteza quanto à sua estabilidade

econômica. Desse modo, uma vez mais, o sistema monetário internacional explícita e reafirma a clássica hierarquia entre centro e periferia.

Não é trivial que a década de 1990 tenha sido caracterizada, do ponto de vista dos países emergentes que acataram às sugestões financeiras dos organismos multilaterais, por um número crescente de crises financeiras, cambiais e bancárias. Mesmo desfrutando o que o pensamento ortodoxo considera – de forma equivocada – fundamentos macroeconômicos, fiscais e monetários estáveis, e apesar de terem implementado medidas de gestão do câmbio e da mobilidade de capitais consideradas adequadas pelo *mainstream*, *et por cause*, esses países permaneceram suscetíveis ao ciclo de liquidez internacional, à política monetária dos países centrais e às decisões de aplicação e resgate dos investidores internacionais. Noutras palavras, como é típico da dinâmica periférica, ao primeiro sinal de reversão súbita dos fluxos de capitais, a busca pelo prêmio de risco, através de aplicações em moedas inconvertíveis, cedia lugar à fuga para a qualidade, em direção ao dólar e aos títulos públicos americanos.

Evidentemente, as possibilidades de reação contra esse movimento diferenciaram-se entre os países emergentes em função, principalmente, do nível de abertura financeira, da gestão cambial e da administração da mobilidade de capitais empreendidos por cada governo. Esses três elementos é que, em última instância, foram capazes de fornecer algum grau de autonomia para a formulação de políticas econômicas anticíclicas.

### **A dinâmica do sistema monetário internacional e as moedas centrais**

Pelo exposto acima, pode-se inferir que o poder do dólar foi construído sobre bases históricas bastante sólidas, de forma que sua hegemonia não evita, e sim incorpora os momentos de instabilidade como um elemento constitutivo do próprio sistema. Esses momentos suscitaram, em contrapartida, diversas respostas nacionais.

Tal percepção foi relativamente aceita enquanto as crises concentraram-se nos países periféricos, mas desde que elas atingiram os EUA e os países centrais, a interpretação da instabilidade sistêmica tem voltado a dividir espaço com as visões acerca da crise terminal. Portanto, parece valer a pena resgatar os princípios teóricos mais gerais daquela interpretação.

Desde a crise financeira internacional, entre 2007 e 2010, não faltaram analistas acadêmicos e de mercado preconizando a degeneração do dólar como moeda de referência internacional.

Em 2008, a instabilidade e o caos nos mercados creditício, bancário e financeiro levaram certas interpretações a enxergar o colapso do poder americano e a derrocada da economia financeirizada. Entretanto, essas avaliações foram surpreendidas pela disposição dos Estados nacionais e dos bancos centrais de salvaguardar as



instituições financeiras e o capital privado. Além disso, essas avaliações se espantaram, no imediato pós-crise, com a intensa valorização do dólar e a forte apreciação dos títulos do tesouro americano, que, paradoxalmente, se apresentaram como os papéis mais seguros do mercado global, evidenciando, por motivos que já foram expostos, o poder do dólar como moeda internacional.

Já em 2010, diante da hesitante recuperação americana, expressa na desvalorização do dólar, na monetização dos títulos da dívida pública e na guerra cambial, e também na recuperação relativamente mais rápida dos países emergentes, as mesmas ansiedades acerca da crise do dólar tornaram a aparecer.

A lista de alternativas propostas por governos e organismos multilaterais se avolumou: a substituição do dólar, a criação de uma nova moeda supranacional, a fixação de uma meta consensual para os desequilíbrios das transações correntes, a conversão do FMI em um banco central global, e até mesmo a ressurreição do padrão-ouro foram apresentados como saídas possíveis. Todas essas medidas partem de um diagnóstico comum: “a hegemonia do dólar está ameaçada”; prova disso seria a perda de espaço da moeda americana no *mix* de moedas das reservas internacionais dos países.

Essas análises carecem, no entanto, de uma desmistificação. No sistema mundial moderno, como indica Fiori (2007), a moeda de referência internacional é um produto da capacidade de expansão do poder soberano. Como toda expansão de poder é um ato de força e conquista, seu avanço gera permanentemente desequilíbrios e instabilidades, para todos os Estados e para o próprio país hegemônico. Isso acontece de um modo em que a arena monetária não é outra coisa que não um palco, talvez o mais importante, em que esses distúrbios se apresentam. Nesse sentido, a política do dólar forte de ontem e a política do dólar fraco de hoje podem ser encaradas como dois capítulos de uma mesma história: a história do poder soberano americano, que cria instabilidades e conflitos para que ele próprio possa reafirmar, acumular e expandir permanentemente o seu poder global.

É essa natureza instável do poder a responsável por fazer desse sistema algo dinâmico, e não estático. Por isso, periodicamente, a hierarquia dos Estados-nacionais sofre alterações e o sistema monetário-financeiro internacional torna-se mais “sensível”, como temos observado.

Para que tal fenômeno se convertesse na desestruturação do sistema monetário internacional, seria necessário comprovar (i) a ineficiência do dólar como moeda-chave e (ii) a existência de outra moeda central, conversível, capaz de substituí-lo.

No que se refere ao primeiro ponto levantado, como se viu na seção anterior, a construção de um sistema monetário internacional e a consagração da hegemonia de uma moeda nacional são processos de longa duração que envolvem elementos econômico-financeiros, mas também políticos, de maneira que a centralidade do dólar, a despeito da crise financeira americana, parece passar por um momento desfavorável, mas não necessariamente de destruição. Cabe ressaltar que não se

trata aqui de defender o poder perpétuo dos EUA e do dólar, mas de enfatizar que a criação de uma hegemonia política e de uma moeda internacional são processos de longuíssima duração e que precisam ser observados com cautela.

No que se refere ao segundo ponto elencado, é necessário que se realize uma análise, ainda que breve, sobre as possibilidades de surgimento, no curto e no médio prazo, de uma moeda capaz de rivalizar com o dólar.

De acordo com a tabela 1, os potenciais concorrentes imediatos do dólar seriam: o euro (pela atuação da Europa na consolidação da segunda moeda conversível internacionalmente), o iene (pela posição do Japão na economia internacional) e a libra (pelo papel histórico da Inglaterra no circuito financeiro global). Por motivos geopolíticos e geoeconômicos, mais do que estritamente monetários, poder-se-ia, ainda, acrescentar o iuane (dada a expansão proeminente da China nas últimas décadas).

Tabela 1 - Média diária de operações no mercado global de moedas - abril/2010 (%)

| Estado           | Moeda              | 2001       | 2004       | 2007       | 2010       |
|------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|
| EUA              | Dólar              | 89,9       | 88,0       | 85,6       | 84,9       |
| Área do Euro     | Euro               | 37,9       | 37,4       | 37         | 39,1       |
| Japão            | Iene               | 23,5       | 20,8       | 17,2       | 19         |
| Reino Unido      | Libra              | 13,0       | 16,5       | 14,9       | 12,9       |
| Suíça            | Franco             | 6,0        | 6,0        | 6,8        | 7,6        |
| Austrália        | Dólar australiano  | 4,3        | 6,0        | 6,6        | 7,6        |
| Canadá           | Dólar canadense    | 4,5        | 4,2        | 4,3        | 5,3        |
| Suécia           | Coroa              | 2,5        | 2,2        | 2,7        | 2,2        |
| Hong Kong        | Dólar de Hong Kong | 2,2        | 1,8        | 2,7        | 2,4        |
| Noruega          | Coroa              | 1,5        | 1,4        | 2,1        | 1,3        |
| Nova Zelândia    | Dólar neozelandês  | 0,6        | 1,1        | 1,9        | 1,6        |
| México           | Peso               | 0,8        | 1,1        | 1,3        | 1,3        |
| Cingapura        | Dólar              | 1,1        | 0,8        | 1,2        | 1,4        |
| Coreia do Sul    | Won                | 0,8        | 1,1        | 1,2        | 1,5        |
| África do Sul    | Rande              | 0,9        | 0,7        | 0,9        | 0,7        |
| Dinamarca        | Coroa              | 1,2        | 0,9        | 0,8        | 0,6        |
| Rússia           | Rubro              | 0,3        | 0,6        | 0,7        | 0,9        |
| Polônia          | Zloty              | 0,5        | 0,4        | 0,8        | 0,8        |
| Índia            | Rúpia              | 0,2        | 0,3        | 0,7        | 0,9        |
| China            | Iuane              | 0,0        | 0,1        | 0,5        | 0,3        |
| Taiwan           | Dólar              | 0,3        | 0,4        | 0,4        | 0,5        |
| Brasil           | Real               | 0,5        | 0,3        | 0,4        | 0,7        |
| <b>TODAS (*)</b> |                    | <b>200</b> | <b>200</b> | <b>200</b> | <b>200</b> |

(\*) As transações envolvem duas moedas, portanto o valor da porcentagem total é de 200%.  
Fonte: BIS (2010). Elaboração própria.

O novo sistema monetário europeu foi implantado, entre 1992 e 1999, como mais uma etapa do que os dirigentes europeus supunham ser a criação de uma moeda global e de um poder central capazes de conduzir o continente a reassumir sua liderança histórica e de criar condições para que se pudesse concorrer com os EUA no cenário econômico internacional; em alguma medida, o euro pode ser encarado como um projeto defensivo contra o poder exorbitante do dólar. A crise de 2008, no entanto, lançou dúvidas sobre a capacidade de sustentação da moeda comum a médio e longo prazo.

Como lembra Oreiro (2009, p. 43), os países que compõem a zona do euro são bastante heterogêneos no que se refere tanto à competitividade externa quanto à situação fiscal interna. Tais diferenças impuseram limites bastante estreitos para a condução de políticas autônomas e anticíclicas de combate à crise financeira internacional. O desequilíbrio das contas correntes dos países europeus, acrescido do endividamento crescente do setor privado em alguns países, e da expansão acelerada do crédito em outros, criou alguns impasses para a implementação do que seria uma política macroeconômica adequada para todos. Além disso, merece destaque o que talvez seja um elemento determinante para a sustentação global do euro: a ausência de emissão de dívidas na própria moeda.

Nesse cenário, é possível identificar dois grupos de países. No primeiro deles, liderado fundamentalmente pela Alemanha, o crescimento do PIB tem sido impulsionado pelas exportações; a taxa de câmbio tem apresentado patamares competitivos; e a situação fiscal tem permitido a utilização da política fiscal como um mecanismo anticíclico. Já o segundo grupo é constituído por países como Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Apesar de certas peculiaridades nacionais, todos eles apresentam traços em comum: um padrão de crescimento do PIB sustentado pelo aumento do consumo e do investimento imobiliário baseado no endividamento privado e no aumento dos preços dos ativos; uma reduzida competitividade externa, que tem se manifestado na forma de déficits em transações correntes; além de um alentado desequilíbrio fiscal, que tem contribuído ainda mais para o engessamento das políticas anticíclicas.

Uma possível recuperação desses países mais frágeis da zona do euro poderia se dar por meio do aumento das exportações. Mas tal resposta, por um lado, dependeria da recuperação da economia internacional e da criação de condições para que esses países pudessem competir com os países asiáticos, cujo padrão de crescimento baseia-se em um *export-led* bastante competitivo; e, por outro, dependeria da utilização da desvalorização cambial como instrumento de política econômica, mas a adesão à moeda comum simplesmente elimina essa possibilidade.

A situação europeia seguiu se agravando ainda mais desde 2008, quando a Alemanha passou a defender o princípio de que cada país europeu deveria

ser responsável pela cobertura de suas dívidas soberanas e pela solvência de seus sistemas bancários. Tal decisão restringiu a atuação do Banco Central Europeu como um “emprestador de última instância”, ao criar obstáculos para o fornecimento de apoio financeiro e para a monetização das dívidas desses países. Mas diante da crise grega, que afetou a própria credibilidade do euro, no início de 2010, a Alemanha se viu obrigada a aprovar o Fundo Europeu de Estabilização Financeira com o objetivo de salvaguardar os países em crise e evitar o contágio para o conjunto da zona do euro.

A fim de contornar essa situação, os países europeus mais fortes têm realizado uma série de propostas para a reforma financeira da zona do euro. Enquanto a França propôs a criação de um governo econômico europeu, com o objetivo de coordenar as políticas macroeconômicas em um ambiente heterogêneo, a Alemanha sugeriu a criação de um fundo monetário europeu, a fim de salvaguardar regionalmente a credibilidade do euro.

Diante do permanente impasse, exigiu-se dos países europeus mais frágeis um ajuste fiscal cada vez mais severo justamente no momento em que a política adequada seria a manutenção dos déficits fiscais combinada à utilização de instrumentos anticíclicos.

Por esses motivos, a breve elevação da utilização do euro no triênio 2007-10 parece ser um movimento de curto prazo em resposta à crise americana. Nada indica que esse movimento possa perdurar no médio e no longo prazo: pelo contrário, as próprias políticas pró-cíclicas implementadas no continente europeu sugerem o enfraquecimento das economias locais e, a depender dos desdobramentos que se observam nessa região, podem indicar o fortalecimento da economia financeirizada e dos ciclos de ativos que concorrem para a sustentação do dólar como moeda-chave.

Ao se observar, na sequência, a situação do iene e da libra, as perspectivas também não são as mais alvissareiras para os adeptos da crise imediata do dólar. De um lado, o Japão dispõe de um mercado de capitais relativamente menor que o de outros países centrais relevantes e o iene padece de um baixo grau de internacionalização; de outro, a Inglaterra desfruta de um mercado de capitais bastante desenvolvido e a libra tem um alto grau de internacionalização, porém sua moeda continua sendo historicamente subsidiária do dólar, operando não como uma alternativa de diversificação relativa à moeda americana (como é o caso do euro, em alguns momentos), mas como uma extensão eventualmente menos arriscada do dólar.

Entretanto, a manutenção do dólar como moeda de referência não exclui a existência de transformação na hierarquia dos Estados e das moedas centrais. A paulatina perda de espaço do iene e a oscilante sustentação da libra, de algum modo, traduzem uma mudança geoeconômica e geopolítica, pois revelam a perda relativa de poder desses países centrais, em um período em que

ocorre a ascensão de certos países emergentes. Tais movimentos constituem empecilhos, se não para a manutenção da posição de moedas como o iene e a libra, certamente para sua ascensão em níveis que ofereçam alguma ameaça ao dólar. Já vimos como esses obstáculos emperram o desenvolvimento do euro; vejamos agora como eles incidem sobre o iuane.

A transformação dos EUA em uma economia financeirizada e com déficits comerciais e fiscais abriu possibilidades para a consolidação da China como grande economia industrial, com superávits globais no balanço de pagamentos. Os dois países têm obtido ganhos recíprocos a partir dessa aproximação, por meio dos fluxos de investimento externo americano na China, seguidos dos fluxos de exportações chinesas para os EUA.

O resultado desse padrão foi a consolidação de um novo núcleo dinâmico na economia internacional: a complementaridade entre a economia dos EUA e a da China. Por um lado, a competitividade e o barateamento dos produtos asiáticos possibilitaram a redução da inflação nos EUA, além de ter garantido a expansão do consumismo das famílias americanas. Por outro, as reservas em dólares acumuladas na China permitiram o financiamento do déficit dos EUA mediante a compra de títulos públicos pelo governo chinês.

Não se tratará, aqui, das mudanças ocorridas na divisão internacional do trabalho a partir da constituição desse novo eixo global. Para os propósitos da argumentação desenvolvida, basta reter a importância da relação entre a moeda americana e as reservas internacionais chinesas.

A combinação das relações sino-americanas engendra uma armadilha que dificilmente pode ser desfeita apenas por decisões macroeconômicas, pois a grande magnitude das reservas internacionais em dólares sob controle chinês constitui um dos alicerces da arquitetura financeira internacional vigente. A opção por deixar de financiar o déficit americano não parece ser a mais racional, pois isso geraria a redução na demanda por produtos chineses. Além do que, qualquer movimento significativo da China no sentido de diversificar suas reservas poderia patrocinar uma fuga generalizada do dólar, o que afetaria negativamente suas próprias reservas internacionais e comprometeria sua trajetória de desenvolvimento. Em resumo, a China, o único país capaz de rivalizar com os EUA no mercado internacional, não tem forças para conduzir uma mudança mais drástica no sistema monetário internacional ou para ameaçar a hegemonia do dólar.

Assim, não há no horizonte de curto e médio prazo alguma moeda capaz de substituir o dólar, afinal, enquanto o euro passa por dificuldades crescentes, o iene japonês caminha timidamente por uma economia deflacionária, a libra inglesa segue movimentos muito próximos aos do próprio dólar, e o iuane chinês permanece internacionalmente inconvertível. Essa permanência do dólar como moeda de referência, entretanto, como já foi dito, não cancela a

existência de transformações no interior do sistema monetário internacional, pelo contrário: a instabilidade sistêmica promove contínuas mudanças.

No bojo das “reações” oferecidas tanto por países centrais como pelos periféricos, explicitaram-se algumas mudanças importantes, gestadas ao longo de todo o processo já descrito, mas reveladas de forma contundente, sobretudo na década de 2000, que dizem respeito às novas possibilidades abertas para uma relativa diminuição na inserção monetária de alguns países emergentes.

### **A gestão das reservas internacionais e as moedas periféricas**

A crise financeira internacional revelou os impactos diferenciados provocados pela inversão dos fluxos de capitais internacionais. Se por um lado o efeito contágio explicitou a extensão generalizada da crise, por outro certas condições macroeconômicas revelaram capacidades distintas de resistência contra ela, sobretudo entre alguns países emergentes da Ásia e da América do Sul.

Nesses casos, a redução dos impactos adversos provenientes do referido efeito contágio e dos ataques especulativos foi propiciada pela implementação de políticas anticíclicas. Em grande medida, tais políticas só puderam ser concretizadas devido a dois motivos: (i) a obtenção de saldos positivos, continuados e expressivos, em transações correntes do balanço de pagamentos; e (ii) a constituição de um nível elevado de reservas internacionais.

A primeira característica, naturalmente, sofreu variações de acordo com o perfil de integração financeira dos países (*trade account* ou *capital account*) e com a realidade macroeconômica nacional de cada um deles. Já a segunda pode ser considerada um traço comum da consolidação dos países emergentes como importantes atores do cenário global, um fenômeno que vem se construindo nas últimas décadas, mas que parece ter sido revelado justamente ao longo da crise financeira de 2007-08.

Isso posto, o que se pretende demonstrar é como, ainda que a motivação para a constituição das reservas oficiais e a estratégia de gestão desses recursos obedeça também a peculiaridades regionais e a singularidades nacionais, de alguma forma essas reservas, ao permitirem um maior raio de manobra da política econômica em um contexto marcado pela reversão das expectativas internacionais, deixaram evidentes a existência de possibilidades para a construção de uma inserção externa mais soberana por parte dos países emergentes. Mas, na medida em que parte significativa dessas reservas é acumulada em dólares, o que se observa são dois movimentos: por um lado, a mudança no espaço ocupado pelos Estados nacionais emergentes, que acumulam reservas de forma crescente; por outro, a permanência do papel desempenhado pela moeda central americana.

Como se sabe, nos últimos vinte anos um conjunto de nações tem se destacado dentro do grupo dos países periféricos, seja pela apresentação de índices de crescimento econômico mais expressivos, seja pela participação mais expressiva no cenário internacional. Dentre as inúmeras características econômicas que distinguem esses países, merece atenção a grande acumulação de reservas internacionais.

De acordo com Rodrik (2006), no início da década de 1970 há um descolamento no volume de reservas internacionais acumuladas pelos países avançados e pelos países em desenvolvimento, resultado do próprio formato do sistema monetário internacional. Enquanto nos primeiros esse volume praticamente estaciona na faixa de 3% do PIB, nos segundos observa-se um salto dos mesmos 3% para algo em torno de 7% do PIB. Mas é a partir do início da década de 1990 que a diferença fica realmente expressiva: o volume de reservas nos países em desenvolvimento inicia uma escalada ininterrupta, alcançando mais de 27% do PIB em 2004.

A estratégia de acumulação de reservas adotada pelos países em desenvolvimento implica diversas preocupações, sobretudo relacionadas ao custo de carregamento das reservas. A bibliografia apresenta, basicamente, duas formas de computar esse valor: (i) a diferença entre o rendimento dos ativos das reservas e o custo do endividamento doméstico do governo; ou (ii) a diferença entre o rendimento dos ativos das reservas e o custo do endividamento privado externo de curto prazo; de qualquer uma dessas duas ópticas as reservas ficam tanto mais rentáveis quanto maior for o controle dos níveis de endividamento. Além disso, por se tratar de aplicações que buscam alta liquidez, esses montantes recebem, via de regra, baixa remuneração.

Como se observou na seção anterior, durante os últimos anos a economia americana tem acumulado um significativo déficit em conta corrente. O financiamento dessa dívida tem ocorrido através das volumosas demandas por títulos do tesouro americano por parte, principalmente, dos bancos centrais sino-asiáticos. Mais ainda, essa forma de aplicação é a prioritariamente escolhida para a alocação de grande parte das reservas internacionais de tais países.

De acordo com a tabela 2, em 2010 o saldo das reservas dos onze países asiáticos em desenvolvimento mais importantes chegou a mais de US\$ 4 trilhões (excetuando o saldo em ouro). Mais da metade desse valor pode ser computado apenas nas contas chinesas. Embora não com a mesma magnitude, mas certamente com uma grande velocidade de expansão, os saldos dos países emergentes da periferia latino-americana e do leste europeu também se destacavam, com US\$ 512 bilhões distribuídos entre sete países latino-americanos e US\$ 703 bilhões entre seis países do leste europeu mais a Rússia.

Tabela 2 - Reservas internacionais dos países emergentes - 2010 (US\$ milhões)

| País           | Reservas  | País             | Reservas |
|----------------|-----------|------------------|----------|
| China          | 2.334.287 | Brasil           | 240.484  |
| Coreia do Sul  | 273.868   | Argentina        | 47.967   |
| Cingapura      | 187.809   | Chile            | 43.465   |
| Tailândia      | 138.469   | Peru             | 32.816   |
| Taiwan         | 34.719    | Colômbia         | 27.353   |
| Índia          | 28.372    | Venezuela        | 20.771   |
| Hong Kong      | 25.586    | México           | 99.93    |
| Malásia        | 97.641    |                  |          |
| Indonésia      | 66.105    | Rússia           | 439.85   |
| Filipinas      | 44.936    | Polônia          | 85.087   |
| Paquistão      | 11.318    | Turquia          | 74.843   |
|                |           | Hungria          | 45.527   |
| Israel         | 61.615    | República Tcheca | 41.307   |
| África do Sul  | 39.724    | Letônia          | 8.085    |
| Arábia Saudita | 36.010    | Lituânia         | 6.804    |
| Egito          | 36.001    | Eslováquia       | 2.065    |

Fonte: Global Finance (2010). Elaboração própria.

Uma constatação é fundamental antes de iniciar a discussão sobre o formato da gestão das reservas internacionais. O principal objetivo dos bancos centrais não é reproduzir a riqueza adquirida a partir da acumulação das reservas, mas sim diminuir as restrições externas impostas pela escassez de divisas. Por isso, os bancos centrais comportam-se como “investidores conservadores”, ou seja, as reservas sob seu poder são aplicadas em investimentos de elevado grau de liquidez e segurança e, conseqüentemente, de baixo risco e baixa remuneração. Na maior parte das vezes, existe um limitado esforço de diversificação, tanto no número de moedas contempladas quanto no volume aplicado em títulos públicos, daí a preferência pelo dólar e por títulos oficiais americanos como moeda hegemônica na pauta das reservas internacionais globais.

A referida diminuição das restrições externas pode, além disso, realizar-se por motivações distintas. A primeira diz respeito à utilização da política de intervenção cambial pelas autoridades monetárias; neste caso, a fim de facilitar o crescimento das exportações, os países acumulariam reservas com o objetivo de prevenir ou desacelerar a apreciação da moeda, promovendo o que ficou conhecido como *mercantilist motive*. A segunda relaciona-se à tentativa de conter os efeitos que a expansão da abertura financeira traz para as economias periféricas; neste caso, os países acumulariam reservas para evitar a exposição às oscilações cambiais diante da liberdade para a mobilidade de capitais, naquilo que pode ser chamado de



*precautionary motive* (AIZENMANN e LEE, 2005). Vale realizar uma análise de cada uma dessas motivações de forma mais detida.

O interesse do Banco Central em controlar o valor da moeda e o preço do câmbio pode ser momentâneo, em geral para evitar uma crise evidente ou para conter desajustes repentinos na balança comercial. Mas também pode ser permanente, para estimular um padrão de desenvolvimento baseado no aumento da competitividade exportadora. Tal opção está diretamente ligada ao regime cambial escolhido por cada país.

As políticas de câmbio administrado (de modo fixo ou por meio de bandas) prevaleceram nos países emergentes até meados da década de 1990 e tiveram o mérito de garantir certa estabilidade da taxa de câmbio nominal. No entanto, elas se revelaram muito suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos que culminaram em sucessivas crises cambiais, tanto na Ásia como na América Latina. Depois dessas crises, tais políticas foram substituídas por regimes de câmbio flutuante. Contudo, apesar de esses regimes serem adotados oficialmente e formalmente, as autoridades monetárias dos países emergentes procuram conter as oscilações de suas taxas de câmbio mediante intervenções ativas nos mercados cambiais.

Como enfatiza Prates (2010), trata-se, na prática, de regimes de flutuação suja, com graus diferenciados de intervenção, nos quais a presença dos bancos centrais é a regra, e não a exceção. Isso, pois, a abertura financeira, a mobilidade de capitais e a inconvertibilidade monetária, acentuou a exposição dos países periféricos às expectativas e incertezas que informam os movimentos especulativos de capitais, acentuando a volatilidade cambial.

De acordo com Ocampo (2000), em função dessas características, o regime cambial nesses países está sujeito a duas demandas conflituosas. Por um lado, a demanda por estabilidade, associada à necessidade de manter uma taxa de câmbio real competitiva, para sustentar o desempenho das exportações, conter os efeitos pró-cíclicos das flutuações cambiais, provocados pelos ciclos de liquidez internacional, e garantir uma âncora para os preços internos. Por outro, a demanda por flexibilidade, vinculada desta vez à necessidade de gerenciar as variações da taxa de câmbio nominal, já que essa medida contribui para o ajuste da taxa de câmbio real frente a mudanças nos termos de troca ou na posição dos parceiros comerciais, além de desempenhar um papel importante na absorção, no curto prazo, dos efeitos dos choques positivos ou negativos provocados pela volatilidade dos fluxos de capitais.

Para Aizenmann e Lee (2005), a adoção dos regimes cambiais de flutuação suja está predominantemente associada aos motivos precaucionais de acumulação de reservas. Desse modo, as intervenções dos bancos centrais nos mercados de câmbio por meio da compra de divisas estariam diretamente vinculadas à ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa

em momentos de reversão dos fluxos de capitais mediante o aumento no estoque de reservas internacionais. Essa concepção rechaça a ideia de que há um esquema claramente diferenciado entre a predominância do motivo mercantilista na região asiática e a prevalência do motivo precaucional na região latino-americana. Se o montante de reservas oficiais naquela região é maior do que nesta, isso se deve à menor abertura financeira e ao maior superávit comercial da região asiática. Além da demanda precaucional, um volume elevado de reservas pode reduzir os *spreads* soberanos e melhorar os *credit ratings*.

Em uma pesquisa realizada pelo BIS (2004), os bancos centrais reafirmaram a importância prioritária das intervenções para minimizar variações excessivas (*overshooting*), assim como para reduzir a velocidade de mudança da taxa de câmbio (*leaning against the wind*). Mas também ressaltaram a importância da acumulação de reservas internacionais; todas as autoridades monetárias dos países emergentes consultadas endossaram a afirmação de que essa acumulação tem impacto positivo sobre a situação de vulnerabilidade externa, ao reduzir os riscos de ataque especulativo e ampliar a capacidade de intervenção dos bancos centrais.

A tabela 3 evidencia a expansão da acumulação de reservas internacionais em todo o mundo; elas passaram de US\$ 2,4 trilhões em 2002 para US\$ 9,2 trilhões em 2010. Deve-se notar, também, que a participação do dólar na composição das reservas declaradas oscilou entre 67% no início e 62% no final da década. Apesar dessa perda de participação, não há indícios de que nenhuma moeda isoladamente tenha absorvido essa redução. Ao contrário, a diluição dessa participação do dólar em meio ao pequeno grupo de moedas conversíveis contribuiu para que elas concorram entre si abrindo espaço para a manutenção do poder relativo do dólar.

Tabela 3 - Reservas internacionais por moedas de denominação no mundo (\*)

| Mundo                   | 2002<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2004<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2006<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2008 (US\$<br>bilhões) | (%) | 2010 (US\$<br>bilhões) | (%) |
|-------------------------|------------------------|-----|------------------------|-----|------------------------|-----|------------------------|-----|------------------------|-----|
| Total de Reservas       | 2.407.978              |     | 3.748.358              |     | 5.251.719              |     | 7.337.427              |     | 9.258.642              |     |
| Reservas Declaradas     | 1.795.994              |     | 2.655.173              |     | 3.315.575              |     | 4.210.072              |     | 5.123.535              |     |
| Dólar                   | 1.204.673              | 67  | 1.751.012              | 66  | 2.171.075              | 65  | 2.698.423              | 64  | 3.152.642              | 62  |
| Libra                   | 50.537                 | 3   | 89.457                 | 3   | 145.205                | 4   | 168.793                | 4   | 203.450                | 4   |
| Iene                    | 78.145                 | 4   | 101.787                | 4   | 102.051                | 3   | 131.901                | 3   | 194.093                | 4   |
| Franco Suíço            | 7.314                  | 0   | 4.419                  | 0   | 5.685                  | 0   | 5.799                  | 0   | 5.392                  | 0   |
| Euro                    | 427.406                | 24  | 658.634                | 25  | 832.039                | 25  | 1.112.317              | 26  | 1.340.431              | 26  |
| Outras                  | 27.919                 | 2   | 49.865                 | 2   | 59.520                 | 2   | 92.839                 | 2   | 227.527                | 4   |
| Reservas Não Declaradas | 611.984                |     | 1.093.185              |     | 1.936.145              |     | 3.127.355              |     | 4.135.107              |     |

(\*) Os ativos que compõem as reservas internacionais são os haveres da autoridade monetária sobre não residentes na forma de: certificados de depósitos bancários, depósitos bancários, treasury bills, títulos de governo de curto e longo prazo, além de outros. Fonte: FMI - COFER. Elaboração própria.

Nesse sentido, o que se evidencia é que as medidas de intervenção têm como objetivo principal minimizar as oscilações cambiais, e o acúmulo de reservas oficiais não apenas auxilia na conquista dessa meta como também é uma forma de realizá-la nos marcos de uma economia internacional liberalizada financeiramente.

Merece consideração a postura dos bancos centrais em relação à transparência das intervenções relacionadas ao acúmulo de reservas. Enquanto alguns países adotam uma postura visível e previsível, realizando leilões cujos parâmetros são enunciados previamente, ou divulgando o período e o teto da intervenção, a maior parte dos países atua de forma pouco clara nesse mercado. O fato de a gestão das reservas ser conduzida sem maiores publicações e as informações sobre sua composição ou sobre sua estratégia de administração serem menos acessíveis diz respeito à manutenção da eficácia dessa política, mas também ao peso geopolítico e geoeconômico que ela enseja. O próprio FMI admite que *“there are circumstances in which it would not be appropriated for central banks to disclose their near-term monetary and exchange rate implementation tactics and provide detailed information on foreign exchange operations”*.

A tabela 4 evidencia a participação determinante e crescente das economias emergentes na acumulação de reservas internacionais; em 2010 os países emergentes foram responsáveis por cerca de 67% dos estoques globais dessas divisas.

Neste caso, a redução relativa da participação do dólar foi menor que nas economias avançadas, passando de 69% em 2002 para 58% em 2010. Além disso, a ampliação do volume de reservas não declaradas não necessariamente traz implícita uma possível mudança brusca no perfil desses estoques, até mesmo porque a administração desses recursos, como já se notou, obedece a critérios que prezam mais a segurança que a rentabilidade. O mais provável é que elas estejam revelando a importância estratégica que a gestão das reservas vai assumindo para esses países, de maneira que os bancos centrais preferem administrá-las sem alarde.

Tabela 4 - Reservas internacionais por moeda de denominação nos países emergentes (\*)

| Economias Emergentes    | 2002<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2004<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2006<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2008<br>(US\$ bilhões) | (%) | 2010<br>(US\$ bilhões) | (%) |
|-------------------------|------------------------|-----|------------------------|-----|------------------------|-----|------------------------|-----|------------------------|-----|
| Total de Reservas       | 965.619                |     | 1.677.617              |     | 2.998.976              |     | 4.846.930              |     | 6.166.191              |     |
| Reservas Declaradas     | 517.819                |     | 829.393                |     | 1.333.311              |     | 2.012.182              |     | 2.414.866              |     |
| Dólar                   | 355.075                | 69  | 523.172                | 63  | 820.750                | 62  | 1.222.612              | 61  | 1.407.629              | 58  |
| Libra                   | 14.448                 | 3   | 41.036                 | 5   | 80.487                 | 6   | 109.738                | 5   | 133.877                | 6   |
| Iene                    | 8.817                  | 2   | 11.023                 | 1   | 17.854                 | 1   | 38.356                 | 2   | 67.946                 | 3   |
| Franco Suíço            | 698                    | 0   | 1.172                  | 0   | 1.106                  | 0   | 1.845                  | 0   | 1.372                  | 0   |
| Euro                    | 130.876                | 25  | 241.436                | 29  | 391.584                | 29  | 601.072                | 30  | 681.422                | 28  |
| Outras                  | 7.904                  | 2   | 11.554                 | 1   | 21.530                 | 2   | 38.558                 | 2   | 122.621                | 5   |
| Reservas Não Declaradas | 4.478                  |     | 848.224                |     | 1.665.665              |     | 2.834.747              |     | 3.751.324              |     |

(\*) Os ativos que compõem as reservas internacionais são os haveres da autoridade monetária sobre não residentes na forma de: certificados de depósitos bancários, depósitos bancários, treasury bills, títulos de governo de curto e longo prazo, além de outros. Fonte: FMI - COFER. Elaboração própria.

O que se percebe é que a natureza e a estrutura do sistema monetário internacional, assim como a dominância do dólar, continuam em pleno funcionamento. Mas a dinâmica e a posição de certos países emergentes dentro desse sistema, assim como sua relação com o dólar, é que tem passado por modificações.

### Considerações finais

O presente texto buscou demonstrar que, embora a crise financeira tenha despertado a atenção para a necessidade de os países buscarem formas de inserção financeira mais autônoma, ela não chegou a afrontar a aceitação do dólar e dos títulos americanos enquanto reserva de valor. Desse modo, a primeira década do século XXI parece revelar que estamos diante menos de uma reestruturação do sistema monetário-financeiro internacional e mais de uma reorganização da hierarquia dos Estados nacionais em seu interior, sobretudo no que se refere à posição ocupada pelos países emergentes.

Os países em desenvolvimento puderam desfrutar, ao longo da década, de um momento particularmente favorável, marcado por um período de liquidez internacional e por um ciclo de alta no preço das *commodities*, o que permitiu que enfrentassem a crise financeira implementando políticas anticíclicas, ainda que sem a realização de mudanças mais profundas nos modos de operação de suas contas capitais. Isso demonstra a potencialidade de uma inserção externa financeira menos vulnerável e ao mesmo tempo evidencia as dificuldades para que haja alguma alteração de curto prazo no modelo de desenvolvimento econômico financeirizado.

No tocante aos países centrais, como o Japão e os integrantes da zona do euro, o que se observa é uma dificuldade continuada para promover uma recuperação econômica consistente; o exemplo mais emblemático fica por conta dos riscos por que tem passado a moeda europeia e dos sucessivos pacotes fiscais e financeiros contracionistas a que têm se submetido os países mais problemáticos da região. Uma vez mais, explicita-se a perda relativa de poder monetário do euro, mas acompanhada da reafirmação da economia financeirizada.

Esse conjunto de elementos – vale dizer: de transformações e permanências – sugere que, ao menos no curto e no médio prazo, a hierarquia das moedas deve manter o dólar como moeda de referência internacional, tanto por seu poder quanto pela ausência de uma moeda capaz de substituí-lo. Entretanto, a crise financeira de 2008 abriu uma janela de oportunidades para a ascensão de alguns novos Estados emergentes, ao mesmo tempo que fechou as portas da bonança e tem patrocinado a desestabilização de alguns velhos Estados centrais. Esse duplo movimento se materializa na análise das reservas internacionais dos países.

Se por um lado a composição das reservas oficiais explicita o peso incontestável do dólar como moeda-chave no curto e no médio prazo, por outro a constituição de níveis elevados dessas mesmas reservas pelos países emergentes pode permitir a esses países um maior raio de manobra da política econômica.

Noutras palavras: no momento atual, os indícios apontam para uma continuidade estrutural do papel do dólar como moeda-chave do sistema monetário internacional. Mas há também uma mudança dinâmica na inserção de algumas moedas conversíveis, que perdem espaço, abrindo a possibilidade para que algumas moedas inconversíveis melhorem seu poder de inserção externa. Trata-se, entretanto, de uma possibilidade, e não de uma determinação.

Nesse cenário, se quiserem aproveitar a possibilidade histórica aberta pela crise, os países emergentes precisarão enfrentar o seguinte desafio: a necessidade de manutenção de certa conversibilidade diante do dólar (o que restringe o arco de formulação de políticas econômicas) e a possibilidade de implementação de políticas estratégicas que fomentem a autonomia na gestão da moeda e do câmbio (o que afeta a relação com a moeda de referência internacional).

Portanto, é fundamental que os países emergentes atentem para a necessidade de buscar formas de inserção financeira mais autônoma, sem confrontar a globalização financeira, talvez buscando alternativas de menor resistência e maior inventividade.

## §

## Referências bibliográficas

- AIZENMAN, J.; GLICK, R. "Sterilization, monetary policy, and global financial integration". NBER Working paper series. Working Paper 13902. National Bureau of Economic Research. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13902>. Acesso em 11 jan. 2011.
- AIZENMAN, J.; LEE, J. "International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence". NBER Working Paper Series. Working Paper 11366. National Bureau of Economic Research. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05198>. Acesso em 11 jan. 2011.
- BELLUZZO, L. G. "Dinheiro e as transfigurações da riqueza". In TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- BIS. "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010". BIS Releases. Disponível em: <http://www.bis.org/press/p090915.htm>. Acesso em 5 jan. 2011.
- \_\_\_\_\_. "Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications". BIS Papers nº 24, maio 2005. Basileia: Bank of International Settlement.
- BRAGA, J. C. "Financeirização global: padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo". In TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- CARNEIRO, R. "Globalização e inconversibilidade monetária". Instituto de Economia da Unicamp, 2007 (texto para discussão nº 120). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto120.pdf>. Acesso em 15 dez. 2010.
- \_\_\_\_\_. "A globalização financeira: origens, dinâmica e perspectivas". Instituto de Economia da Unicamp (texto para discussão nº 90). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto90.pdf>. Acesso em 10 jan. 2010.
- COHEN, B. J. *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press, 1998.
- ECONOMIST, *The*. "The worlds most expensive club". Finance & Economics, maio 2008. Disponível em: [http://www.economist.com/node/9230598?story\\_id=9230598](http://www.economist.com/node/9230598?story_id=9230598). Acesso em 8 ago. 2010.
- EICHENGREEN, B. "The dollar dilemma". Foreign Affairs, 2009. Disponível em: <http://www.foreignaffairs.com/articles/65241/barry-eichengreen/the-dollar-dilemma>. Acesso em 9 set. 2010.
- \_\_\_\_\_. *A globalização do capital, uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- FIORI, J. L., MEDEIROS, C. & SERRANO, F. *O mito do colapso do poder americano*. Rio de Janeiro: Record, 2008.
- FIORI, J. L. *O poder global*. São Paulo: Boitempo, 2007.
- \_\_\_\_\_. *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2005.
- \_\_\_\_\_. *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- GOODHART, C. "Avinash, how to avoid the next crash". 30 jan. 2008. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/fed495d4-cf4b-11dc-854a-0000779fd2ac.html#axzz1AtEqWghS>. Acesso em 12 set. 2010.
- JURGENSEN, P. "Report of the working group on foreign exchange market intervention". US Treasury Department. Washington, 1983.
- KEYNES, J. M. *Treatise on Money: The Applied Theory of Money*. Nova York: Jovanovich, 1935.
- KINDLEBERGER, C. A. *A Financial History of Western Europe*. Londres: Routledge, 2006.
- KNAPP, G. F. *The state theory of money*. San Diego: Simon Publications, 2003.
- KREGEL, J. "Is this the Minsky moment for Reform of Financial Regulation?". Working Paper 586. Levy Economics Institute. Disponível em: [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_586.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_586.pdf). Acesso em 5 out. 2010.
- MARIUTTI, E. B. "Crise econômica e rivalidade política". In CARNEIRO, R. & MATIJASCIC, M. *Desafios do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2010.
- MEDEIROS, C.; SERRANO, F. "Padrões monetários internacionais e crescimento". In: FIORI, J. L. (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- OCAMPO, J. *International asymmetries and the design of the international financial system*. Santiago, Chile: Cepal, 2000 (Series Temas de Coyuntura nº 15).
- OREIRO, J. "A crise na Europa e os dilemas na Espanha". In AKB. *Dossiê da Crise II*. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>. Acesso em 9 out. 2010.
- PRATES, D. "A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes". Instituto de Economia da Unicamp, 2007 (texto para discussão nº 133). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto133.pdf>. Acesso em 10 jan. 2011.
- PRATES, D. "Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil". Relatório de Pesquisa IE-Cecon BNDES. Disponível em: <http://www.ieecon.net/bndes/SubprojetoIIIRelat2BNDES.pdf>. Acesso em 29 ago. 2010.
- ROUBINI, N. "Ten fundamental issues in reforming financial regulation and supervision in a world of financial innovation and globalization". 31 março 2008. Disponível em: <http://www.roubini.com/analysis/44740.php>. Acesso em 12 dez. 2010.
- SERRANO, F. "Do ouro imóvel ao dólar flexível". *Economia e Sociedade*, vol. 11, nº 2. Campinas, 2002. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V11-F2-S19/03-Serrano.pdf>. Acesso em 24 set. 2010.
- STIGLITZ, J. "Death cometh for the Greenback". The National Interest Online, 2009. Disponível em: <http://www.nationalinterest.org/Article.aspx?id=22348>. Acesso em 16 nov. 2010.
- TAVARES, M. C.; MELIN, L. "Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana". In TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- TAVARES, M. C. "A retomada da hegemonia americana". In TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- YEAGER, L. *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*. Nova York: Harper & Row, 1976.
- WEBER, M. *Economia e sociedade*, vol. 1. São Paulo: Imprensa Oficial/UNB, 2004.
- WRAY, R. "The global financial crisis and the shift to shadow bank". Working Paper 587. Levy Economics Institute. Disponível em: [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_587.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_587.pdf). Acesso em 3 jan. 2011.

Recebido em 18/3/2011  
e aceito em 25/7/2011