

TCC/UNICAMP

Sa55r

3577/IE

BRUNO COLLISTET DA ROCHA SANCHES



1290003577

RESERVAS INTERNACIONAIS DOS PAÍSES EMERGENTES:
DE ONDE VÊM E PARA ONDE VÃO?

CAMPINAS
2008

Economia - Universidade de Campinas

BRUNO COLLISTET DA ROCHA SANCHES

2008: 23/11

RESERVAS INTERNACIONAIS DOS PAÍSES EMERGENTES:
DE ONDE VÊM E PARA ONDE VÃO?

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Doutor André Martins Biancarelli.

Biancarelli, André Martins.

CAMPINAS
2008

RESUMO

Um ponto consensual na literatura econômica é o de que para uma economia sobreviver em um mundo globalizado – leia-se liberalizado e integrado – é necessário ter um considerável saldo em reservas internacionais. Principalmente para economias com uma relativa tendência à intervenção no mercado de câmbio. Pois desde o último quartil do Século XX e principalmente a partir da década de 1990, o saldo em reservas dos países em desenvolvimento tem crescido em ritmo acelerado, em valores absolutos e relativos.

Além desse fenômeno, nos últimos cinco a dez anos os países emergentes também têm se utilizado de outras formas de acumulação de divisas, mais diretamente ligadas ao mercado financeiro internacional, o que tem gerado receio e debates entre políticos e economistas de países centrais e de instituições econômicas internacionais.

O presente trabalho pretende analisar estes fatos, investigando a origem dos recursos, as diferenças existentes entre os países emergentes entre si, o modo como eles são alocados nas diferentes regiões e também discutir sobre os rumos possíveis e prováveis para esse cenário em um futuro próximo.

PALAVRAS-CHAVE

Economia internacional, emergentes, reservas internacionais, fundos de riqueza soberana.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	5
2 DE ONDE VÊM?	9
2.1 As reservas internacionais e o Balanço de Pagamentos	9
2.2 O depósito de reservas	11
2.3 Por que acumular reservas?	14
2.3.1 Intervenção cambial	14
2.3.2 Volatilidade de capitais	15
2.4 Qual o nível de reservas a serem acumuladas?	17
3 COMO ESTÃO?	19
3.1 Retrato atual	19
3.2 Regiões <i>trade accounts</i> x regiões <i>capital accounts</i>	24
3.3 Custo de manutenção das reservas	27
4 PARA ONDE VÃO?	31
4.1 O acordo implícito	31
4.2 Mudanças na hegemonia do dólar	33
4.3 Mudanças nos tipos de aplicações de recursos oficiais	37
4.3.1 Fundos de riqueza soberana	38
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47

1 INTRODUÇÃO

Os diversos países do globo são constantemente divididos em grupos, segundo suas grandezas econômicas. As nomenclaturas variam conforme a época e as correntes de pensamento, desde “centro e periferia” até “industriais e em desenvolvimento”, desde “desenvolvidos e subdesenvolvidos” até “primeiro e terceiro mundos” (com o “segundo mundo” aplicado ao antigo bloco socialista)¹. Seja qual for a alcunha, a estrutura é a mesma, países com maior grau de importância no cenário econômico e político mundial de um lado e os demais do outro.

Nos últimos vinte anos, um conjunto de países tem sido destacado do grupo periférico e acompanhado de perto com maior interesse. Apesar de apresentarem índices de desenvolvimento econômico mais avançados do que os demais países periféricos, ainda não gozam da mesma importância econômica e política dos países centrais, portanto eles têm sido reordenados em um terceiro grupo, o dos *mercados emergentes*.

Dentre as muitas características econômicas que diferenciam os países ditos emergentes dos países centrais (assim como dos demais periféricos), uma delas será objeto de destaque deste estudo: as reservas oficiais de divisas². Conforme Rodrik (2006) aponta, e pode-se observar pela **Figura 1.1**, no início da década de 1970 há uma desvinculação do volume de reservas internacionais em proporção ao PIB dos países industriais e dos países em desenvolvimento: enquanto nos países industriais tal volume praticamente estaciona na casa de 3% do PIB, nos países em desenvolvimento verifica-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 torna-se

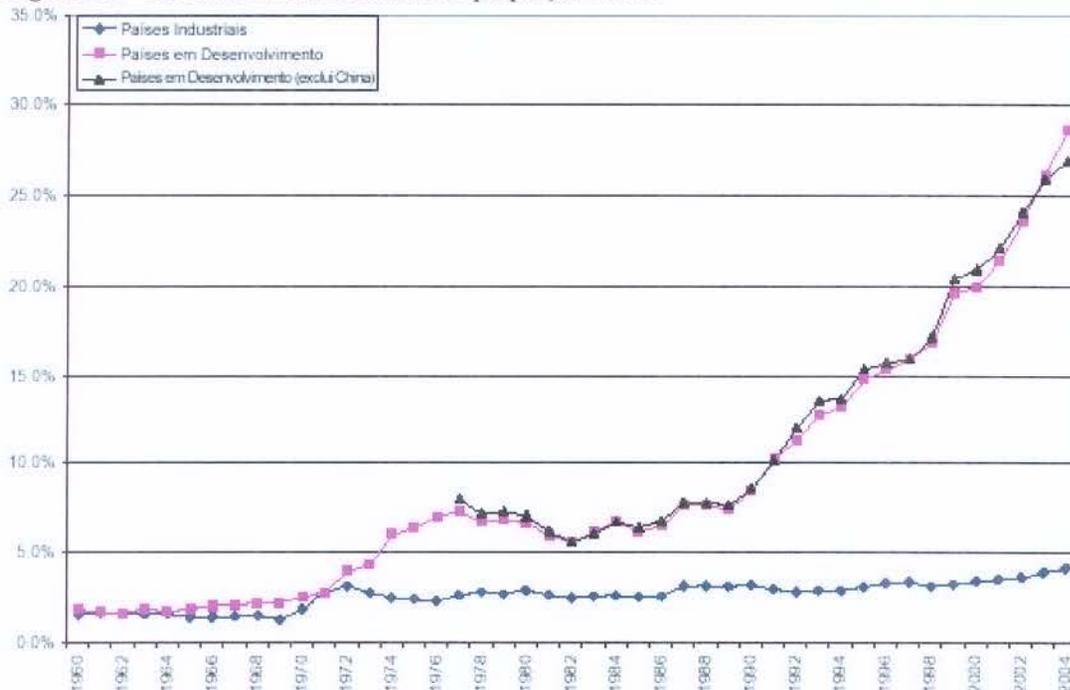
¹ Em um artigo publicado na revista francesa *L'Observateur*, em 14 de Agosto de 1952, o demógrafo francês Alfred Sauvy inaugurou a expressão *terceiro mundo*, em referência ao *Terceiro Estado*, do Antigo Regime. O artigo apontava que o terceiro mundo, apesar de ser o maior empecilho para a coexistência dos primeiro e segundo mundos (capitalista e socialista, respectivamente), era ignorado pelas potências centrais, mais preocupadas com a sua própria guerra do que com a fome.

² O FMI (1993) define reservas oficiais como “ativos oficiais que são controladas pelas e prontamente disponíveis para as autoridades monetárias para financiamento direto de desequilíbrios no balanço de pagamentos, para regulação indireta das magnitudes desses desequilíbrios via intervenção no mercado de câmbio para afetar a taxa de câmbio, e/ou para outros propósitos” (p. 97).

gritante: em contraste com a constante proporção do PIB das reservas dos países industriais, o volume nos países em desenvolvimento inicia uma escalada ininterrupta, alcançando mais de 27% do PIB em 2004.

Essa estratégia de acumulação de reservas adotada pelos países em desenvolvimento implica em diversos fatores de preocupação, tanto para os próprios países quanto para as demais economias do globo, bem como para o mercado internacional como um todo. Para os próprios países implica em custos diretos e indiretos, como diferencial de juros entre títulos do ativo e do passivo do Banco Central e custos de oportunidade³. E, quanto maior o volume de recursos que um banco central consegue manejar de uma vez, maior o poder de barganha e a influência que ele pode exercer em relação aos demais participantes do mercado.

Figura 1.1 – Reservas internacionais como proporção do PIB



Fonte: Rodrik (2006)

Durante os últimos anos, os Estados Unidos têm acumulado um enorme déficit em conta corrente, em uma média de US\$ 570 bilhões por ano, de 2000 a 2006. E têm conseguido financiá-lo com relativa facilidade através das volumosas demandas de títulos do tesouro americano por parte dos bancos centrais asiáticos. E essa forma de aplicação é a forma em que

³ Ao se tomar determinada escolha para alocar seus recursos, automaticamente o investidor renuncia a outras escolhas alternativas. O custo de oportunidade representa o valor que o investidor deixou de ganhar em uma alternativa não escolhida. Aqui no exemplo da alocação de recursos em reservas internacionais (títulos oficiais de países centrais), dentre outros, cabem como custo de oportunidade valores associados a aplicações em fundos privados mais rentáveis, diminuição do estoque de dívida do país com pagamento de parte do principal ou utilização dos recursos em programas sociais ou investimentos em infra-estrutura interna.

está alocada grande parte das reservas internacionais de tais países. Segundo dados do *The Economist* (31/03/2008), o saldo das reservas de onze dos países emergentes asiáticos mais importantes alcançou US\$ 3,1 trilhões em janeiro de 2008 – não considerando o saldo em ouro. Mais da metade desse valor atribuído unicamente à China. Embora não tão voluptuosos, o saldo dos emergentes dos continentes americano e europeu também se destacam: US\$ 423,8 bilhões distribuídos entre sete países latino-americanos e US\$720,9 bilhões entre seis europeus, conforme evidencia a **Tabela 1.1**.

Tabela 1.1 – Saldo de reservas internacionais dos países emergentes, exceto ouro (em US\$ bilhões)

País	Reservas	País	Reservas
China	1.589,8	Brasil	191,9
Índia	291,3	México	90,2
Taiwan	286,9	Argentina	46,5
Coréia do Sul	264,2	Peru	30,9
Cingapura	177,6	Venezuela	23,3
Hong Kong	160,2	Colômbia	22,1
Malásia	120,0	Chile	17,9
Tailândia	97,9		
Indonésia	54,9	Rússia	493,3
Filipinas	32,7	Turquia	74,9
Paquistão	12,3	Polônia	69,3
		República Tcheca	37,6
Egito	33,7	Hungria	26,5
Arábia Saudita	33,6	Eslováquia	19,3
África do Sul	30,6	Lituânia	6,9
Israel	29,6	Letônia	5,7

Fonte: *The Economist* (Mar / 2008). Dados referentes a Jan / 2008.

Os rumos das reservas estão mudando. Devido ao altíssimo volume que elas alcançaram, as autoridades monetárias têm começado a se perguntar se não poderiam obter rendimentos maiores das riquezas públicas sob sua supervisão, *i.e.* transportar parte do saldo total de reservas de ativos oficiais para outros investimentos menos líquidos e com maior remuneração. O questionamento é pertinente, principalmente no continente asiático, onde o saldo de reservas tem crescido à ordem de mais de um bilhão de dólares por dia.

Este trabalho pretende lançar luz sobre essas mudanças, analisar como as alterações no quadro de reservas têm se reproduzido nos últimos vinte anos, investigar suas origens e indicar o caminho que tendem a seguir, dentro das alternativas que vêm surgindo. Volumes de

riqueza de tal magnitude têm poder para construir e destruir uma economia, bem como estabilizar e sacudir mercados regionais e até mesmo a economia global. Conhecer os possíveis efeitos colaterais dessas mudanças é imprescindível aos membros dos países periféricos, onde a bomba quase sempre estoura primeiro – e com maior intensidade.

2 DE ONDE VÊM?

Neste capítulo inicial, será abordada sinteticamente a estrutura contábil de lançamentos do Setor Externo do Banco Central, *i.e.* o Balanço de Pagamentos. Uma boa compreensão acerca desses lançamentos é importante, pois alguns conceitos básicos apresentados estarão presentes ao longo dos demais capítulos. Em seqüência, apresenta-se o formato de depósito do saldo monetário em observação, acompanhado de uma explicação das razões para a escolha de um número limitado de moedas desejadas.

Saindo um pouco da análise de dados e introduzindo a teoria, uma terceira seção abre uma discussão acerca dos motivos que levam o Banco Central de um país a acumular reservas, além da sua própria função contábil. Esta discussão acaba levando a uma pergunta inevitável, que intitula a seção final, sobre quais os níveis ideais de reservas a serem acumuladas.

2.1 AS RESERVAS INTERNACIONAIS E O BALANÇO DE PAGAMENTOS

Os Bancos Centrais não só desempenham a função de emitir moeda doméstica, como também exercem a função de serem o depositário das reservas internacionais do país onde estão situados. Em uma economia aberta, os residentes de um país podem realizar transações econômicas com não-residentes. Na maioria das vezes, tais transações são feitas em uma moeda diferente da moeda doméstica do país em questão. Assim, o residente portador de divisas troca-as por moeda nacional em uma instituição financeira autorizada que, por sua vez, vende-as para o Banco Central. De tal forma, fica este sendo o depositário oficial bem

como o responsável pelo fornecimento de moeda estrangeira para agentes que por ventura venham a demandá-la⁴.

O estoque de moeda estrangeira em poder do Banco Central, *i.e.* o saldo de reservas internacionais, é contabilizado no lado do ativo do balanço patrimonial do Banco. Já os fluxos de recursos, seja de entrada ou saída, são contabilizados em um outro sistema. Todas as transações econômicas realizadas pelo país com o resto do mundo são registradas em um balanço, chamado de Balanço de Pagamentos. Nele são lançados desde os movimentos de bens e serviços importados e exportados até as contratações e amortizações de empréstimos, passando por remessas de lucros e investimento direto estrangeiro.

Basicamente, o Balanço de Pagamentos divide-se em duas contas: Conta Corrente e Conta Capital e Financeira. Na primeira fica registrado o saldo de transações de bens e de serviços, além das rendas de capital (lucros remetidos, reinvestidos e juros). Na última encontra-se o registro de investimentos, empréstimos, financiamentos e demais capitais financeiros transacionados entre o país e o resto do mundo. O resultado do Balanço de Pagamentos é igual à soma das Contas Corrente e Capital e Financeira. A **Tabela 2.1** exhibe, de maneira simplificada, o Balanço de Pagamentos brasileiro.

Tabela 2.1 – Simplificação do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (em US\$ bilhões)

Discriminação	2007
Conta Corrente (A)	1.461
Balança Comercial	40.028
Exportações	160.649
Importações	120.621
Serviços e Rendas	- 42.597
Receitas	35.387
Despesas	77.984
Transferências Unilaterais Correntes (líquido)	4.029
Conta Capital e Financeira (B)	89.155
Conta Capital	756
Conta Financeira	88.399
Investimento Direto (líquido)	27.518
Investimento em Carteira	48.390
Derivativos	- 710
Outros Investimentos	13.201

⁴ Para uma abordagem mais completa sobre o Balanço de Pagamentos brasileiro, ver o Capítulo 5 de Paulani e Braga (2007).

Erros e Omissões	- 3.131
Resultado Global do Balanço (C = A + B)	87.484
Variação de Reservas (D = - C)	- 87.484

Fonte: Banco Central do Brasil

Pode-se perceber ao fim do Balanço de Pagamentos, uma conta “Variação de Reservas” com valor absoluto igual ao Resultado global do balanço, porém com o sinal inverso. Por se tratar de uma “conta caixa”, o sinal negativo da variação do saldo das reservas indica um acréscimo de reservas ao estoque pré-existente.

A idéia é simples. Em uma situação hipotética, o saldo da Conta Corrente (transações de bens e serviços e rendas de capital) ficou negativo. Para cobrir o déficit, o Banco Central terá que recorrer à Conta Capital e Financeira, através de obtenção de empréstimos ou de atração de investimento direto estrangeiro, ou ainda capitais de curto prazo. Se ainda após o encerramento da Conta Capital e Financeira permanecer um saldo negativo no Balanço de Pagamentos, ou seja, se o saldo da Conta Capital e Financeira não for bastante para cobrir o déficit da Conta Corrente, a autoridade monetária terá de recorrer à utilização de parte da sua disponibilidade de divisas – as reservas internacionais – para cobri-lo. Assim, a contabilização será de um saldo total negativo no Balanço de Pagamentos e um saldo positivo de mesmo valor na Variação das Reservas. De forma análoga, se a soma das contas Corrente e Capital e Financeira apresenta um saldo positivo, contabilizar-se-á um saldo negativo de igual valor à rubrica Variação das Reservas, representando um acréscimo no estoque de divisas.

Seria adequado dizer que as reservas internacionais funcionam como um colchão amortecedor para as contas externas nacionais. Sem elas, caso ocorresse um desequilíbrio momentâneo no Balanço, o Banco Central teria que recorrer a um corte abrupto nos investimentos externos, no volume de importações ou – no limite – decretar moratória e deixar de pagar os juros da dívida que tem junto a credores estrangeiros.

2.2 O DEPÓSITO DE RESERVAS

Dois pontos parecem óbvios sobre em que formato as reservas permanecem, quando em poder do Banco Central. Em primeiro lugar que não estão denominadas em moeda doméstica, como o próprio nome sugere. Em segundo lugar, que seja qual for a moeda em que estão denominadas, não estão sob a forma de cédulas, trancadas dentro de uma caixa forte à la Tio Patinhas. O Banco Central recoloca as reservas de volta no mercado – financeiro – tão

logo toma posse delas, assim como um banco comercial empresta a outrem, quase imediatamente, o dinheiro que um cliente acabou de depositar.

Mas há algumas limitações. O objetivo principal do Banco Central não é reproduzir a riqueza, não é ganhar dinheiro com as reservas, como um banco comercial esforça-se em reproduzir capital de terceiros. Em geral, o Banco Central comporta-se como um investidor ultra-conservador. As reservas em seu poder são aplicadas em investimentos de elevado grau de liquidez e segurança e, conseqüentemente, muito baixa remuneração⁵. Existe um limitadíssimo esforço de diversificação de moedas, tanto em número de moedas contempladas, quanto em volume diversificado: o dólar é hegemônico. As **Tabelas 2.2 e 2.3** exemplificam bem o caso do Banco Central brasileiro.

Tabela 2.2 – Simplificação do Ativo de Reservas Oficiais do Banco Central do Brasil (em US\$ milhões)

Discriminação	2007
Ativos de Reservas Oficiais	180.334
Reservas em moeda estrangeira (em divisas conversíveis)	163.526
a) Títulos	156.057
dos quais: emissor sediado no Brasil	-
b) Total de moeda e depósitos em:	7.470
i) Outros bancos centrais, BIS e FMI	250
ii) Bancos sediados no Brasil	-
iii) Bancos sediados no exterior	7220
dos quais: domiciliados no Brasil	-
Posição de reserva no FMI	-
DES	2
Ouro (inclusive depósitos em ouro)	901
Volume em mil onças troy	1080
Outros ativos de reserva	15905
Instrumentos derivativos	- 32
Empréstimos a não-residentes não-bancários	58
Cédulas e moedas	-
Títulos adquiridos com acordo de recompra	15.878
Outros ativos em moedas estrangeiras	-

Fonte: Banco Central do Brasil

⁵ Um documento do Bacen (2007) deixa claro esse ponto. À página 32, no item em que o Banco explica sua administração de risco, pode-se ler estas duas frases: “não é seu objetivo primordial a obtenção de lucros mas sim possuir instrumentos adequados à melhor execução das funções de autoridade monetária” e “ao aplicar as reservas internacionais, o Bacen busca obter liquidez, segurança e rentabilidade condizentes com tal objetivo, utilizando para tanto uma política de diversificação dos instrumentos financeiros”.

Tabela 2.3 – Composição das reservas do Banco Central do Brasil, por grupos de moedas (em US\$ milhões)

Discriminação	2007
Ativos de reservas oficiais	180.334
Moedas componentes da cesta do DES	180.334
Moedas que não fazem parte da cesta do DES	-
Por moedas individuais	-

Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/templ4p.shtm> >

Conforme a tabela, 90,6% do total de ativos de reservas oficiais estão alocados sob a forma de divisas conversíveis, quase 95% desse montante em títulos. Completando com a segunda tabela, 100% do saldo de reservas internacionais brasileiro ao fim de 2007 estava denominado apenas nas moedas integrantes da cesta do DES – Direito Especial de Saque⁶.

Certamente há uma razão para tamanha concentração. Existe uma hierarquia de moedas entre as diversas divisas do cenário mundial, com o dólar no ápice. Quanto mais afastada do topo, menos líquida a moeda. Além do dólar, poucas moedas têm credibilidade suficiente para atrair investimentos de organismos oficiais, como os bancos centrais. Com a instituição do Euro, englobando um grupo de moedas, o número delas reduziu-se ainda mais.

Cohen (1998) estabelece uma pirâmide hierárquica de moedas, a *Currency Pyramid*, ordenando as diversas moedas do mundo de acordo com sua inserção internacional e sua soberania nacional. No topo está sozinho o dólar, com total prestígio internacional e nacional. As três categorias seguintes são moedas com total soberania nacional, mas maior ou menor uso no mercado internacional. E as três últimas categorias são as moedas que além de não observarem uso além das fronteiras nacionais, ainda sofrem um processo de substituição pelas moedas do topo em seu mercado interno, em maior ou menor escala. Com razoável prestígio internacional e categorizadas nos degraus mais altos da pirâmide estão as moedas componentes da cesta do DES, as mais utilizadas como denominação de reservas⁷.

⁶ O Special Drawing Right, ou Direito Especial de Saque, foi criado pelo FMI em 1969, para auxiliar o sistema de taxas de câmbio fixas do Bretton Woods. Com o colapso do sistema e a mudança para um regime de câmbio flutuante, o SDR perdeu sua importância como ativo de reservas diminuiu, sendo atualmente mais usado apenas como unidade de conta do FMI e de outras organizações internacionais. A composição e peso de cada moeda na cesta do SDR muda a cada cinco anos e desde Janeiro de 2006 consiste em Dólar (44%), Euro (34%), Iene (11%) e Libra (11%).

⁷ Mais precisamente, as categorias principais são *top currency* (dólar), *patrician currencies* (euro e iene) e *elite currencies* (libra, juntamente com franco suíço e dólar australiano). O real, assim como as demais moedas latino-americanas, as do sudeste asiático e as do antigo bloco soviético, está classificado pelo autor na categoria de número cinco, *permeated currencies*. Tais moedas gozariam de nenhuma inserção internacional, além de sofrerem substituição pelas moedas-chave no mercado interno, como reserva de valor. Carneiro (2007) e Krugman (1984) funcionam bem como uma boa introdução para um aprofundamento nessa discussão.

Como a prioridade do Banco Central é ter segurança e liquidez nas operações, não há hesitação em escolher as moedas mais líquidas e confiáveis do topo da pirâmide. Vale lembrar que além da preferência das moedas, o Banco Central do Brasil dá total preferência a títulos oficiais e raramente faz diferente. Em alguns países emergentes os Bancos Centrais dão sinais de flexibilização dessa regra, mas isso é assunto para outra seção.

2.3 POR QUE ACUMULAR RESERVAS?

Se, conforme afirmado na seção anterior, não é objetivo do Banco Central reproduzir riqueza com a administração das reservas, por que acumulá-las? Dentre vários, dois motivos que podem responder a essa pergunta merecem destaque. O primeiro deles diz respeito à possibilidade de utilização da política de intervenção cambial pelas autoridades monetárias. O segundo, bastante conhecido dos países periféricos, relaciona-se aos efeitos que a expansão da globalização causa nas economias.

Aizenmann e Lee (2005) contrastam esses dois motivos para acumulação de reservas. No primeiro caso, para facilitar o crescimento das exportações, o países acumulariam reservas com o objetivo de prevenir ou desacelerar a apreciação da moeda nacional – *mercantilist motive*. No segundo caso, países acumulariam reservas para evitar exposição a *sudden stops* de fluxo de capitais, dada as elevadas volatilidade e liberdade de fluxo de capitais entre os países no cenário de globalização – *precautionary motive*. Vale aqui propor uma análise de cada um, separadamente.

2.3.1 Intervenção cambial

Por vezes, é do interesse do Banco Central de um país manter a taxa de câmbio em um certo nível mais valorizado ou menos valorizado do que a taxa de mercado. Para tentar alcançar ou manter esse nível desejado, o Banco Central opera no mercado de câmbio através de compra e venda da moeda estrangeira. Assim, se a moeda doméstica está mais valorizada do que o Banco gostaria, ele intervém comprando dólares no mercado de câmbio, pressionando a sua valorização em relação ao real. Se, ao contrário, o Banco precisa valorizar a moeda nacional, age em intervenção no mercado pela venda de dólares, pressionando a taxa de câmbio para baixo e apreciando a moeda doméstica.

O interesse do Banco Central em controlar o preço da moeda pode ser momentâneo, e.g. para evitar uma crise flagrante ou acertar um desajuste repentino na Balança Comercial, mas pode também ser constante. Para uma certa economia, três regimes de câmbio diferentes podem ser elencados: flutuante, fixo e misto⁸. Em um regime de câmbio flutuante, o Banco Central abre mão da intervenção e permite que a taxa de câmbio varie conforme os humores do mercado. Em regime de câmbio fixo, a autoridade monetária estabelece um valor de troca entre as moedas doméstica e internacional e mantém essa cotação fixa. Por fim, em um regime misto de câmbio, o Banco Central estabelece um piso e um teto para a taxa de câmbio, permite que ela flutue livremente dentro de tal limite e apenas intervém para evitar que ela ultrapasse o limite colocado.

Os dois últimos tipos de regime, misto e principalmente fixo, são de administração complexa e perigosa. Conforme colocado anteriormente, o Banco Central é o responsável pelo fornecimento de divisas aos agentes que desejarem obter moeda estrangeira. Se, sob um regime de câmbio fixo ou misto, por algum motivo os agentes detentores de moeda doméstica são levados a trocá-la por moeda estrangeira em um movimento rápido e simultâneo, o Banco tem que dispor de moeda estrangeira, *i.e.* reservas internacionais, suficientes para atender à demanda e evitar que a corrida pela moeda estrangeira pressione a taxa de câmbio e acarrete em uma massiva desvalorização da moeda doméstica.

Quando as autoridades monetárias de um país não dispõem de divisas suficientes para cobrir a demanda da economia em um determinado momento, ocorre o que se chama de crise cambial. Essas crises podem ser muito perigosas, em geral acabam levando a uma crise financeira em seqüência. Uma desvalorização abrupta do câmbio pode levar à quebra de empresas e governos por aumento do estoque de dívidas em moeda estrangeira, pode forçar um governo a não ter condições de honrar seus compromissos com credores internacionais⁹. Portanto, se o Banco Central pretende conduzir intervenção no mercado de câmbio, deve se preocupar em acumular um bom volume de reservas para minimizar os riscos de abruptas e indesejadas desvalorizações cambiais.

2.3.2 Volatilidade de capitais

⁸ Para um maior aprofundamento sobre os diferentes regimes de câmbio, ver o Capítulo 21 de Blanchard (2001), em especial a Seção 21.3.

⁹ A partir de um estudo empírico, Kaminsky e Reinhart (1996) identificam um forte aumento da incidência de crises bancárias após a década de 1970, bem como uma forte correlação entre essas crises e as crises cambiais, fenômeno que foi intitulado pelas autoras como *crises gêmeas*.

No subitem anterior, a crise cambial hipotética fora causada pelo fato de o Banco Central tentar manter a taxa de câmbio a um nível em que as pessoas continuavam incentivadas a comprar divisas internacionais, embora o Banco não tivesse reservas em volume suficiente para suprir a demanda dos agentes. Essa mesma corrida em direção à moeda estrangeira pode acontecer em uma economia qualquer sem que a taxa de câmbio esteja sendo administrada – ou fixada. Como exposto na Seção 2.2, existe uma hierarquia de liquidez entre as variadas moedas do mercado mundial. Isso leva ao estabelecimento de uma hierarquia de confiança entre os países. Se existe uma desconfiança a respeito de uma certa economia – de uma certa moeda – por parte dos agentes detentores do dinheiro no país, um movimento de corrida dos agentes em direção ao mercado de câmbio pode causar uma abrupta desvalorização da moeda local. E não tendo essa corrida fundamento no posicionamento errado do preço da moeda, fica ainda mais difícil às autoridades monetárias controlarem o fluxo de saída de recursos.

Desde o final do Século XX, os países centrais têm levantado a bandeira da liberalização comercial e financeira, *i.e.* a bandeira da globalização. Este movimento, quando adotado pelos países periféricos, coloca-os muito vulneráveis a esse tipo de ataque especulativo. Algumas vezes nem mesmo manter ‘a casa em ordem’, com fiscalização das instituições financeiras nacionais, controle de inflação, de oferta de moeda, de gastos governamentais etc. mostra-se suficiente. A experiência dos Tigres Asiáticos no fim da década de 90 mostrou uma faceta pouco lógica do comportamento dos capitais: o efeito contágio¹⁰. Países com estabilidade macroeconômica, equilíbrio fiscal e economia em crescimento foram afetados pela crise tanto quanto as primeiras vítimas. As economias que sofreram menos efeitos adversos acabaram sendo as que optaram por uma redução da abertura financeira, com implantação de alguns limites ao livre fluxo de capitais. Analisando os textos teóricos sobre crises, Prates (2002) aponta essa vulnerabilidade:

“A literatura de primeira geração sofreu seu primeiro abalo com as crises do SME de 1992-93. Em primeiro lugar, ao contrário das crises previsíveis e antecipadas desses modelos, estas crises foram, em grande medida, inesperadas e aparentemente

¹⁰ Cunha (2001) define o efeito contágio como a “tendência de movimento conjunto entre os *spreads* dos mercados emergentes (utilizando o índice EMBI): quanto maior a correlação, maior o contágio” (p.123). Baig e Goldfajn (1998) testaram o movimento conjunto dos mercados financeiros (câmbio, ações, *spreads* e juros) de países do sudeste asiático no período de 1995 a 1998 e observaram a existência de correlações positivas e significativas, entre 0,51 (Tailândia-Malásia) e 0,91 (Malásia-Indonésia). Cunha (2001) ainda cita um trecho de Park e Song (2000), em que os autores ratificam a idéia de existência de efeito contágio na crise asiática da década de 1990: “a crise do leste asiático deve ser atribuída, em grande medida, à reação de pânico e ao comportamento de manada dos investidores externos, mais do que à deterioração dos fundamentos; e, por esta razão, a crise na Tailândia foi muito mais contagiosa do que outras” (p.123). Uma abordagem sobre o efeito contágio pelo *mainstream* pode ser encontrada em FMI (2001).

inexplicáveis, diante dos sólidos fundamentos fiscais e monetários dos países. [...]”
(p.18)

Se o Banco Central do país que sofre um ataque especulativo tem divisas suficientes para suprir a demanda de moeda estrangeira por um tempo, até que os detentores do dinheiro acalmem-se, este estará menos vulnerável a problemas mais graves. O mesmo raciocínio acaba funcionando da maneira inversa: saber que o Banco de um país possui um elevado estoque de divisas, capaz de agüentar uma especulação caso necessário, dá mais segurança a investidores, contribuindo para evitar fugas precipitadas de recursos.

2.4 QUAL O NÍVEL IDEAL DE RESERVAS A SEREM ACUMULADAS?

Seguindo o raciocínio do item anterior, uma pergunta inevitavelmente surge: qual deve ser o nível ideal de reservas? O caminho para a resposta a esse questionamento começa no Balanço de Pagamentos. Como demonstrado através da contabilidade do Balanço, existem duas rotas de entrada de recursos, através das transações da Conta Corrente e as da Conta Capital e Financeira. O Banco Central deve ter reservas em caixa suficientes para bancar as saídas de recursos por um tempo, mesmo que haja um corte drástico e repentino no fluxo de entrada de divisas, por estas duas contas. Assim, a teoria econômica internacional estabeleceu dois níveis de segurança para essa mensuração.

O primeiro índice está associado à Conta Corrente, onde estão contabilizadas as transações de bens e serviços. Como aponta Rodrik (2006, p.4), “a regra de bolso tradicional dos Bancos Centrais era que eles deveriam manter uma quantidade de reservas em moeda estrangeira equivalentes a três meses de importações”¹¹. Dessa forma, ainda que houvesse um corte abrupto nas receitas de exportações, a autoridade monetária ainda teria autonomia para manter o volume habitual de importações por três meses.

Do outro lado, associado à Conta Capital e Financeira, onde estão contabilizadas as transações financeiras e investimentos, está o segundo índice. A diretriz de condução estratégica conhecida como “Guidotti-Greenspan-IMF” sugere que um país mantenha um volume de reservas internacionais equivalente à dívida externa de curto prazo, *i.e.* dívida externa com vencimento igual ou menor do que doze meses¹². Seguindo esta orientação, ainda

¹¹ Ou, no texto original de Rodrik (2006), “The traditional rule of thumb for Central Banks was that they should hold a quantity of foreign exchange reserves equivalent to three months of imports” (p.4).

¹² A expressão “Guidotti-Greenspan-IMF”, segundo Rodrik (2006, p.5), originou-se do fato de a regra de os países manterem reservas equivalentes à dívida externa com vencimento até um ano ter sido anunciada por Pablo Guidotti – então ministro da fazenda da Argentina –, posteriormente endossada por Alan Greenspan – então presidente do Federal Reserve – e em seguida absorvida no discurso do FMI.

que as fontes de receitas de divisas por investimento direto estrangeiro e de linhas de crédito internacional sequeiem, o Banco Central consegue garantir o pagamento da sua dívida externa pelo período de um ano inteiro.

Vale aqui ressaltar que a dívida externa de curto prazo do Banco Central não é o que aparece na rubrica “Empréstimos e financiamentos” do Balanço de Pagamentos. Esta rubrica é uma conta de fluxo, enquanto a dívida externa refere-se um estoque, assim como o saldo de reservas internacionais é um estoque, ao passo que a rubrica “Variação de reservas” do Balanço é uma contabilidade de fluxo. O estoque da dívida externa, bem como o das reservas cambiais, encontra-se no Balanço Patrimonial do Banco Central.

3 COMO ESTÃO?

Compreendidas as origens e causas da acumulação de reservas, pode-se passar para o ponto seguinte, de análise da configuração das reservas internacionais entre os grupos de países emergentes. Para tanto, algumas comparações serão apresentadas, entre os valores absolutos de reservas e algumas variáveis reais das economias dos respectivos países, para que fique mais claro a dimensão relativa do volume de recursos em cada caso.

Em uma primeira seção, serão apresentados os retratos das contas de reservas internacionais dos países emergentes nos índices de análise introduzidos na Seção 2.4. Uma segunda seção mostra a fonte de entrada dos fluxos de reservas para diferentes países e grupos de países, contrastando-os entre si – em continuidade à discussão apresentada na Seção 2.3, sobre os motivos de acumulação. Por último, uma seção aponta quais os custos a que estão sujeitos os países, ao utilizarem-se dessa estratégia de acumulação de recursos, acima do volume histórico dos países centrais.

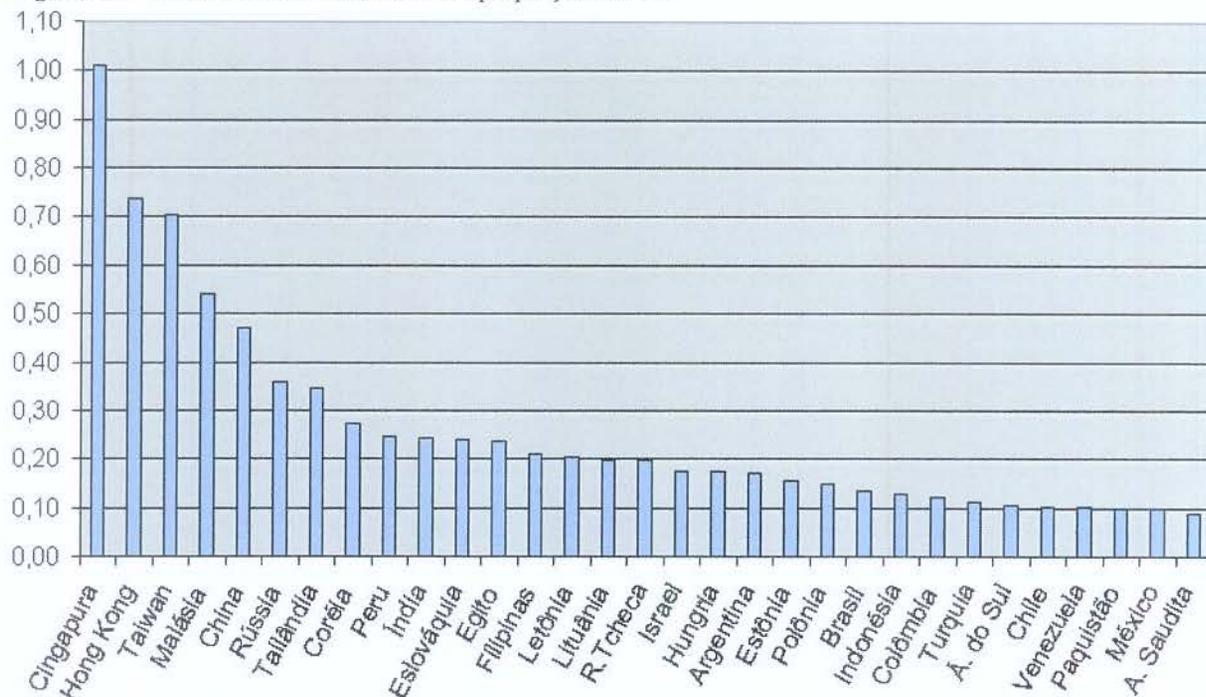
3.1 RETRATO ATUAL

Conforme apresentado pela **Figura 1.1**, na seção introdutória deste trabalho, trinta países em desenvolvimento somavam juntos, em Janeiro de 2008, US\$ 4.371,6 bilhões; mais da metade deste valor em mãos de apenas China, Índia e Rússia. A China, por si só, responde por aproximadamente 36% do saldo total em reservas dos trinta países em desenvolvimento elencados. Mas apenas os números absolutos não são suficientes para se fazer uma análise da importância do saldo em reservas para cada um desses países. A utilização de outras variáveis é necessária para ajudar a analisar a real dimensão destes estoques para cada economia.

Uma variável bem ampla que pode servir como um primeiro filtro é a renda. Contrastando o saldo em reservas com o produto interno bruto do país, pode-se perceber melhor o peso que esse volume de recursos tem em relação à sua economia. A razão entre o

saldo de reservas internacionais e o PIB para diversos países emergentes está apresentada na **Figura 3.1**.

Figura 3.1 – Reservas internacionais como proporção do PIB*



* Reservas de Março de 2008 e PIB de Dezembro de 2007.

Fonte: *The Economist* e World Economic Outlook

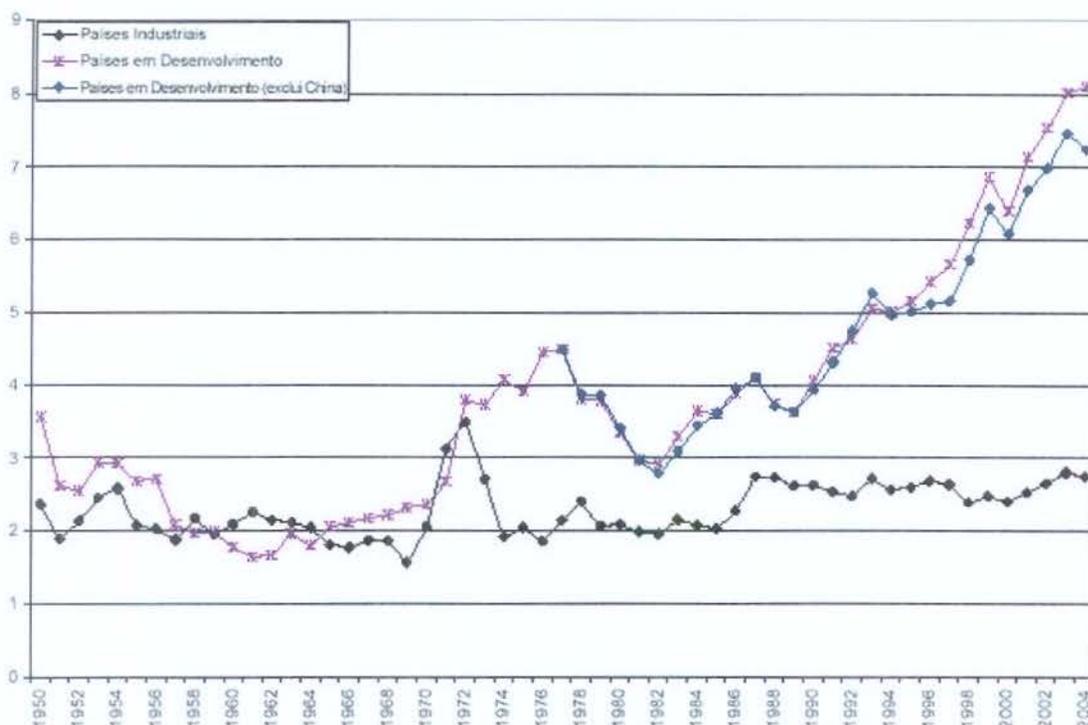
Quatro tigres asiáticos destacam-se abertamente nesta primeira análise, Cingapura, Hong Kong, Taiwan e Malásia com razões de 1,010, 0,738, 0,705 e 0,542 respectivamente. Outros quatro países também ultrapassam a marca dos 0,250 de razão: China, Coreia, Tailândia e Rússia - finalmente um país não do leste asiático. Os países líderes em valores absolutos de saldo de reservas permaneceram líderes nesta nova tabela, mas pode-se perceber uma boa mudança no comparativo dos países. *E.g.*, na primeira tabela os US\$ 90 bilhões do México estavam bem próximos dos US\$ 97,9 bilhões da Tailândia, porém a relação entre ambos mudou drasticamente na segunda tabela, com razões de 0,098 e 0,347. Ou ainda, em valores absolutos, o México possui 30,1% mais recursos do que a Polônia, porém quando comparadas ao PIB as reservas mexicanas representam pouco mais de três quintos da razão polonesa, que está em 0,150.

Dos países do leste asiático, somente a Indonésia não ultrapassou a linha de 0,15, ficando com uma razão de 0,127. Acima dela estão apenas três latino-americanos: Peru com razão de 0,246, Argentina com 0,172 e Brasil um pouco atrás com 0,137 – apesar de o valor absoluto do saldo brasileiro ser mais do que quatro vezes superior ao argentino.

Conforme mencionado anteriormente, uma maneira comum e tradicional de os Bancos Centrais acompanharem o volume de reservas é comparando-o às importações. O artigo de Rodrik (2006) aponta que os diversos países do globo mantiveram uma média de reservas próximas ao equivalente a dois meses de importações até o fim da década de 1960. Durante a década de 1970, há um leve salto dessa razão para pouco mais que três meses. Para os países industriais, a razão volta ao nível de dois meses na segunda metade da década, subindo para próximo de três meses na metade da década de 1980 – e nesse nível se mantendo até 2004.

Para os países em desenvolvimento, o salto da década de 1970 não foi curto: alcançou quatro meses e meio em 1975, recuou para 3 meses no início da década de 1980 e imediatamente começou uma escalada quase constante, chegando a mais de sete meses em 2004. A **Figura 3.2** mostra a escalada da razão entre reservas e importações, tanto para países industriais quanto para países em desenvolvimento.

Figura 3.2 – Reservas internacionais (exceto ouro) em meses de importação

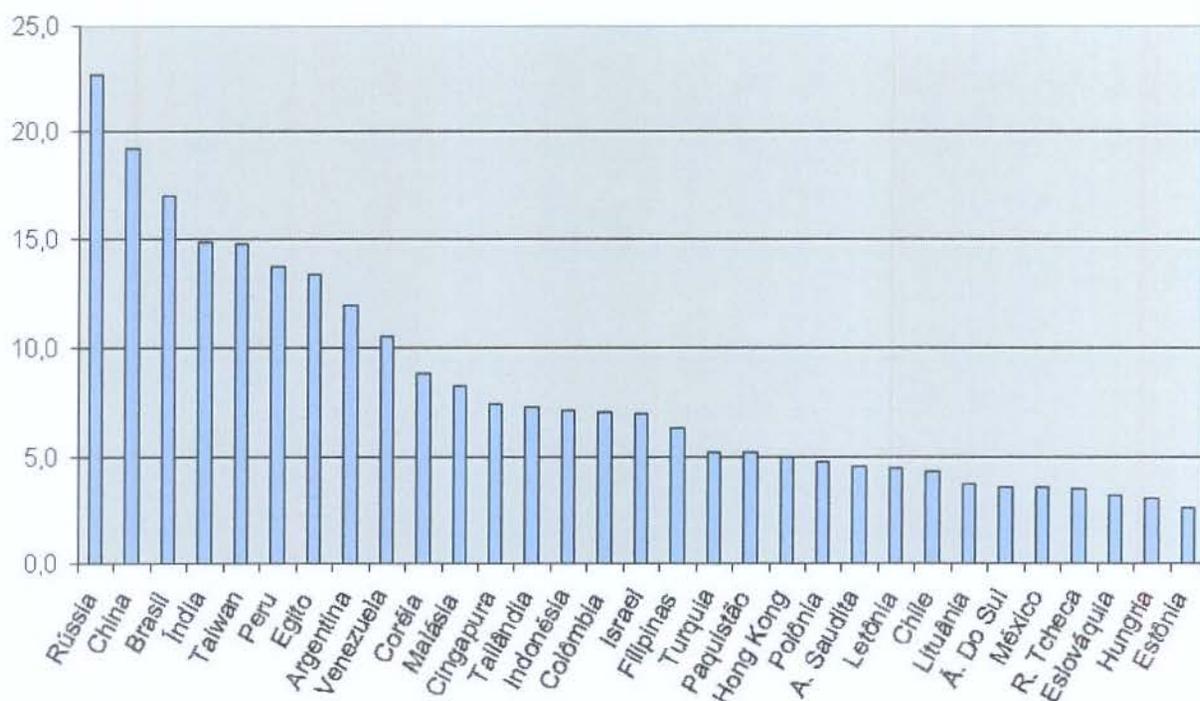


Fonte: Rodrik (2006), Figura 2, p.15

Alguns países em desenvolvimento alcançaram índices mais que cinco vezes superiores aos três meses de importações da média dos países industriais. É o caso da Rússia, cuja razão de reservas por importações superou vinte e dois meses, assim como China e Brasil, que ultrapassaram a marca dos dezessete meses, ao fim de 2007. A **Figura 3.3** aponta os dados individuais da razão, para o ano de 2007, entre os emergentes. Dos países em

questão, a menor razão pertence à Estônia: 2,6 meses, ainda assim próxima à média dos países industriais.

Figura 3.3 – Reservas internacionais (exceto ouro) em meses de importações, dos países emergentes*



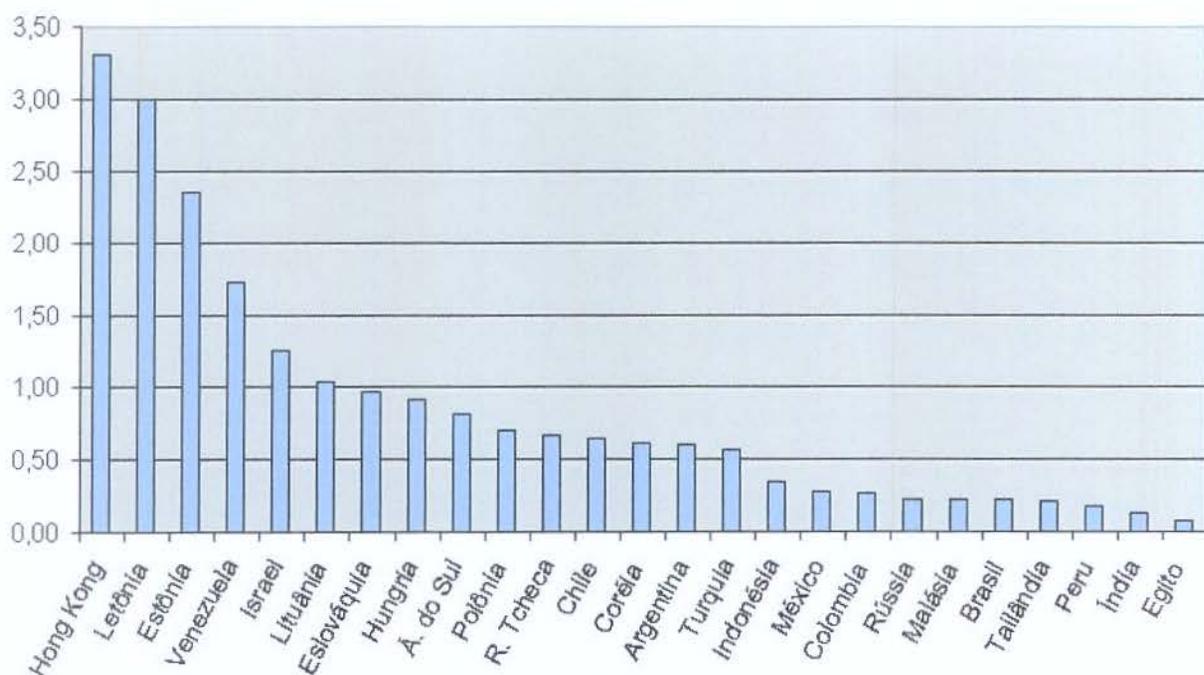
Fonte: FMI International Financial Statistics.

* Dados de 2007, à exceção de Colômbia, Eslováquia, Israel e Venezuela (2006) e África do Sul (2005).

Ainda um segundo parâmetro de acompanhamento utilizado pelos bancos centrais é a razão entre as reservas internacionais e a dívida externa de curto prazo (*i.e.*, a dívida externa com vencimento em até doze meses), conhecido como a diretriz Guidotti-Greenspan-IMF. A idéia das autoridades monetárias é, com ela, gerar um ambiente de confiança dos investidores, em saber que mesmo que as fontes de entrada de recursos no país se estanquem, o banco central tem recursos suficientes para honrar os seus compromissos em – pelo menos – o prazo de um ano.

Assim como no caso do índice anterior, as autoridades monetárias dos países emergentes têm superado em muito esta meta. A **Figura 3.4** mostra a proporção entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais de tais países: quanto mais baixo o índice, maior o excedente de reservas em relação à dívida; índice igual a um, volume de reservas igual à dívida externa de curto prazo.

Figura 3.4 – Proporção dívida externa de curto prazo sobre reservas internacionais dos países emergentes



Fonte: Joint BIS-IMF-OECD-World Bank Statistics on External Debt Online Database e World Economic Outlook. Dados de 2006.

Casos como México, Colômbia, Rússia, Malásia, Brasil e Tailândia ilustram bem a situação. A razão para estes está em torno de 0,25, o que indica que o saldo de reservas em 2006 estava aproximadamente quatro vezes superior à dívida externa de curto prazo. Outros casos, como Egito e Índia, são ainda mais extremos, chegando à razão de 0,07 e 0,13 respectivamente. Lituânia apresenta um índice de 1,03, o que indica um volume de reservas quase igual à sua dívida externa de curto prazo. Não seguidores da regra estão Israel, Venezuela, Estônia, Letônia (cujas reservas cobrem apenas um terço da dívida de curto prazo) e Hong Kong.

Infelizmente não há muita transparência em registros oficiais sobre a dívida externa de curto prazo da China, mas nada impede algumas hipóteses de serem colocadas. A dívida externa total da China foi estimada em cerca de US\$ 315 bilhões ao fim de 2006¹³. Se o volume de dívida externa de curto prazo correspondesse a 27% desse valor (a média dos países listados na última figura), seria equivalente a 1/12 do seu saldo estimado em reservas. Se fosse 36% do total (média dos países emergentes asiáticos), o saldo em reservas excederia mais de nove vezes a dívida de curto prazo. Ainda que esta fosse metade do total, as reservas corresponderiam a mais de seis vezes a dívida com prazo de um ano. Por fim, mesmo que toda a dívida externa estimada da China fosse de curto prazo, ainda assim o seu saldo em reservas seria suficiente para cobri-la mais de três vezes.

¹³ Estimativa feita pelo *The 2007 World Factbook*, da Central Intelligence Agency dos Estados Unidos. Disponível em: <http://factbook.paw.nu/factbook/>

3.2 REGIÕES TRADE ACCOUNTS x REGIÕES CAPITAL ACCOUNTS

Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) em um trabalho conjunto, sustentam que há no mundo três principais zonas econômicas e monetárias: um país central, Estados Unidos, uma região *Trade Account*, Ásia, e uma região *Capital Account*, reunindo Europa, Canadá e América Latina¹⁴. Essas duas últimas regiões teriam diferenças importantes entre si, que influenciariam seus interesses específicos nas transações com o país central, bem como sua inserção no mercado internacional.

Como uma região *trade account*, exportar para os Estados Unidos é a preocupação maior dos asiáticos. Quando as importações não acompanham o volume de exportações, os governos dos países em questão utilizam o dinheiro resultante na compra de títulos de dívida americanos. As taxas de câmbio são administradas pelas autoridades monetárias desses países, com intervenções consistentes dos bancos centrais para limitar a apreciação das suas moedas – e proteger o saldo favorável em conta corrente.

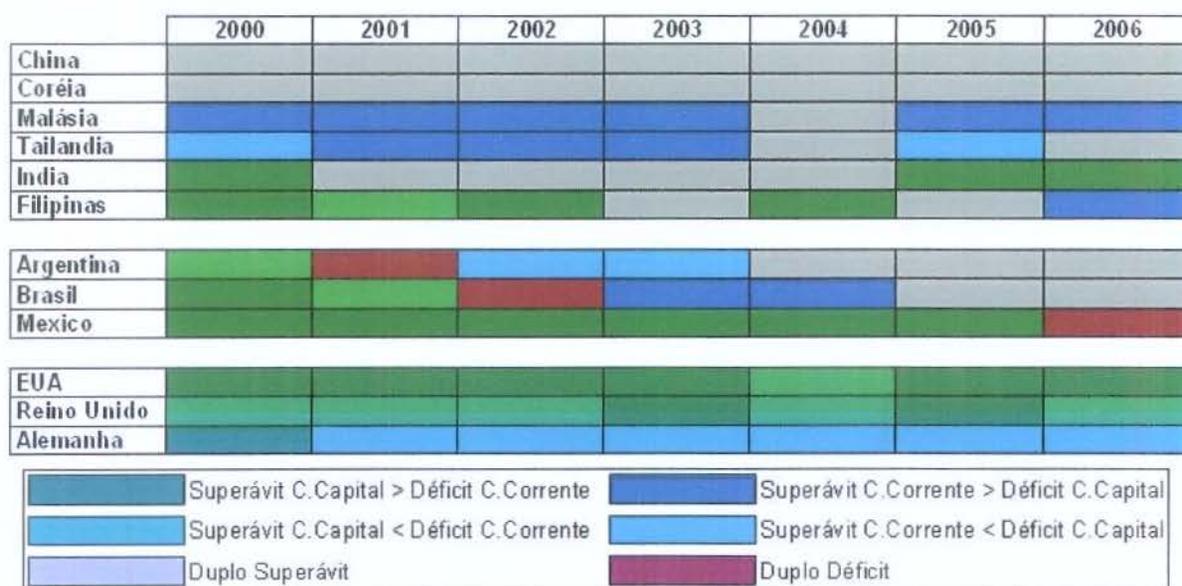
Por outro lado, os países latino-americanos, categorizados como *capital accounts*, têm sua preocupação mais voltada para sua posição no cenário internacional de investimentos. Os condutores da política econômica desses países são favoráveis à livre flutuação da moeda nacional, com pouca intervenção no mercado de câmbio, o que levou a uma baixa mudança no saldo de reservas internacionais da região até o fim de 2002 – especialmente em contraste com a região asiática.

De fato, os países da América Latina em geral apresentaram déficits em Conta Corrente durante boa parte da década de 1990 e o início da década de 2000. Por exemplo, a Argentina apresentou saldo em Conta Corrente de aproximadamente US\$ 5 bilhões em 1990, caindo para algo em torno de zero em 1991 e ficando negativo nos dez anos seguintes, só vindo a se recuperar em 2002. O Brasil, por sua vez, apresentou saldo positivo em Conta Corrente em 1992 e posteriormente apenas em 2003, chegando a quase US\$ 35 bilhões de déficit em 1998. O México também não fica muito atrás, até 2004 o último ano em que apresentou saldo positivo foi em 1987 – a desvalorização monetária provocada pela crise em 1994 reduziu o saldo deficitário de aproximadamente US\$ 30 bilhões em 1994 para menos de US\$ 2,5 bilhões no ano seguinte, mas não o suficiente para torná-lo positivo.

¹⁴ *Trade Account* e *Capital Account* traduzidas do inglês significam, respectivamente, Conta Comercial e Conta Capital. Os autores fazem uso desses termos em referência à maior importância do saldo de transações comerciais para os países asiáticos e do saldo de transações financeiras dos países europeus e latino-americanos em seus Balanços de Pagamentos.

Mas no início do Século XXI o cenário para a América Latina mudou. As crises de 2001 na Argentina e 2002 no Brasil provocaram uma grande desvalorização das moedas nacionais dos países, o que levou a uma melhora significativa no quadro de transações correntes – e uma também significativa deterioração no saldo de Conta Capital e Financeira, devido ao corte abrupto de investimentos. Mas alguns anos depois desse período, com a recuperação das suas finanças, estes países verificam saldos superavitários em ambas as rubricas dos seus Balanços de Pagamentos. A **Figura 3.5** ilustra essa idéia.

Figura 3.5 – Situação das contas do Balanço de Pagamentos, de 2000 a 2006. Países selecionados



Fonte: FMI International Financial Statistics, 2007.

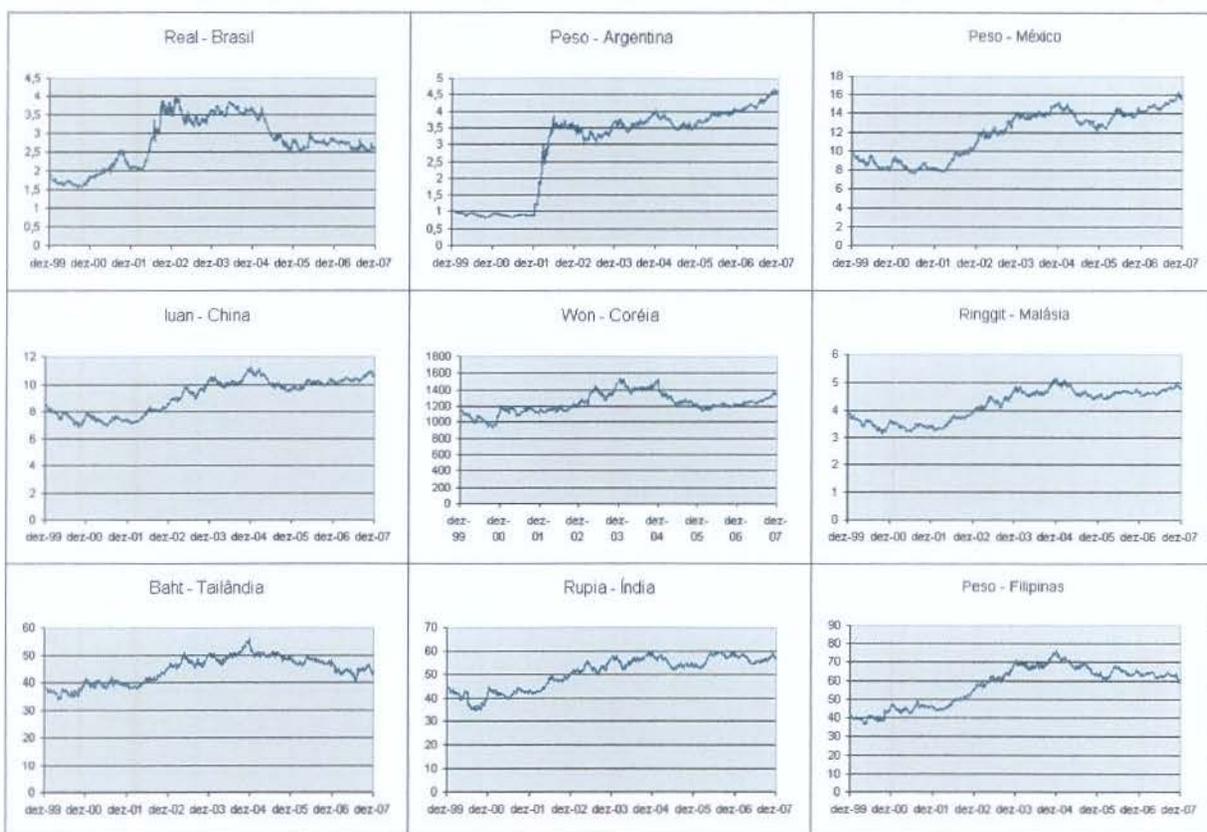
Como pode-se observar na **Figura 3.5**, países asiáticos como China e Coréia mantêm saldos superavitários tanto em sua Conta Corrente quanto em sua Conta Capital e Financeira. Malásia e Tailândia enfrentaram déficits em sua Conta Financeira por boa parte dos anos da década de 2000, mas mantiveram sempre superávit em transações correntes. Índia e Filipinas já apresentaram alguns anos de déficit em Conta Corrente, mas também tiveram anos de duplo superávit.

Pelo lado latino-americano, vê-se uma mudança após as crises. Em 2001 e 2002, os anos de crise, Argentina e Brasil respectivamente observaram duplo déficit em seu Balanço de Pagamentos. Nos dois anos seguintes, favorecidos pela desvalorização de suas moedas nacionais, observaram superávits em transações correntes, apesar de saldo negativo nas transações financeiras. O resultado da Conta Capital e Financeira de ambos só se recupera três anos após a crise, alcançando duplo superávit – que se mantém até 2006. Os Estados Unidos

seguem por todo o período com sua conta corrente deficitária, mas quase sempre coberta pelo resultado da conta capital.

Apesar dos resultados superavitários recorrentes no Balanço de Pagamentos dos países, conforme apontado na **Figura 3.5**, essa entrada de recursos não tem gerado apreciação cambial; pode-se perceber pela **Figura 3.6** um movimento conjugado de depreciação cambial das moedas nacionais dos países, em relação ao Euro¹⁵. Exceção feita a Tailândia, Filipinas e Brasil, cujas moedas têm apresentado apreciação a partir do fim de 2004.

Figura 3.6 – Taxas de câmbio históricas dos países emergentes em relação ao Euro (Euro / moeda nacional)



Fonte: Banco Central do Brasil.

A moeda tailandesa mostrou apreciação de 28,2% do pico no fim de 2004 ao fim de 2007, com a cotação subindo de € 0,01789 para € 0,02294. De modo semelhante, o peso filipino também teve sua cotação apreciada em 26,1%, de € 0,01305 para € 0,01647 no

¹⁵ Faz-se aqui uma comparação das moedas nacionais em relação ao Euro e não ao dólar pois nos últimos anos o dólar tem sofrido uma desvalorização em relação às demais moedas do globo. Isso poderia gerar uma impressão equivocada de apreciação das moedas nacionais dos países analisados.

mesmo período. Ainda do fim de 2004 ao fim de 2007, a moeda brasileira sofreu uma apreciação mais acentuada, de € 0,27684 para € 0,38360.¹⁶

3.3 CUSTO DE MANUTENÇÃO DE RESERVAS

A estratégia de acumulação de recursos sob a forma de reservas internacionais pelas autoridades monetárias acarreta custos. Em primeiro lugar, existe um custo de oportunidade: ao fazer a opção por manter reservas em estoque (denominadas em títulos de dívida de países centrais), automaticamente o Banco Central está abrindo mão de inúmeras outras opções de aplicação desses recursos, tanto em ativos financeiros mais rentáveis, quanto em investimento direto do governo, como ainda liquidação de parte da dívida pública. Aizenman e Glick (2008) apontam alguns outros custos indiretos causados pela acumulação de reservas.. Um deles seria o *risco moral macro*, que ocorre quando o acúmulo de reservas leva a um encorajamento de gastos oportunistas, principalmente em regimes de governo caracterizados por instabilidade política e limitada transparência. Um segundo, o *risco moral micro*, que ocorre quando as reservas subsidiam uma maior aceitação de tomada de risco.

Mais diretamente do que estes, há um outro custo de manutenção de reservas, chamado de Custo de Esterilização. Quando uma empresa nacional ou um investidor ou o próprio governo adquire um empréstimo ou recebe pagamentos de alguma instituição internacional em moeda estrangeira, o Banco Central do país deve “comprar” esses recursos e trocá-los por moeda nacional¹⁷. Essa operação pode causar efeitos inflacionários, pelo aumento excessivo na oferta de moeda. Assim, o Banco Central pode optar por enxugar a oferta que acabou de gerar, emitindo títulos de dívida. Essa operação é a Esterilização. Os custos associados a esse processo podem ser apontados e mensurados de diferentes formas.

O Bacen (2007) calcula o custo de manutenção das reservas como a “diferença entre a taxa de rentabilidade das reservas internacionais e a taxa média de captação apurada pelo Bacen” (p.43). A taxa média de captação é uma taxa de juros média de emissão de títulos do Banco Central, enquanto a taxa de rentabilidade compreende não só o rendimento das aplicações em que estão denominadas as reservas, mas também a variação cambial entre a moeda de denominação do título e a moeda nacional, no período. Dessa forma, com a massiva

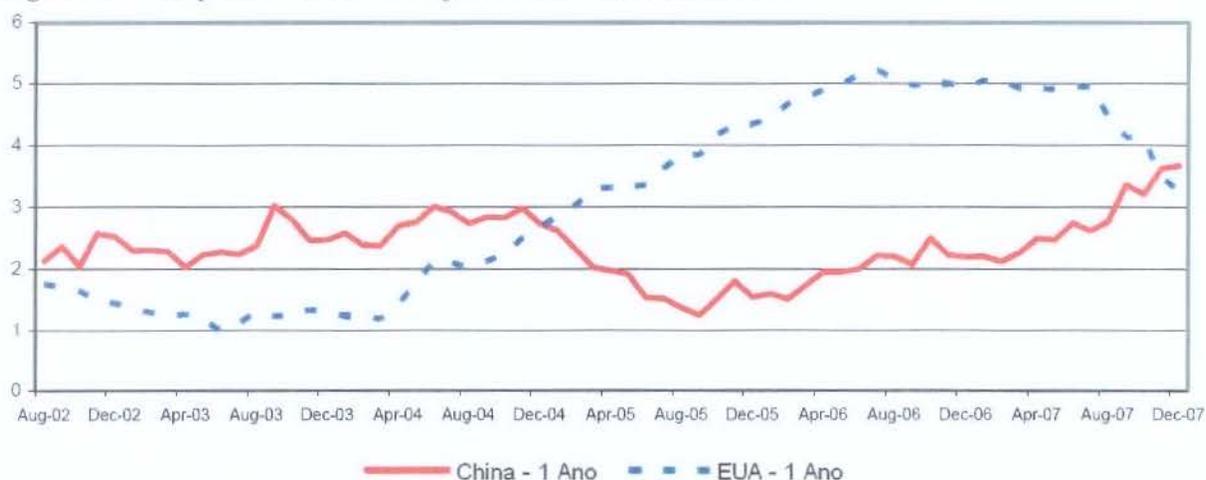
¹⁶ Mas no caso brasileiro, o pico não foi o último dia útil de 2004 e sim dia 27 de Janeiro de 2003, quando a cotação bateu € 0,25177, em virtude da crise ocorrida no país durante o ano anterior. Considerando a variação do preço da moeda brasileira em euros dessa data até o fim de 2007, pode-se perceber uma apreciação da ordem de 52,3%.

¹⁷ Considerando uma economia onde os residentes só podem manter depósitos em moeda doméstica.

valorização do real no ano de 2007, nos cálculos do Banco Central, o custo de manutenção das reservas foi alavancado pela soma entre o custo de captação e a “rentabilidade negativa” das reservas. Em valores absolutos, a estimação do custo acumulado de 2007 chega a mais de R\$ 43,2 bilhões, de um total de R\$ 319,2 bilhões – ou 13,5%.

Uma outra abordagem é feita por Aizenman e Glick (2008), do custo fiscal de esterilização. Nessa mensuração é também feita uma subtração entre os juros pagos pelo Banco Central nos títulos emitidos para esterilização de liquidez doméstica e o retorno obtido com os ativos de reservas internacionais, mas diferentemente do cálculo anterior, não consideram a variação cambial. Mostram, conforme a **Figura 3.7**, que por um certo momento a China obteve ganhos com o processo de esterilização, devido ao fato de sua taxa de juros interna ficar por um tempo mais baixa do que a taxa de juros americana.

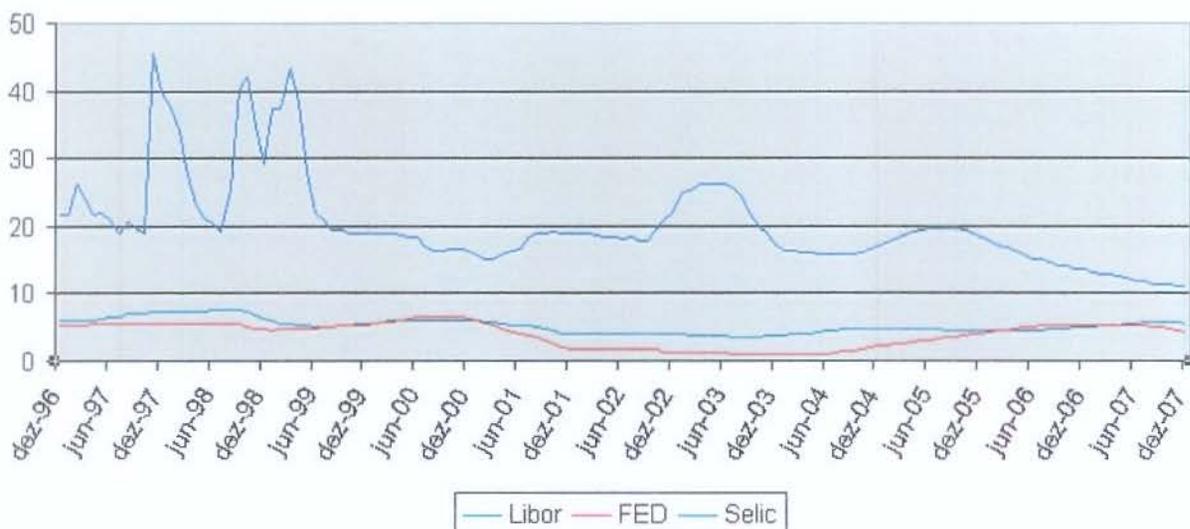
Figura 3.7 – Comparativo entre taxas de juros de China e Estados Unidos



Fonte: Aizenman e Glick (2008, p.30).

Certamente a taxa de juros do Brasil, país que possui uma das taxas de juro real mais altas do mundo, nem apareceria nessa figura. Contrastando a taxa de juros brasileira com as taxas de juros inglesa e americana, pode-se observar na **Figura 3.8** uma abrupta disparidade.

Figura 3.8 – Comparação de taxa de juros entre Brasil, Inglaterra e Estados Unidos (1998 a 2007)



Fonte: Federal Reserve, Bank of England e Banco Central do Brasil.

Ainda uma terceira abordagem pode ser encontrada em Rodrik (2006). Em vez de considerar como custo de esterilização a diferença entre as taxas de juros dos títulos emitidos pelo Banco Central e as taxas de retorno dos ativos, o autor o considera como a diferença entre as taxas de juros obtidas pelos agentes domésticos nos mercados externos e os rendimentos das denominações das reservas. Seu argumento é que em uma perspectiva macro, ainda que os títulos emitidos pelo Banco Central tenham uma taxa de juros alta, esse pagamento será feito a agentes domésticos, precisando portanto ser retirado da contabilização do custo do país com as reservas. Assim, entraria na conta dos custos apenas o que o agente doméstico pagou (ou pagará) em juros à instituição financeira internacional.

Ainda que essa perspectiva seja bem mais específica que as outras, os valores a que o autor chega na mensuração são ainda bastante alarmantes. Para estimativa do custo da dívida de curto prazo, foi utilizado o EMBI¹⁸ e para estimar o rendimento das reservas, foram utilizados títulos de curto prazo do Tesouro dos Estados Unidos. Esse cálculo apresentou uma média de 700 pontos base do início da década de 1990 até 2005. A partir disso, o autor fez três cálculos com *spreads* hipotéticos, de 3%, 5% e 7% e verificou que o custo social estimado das reservas acompanhou o rápido crescimento dos níveis de reserva, aumentando consideravelmente desde o início do período. Considerando o ponto intermediário do cálculo, a faixa de 5%, o custo estimado para 2005 seria de cerca de 1% do PIB anual dos países emergentes. E finaliza afirmando que esse montante é muito superior a qualquer orçamento alocado nos programas mais agressivos de combate à pobreza em vários países do mundo.

¹⁸ *Emerging Markets Bonds Index*, uma das medidas quantitativa de risco associado ao investimento em determinados papéis, aplicada especificamente aos países emergentes e criado pelo JPMorgan em 1993.

Rodrik (2006) levanta ainda uma outra questão. Se o nível ótimo de reservas é calculado em razão da dívida externa da economia, por que os volumes de reservas internacionais estariam subindo tão vertiginosamente, acompanhados de aumentos na proporção de dívida externa sobre o PIB dos países? De fato seria óbvio imaginar que as reservas excedentes – além do correspondente a três meses de importações e doze meses de dívida – deveriam ser usadas para saldar compromissos e reduzir o estoque total de dívida. A menos que reduzir o estoque de dívida seja custoso – ou melhor, mais custoso do que acumular reservas. Ou até por que não aumentar o controle nos fluxos de capitais para reduzir a exposição da economia e possibilitar realocação das reservas para outros fins?

A interpretação do autor para responder a essa pergunta passa pela discussão acerca da bandeira da globalização levantada pelo *mainstream*: “talvez esteja relacionado com o fato de que, ao contrário da acumulação de reservas, o controle sobre o endividamento externo de curto prazo contrarie poderosos interesses financeiros, tanto dentro do país como no exterior”. Assim, intervenções mais diretas no mercado, como taxação de fluxos de capitais de curto prazo, teriam adquirido uma má reputação, da qual a acumulação de reservas – que também é uma intervenção de mercado – estaria isenta¹⁹.

¹⁹ E conclui dizendo que os países em desenvolvimento estão pagando um preço muito alto para jogar conforme as regras da globalização financeira.

4 PARA ONDE VÃO?

Apresentado o cenário atual das reservas internacionais entre os países, chega-se ao último ponto deste trabalho: as perspectivas futuras para esses recursos. Grupos de países ou até mesmo países sozinhos, como no caso da China, têm saldos em reservas em volume tal que merece a atenção dos economistas. Mudanças no rumo desses recursos podem construir e derrubar economias, estabilizar e sacudir mercados e mudar o quadro global.

Existe um debate acerca do papel atual do dólar no cenário internacional, bem como especulações sobre como será esse papel no futuro. Neste capítulo, de início, apresentam-se argumentos que fundamentam a idéia de tendência de permanência do dólar no topo da preferência internacional, a idéia de que existe um *acordo implícito* entre o país central emissor da moeda, os Estados Unidos, e a periferia que o demanda em larga escala. Em seguida, argumentos que indicam uma mudança em curso, com a possível derrubada da preferência do dólar – ou ao menos a quebra de sua hegemonia – pelo euro. E por fim uma análise dos tipos de aplicações não tradicionais que têm sido utilizados por países detentores de saldos consideráveis em reservas e que podem indicar que rumo elas podem tomar globalmente nos próximos anos.

4.1 O ACORDO IMPLÍCITO

No mesmo artigo citado na Seção 3.2, Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) fazem uma análise interessante sobre o arranjo internacional no fim do Século XX, comparando-o com o que existia no imediato pós-guerra. Nos anos 1940, Europa e Japão estavam devastados pelos efeitos da Guerra e os Estados Unidos se firmavam de vez como nação economicamente potente. Próximo ao fim da Guerra, os países centrais firmaram um acordo chamado de Bretton Woods, com o objetivo de coordenar uma ordem monetária

internacional. Os Estados Unidos assumiram o papel de país central, com os países da Europa e o Japão como periferia nesse sistema.

Os Estados Unidos se caracterizavam por possuírem uma economia com mercados de bens e de capitais essencialmente não-controlados. Europa e Japão adotavam uma estratégia de desenvolvimento, com base em taxas de câmbio fixas e sub-valorizadas, controles de capital e de comércio e acumulação de divisas. Os Estados Unidos serviriam como intermediário financeiro, que emprestavam credibilidade aos sistemas financeiros dos demais países.

Através de superávits em Conta Corrente, por vezes aliados a fluxos de capital americanos (principalmente IDE), essa “periferia” acumulava reservas, reaplicando-as nos mercados financeiros americanos. Estes, por sua vez, contribuía para financiar novos fluxos de capital para a Europa. Assim que essas regiões conseguiram reconstruir seu capital e restaurar suas estruturas, voltaram a assumir sua posição central no sistema. Com isso, abandonaram as taxas de câmbio fixas e a estratégia de desenvolvimento controlada, adotando a liberalização que os Estados Unidos já experimentavam. Com a evolução de tais países ao centro, segundo os autores, houve um tempo em que o arranjo do sistema monetário internacional ficou sem países periféricos, mais precisamente nas décadas de 1970 e 1980.

Com o descrédito do modelo socialista, uma nova periferia foi articulada ao centro Estados Unidos – Europa – Japão. Alguns países optaram por uma estratégia de desenvolvimento baseadas em políticas de abertura de mercado de capitais, semelhantes à dos países centrais, via Consenso de Washington²⁰. Alguns outros países, asiáticos principalmente, escolheram a mesma estratégia periférica que Europa e Japão no imediato pós-guerra, sub-valorizando a taxa de câmbio, administrando consideráveis intervenções no câmbio, impondo controles, acumulando reservas e encorajando crescimento via exportações.

O ressurgimento de uma periferia nesses moldes é o argumento dos autores para afirmarem a existência de um novo Bretton Woods. Nessa perspectiva, o sistema em si não teria mudado na década de 1970 com a flutuação das moedas de diversos países, mas simplesmente os objetivos de blocos importantes de países dentro do sistema é que teriam mudado. No período em que faltaram países para assumirem o papel periférico, o sistema

²⁰ O nome “Consenso de Washington” foi lançado em 1989 por John Williamson, para uma lista de dez pontos relativos às reformas políticas exigidas da América Latina pelas principais autoridades econômicas e políticas internacionais à época, o Banco Mundial, o FMI e o governo norte-americano. Baseavam-se primordialmente em reformas fiscais, liberalização de mercados e desregulamentações. Desde então, o termo tem sido usado quase como sinônimo de globalização e liberalização. Para maior aprofundamento, ver Williamson (1990).

ficou suspenso, mas foi reacionado com o aparecimento dos países asiáticos, principalmente a China²¹.

O grande déficit em Conta Corrente dos Estados Unidos tem sido financiado por fluxos de capitais oficiais das regiões *trade account* e por fluxos privados das regiões *capital account*. E a manutenção desse cenário têm sido o motor do crescimento do resto do mundo. Apesar do crescente déficit norte-americano, os autores afirmam que esse sistema tem se mostrado estável e sustentável. O esquema de crescimento asiático via exportações, saldo corrente positivo contra os Estados Unidos, controle cambial e acumulação de reservas, aplicação no mercado financeiro americano e reaplicação de capitais norte-americanos na periferia, tem possibilitado as altas taxas de crescimento dos países periféricos asiáticos e assim se manterá, enquanto esse cenário for viável. E a China estaria ainda por um tempo essa motivação principal, com mais de 40% de sua população ainda a ser absorvida do setor rural. E mesmo que essa reserva de mão-de-obra se esgotasse, a Índia estaria pronta para assumir o posto de periferia, com sua vasta oferta de trabalhadores sub-empregados. Há aqui, então, um acordo implícito entre as duas partes do sistema, centro e periferia: os Estados Unidos aceitam seu elevado déficit corrente por saber que esse é o fundamento do igualmente elevado fluxo de capitais dos países asiáticos para seus mercados e, *on the other hand*, a periferia aceita aplicar seus recursos em ativos oficiais norte-americanos com baixo rendimento por saber que esse é o fundamento das reaplicações de investimentos ianques na própria região periférica – asiática.

Alertam os autores ainda que isso não é fruto de uma irracional afinidade com os Estados Unidos. A Ásia exportaria para qualquer lugar se pudesse e teria prazer em financiar qualquer déficit decorrente disso. Mas os Estados Unidos estão abertos a isso e a Europa não está. Com a preocupação em absorver os países do leste europeu em seu próprio sistema regional, a Europa não poderia absorver os fluxos de bens da periferia. E os efeitos negativos que poderiam ser causados no potencial americano de compra de bens da periferia tendem a evitar uma mudança do fluxo de recursos dos títulos oficiais em dólares para os ativos em euros.

4.2 MUDANÇAS NA HEGEMONIA DO DÓLAR

²¹ Nas palavras de Dooley, Folkerts-Landau e Gaber (2003): “The Bretton Woods system does not evolve, it just occasionally reloads a periphery” (p. 5).

No início da década de 1990, houve um questionamento sobre a hegemonia da moeda americana no cenário internacional. Indagava-se se o dólar estaria em um processo de perda de seu papel como divisa internacional incontestável, assim como perdeu a libra esterlina antes dele. O marco alemão e o iene japonês tiveram ganhos paulatinos durante as décadas de 1970 e 1980 em participação do saldo de reservas, em relação ao dólar e os fortes fundamentos das duas economias, Alemanha e Japão, como seus superávits correntes e baixas taxas de inflação indicavam uma boa explicação.

Porém, Chinn e Frankel (2008) apontam que os fatos da década de 1990 mostraram que a resposta ao questionamento era “não”. Ainda que se observasse queda na participação do dólar no saldo em reservas nas duas décadas, isso não estava atrelado a uma perda do papel internacional exercido pela moeda americana. E durante a década de 1990, mesmo a própria participação do dólar em reservas apresentou crescimento. Agora, ao fim da década de 2000, a questão sobre a hegemonia do dólar reaparece. E, segundo os autores, dessa vez a resposta para isso pode ser “sim”. Em primeiro lugar, porque o euro agora aparece como um rival potencial mais sério do que o marco e o iene eram à época. Em segundo lugar porque os Estados Unidos acumulam déficits em conta corrente crônicos por vinte e cinco anos e o dólar apresenta um histórico de trinta e cinco anos de tendência à depreciação.

Considerando as diferentes razões que levam uma moeda a assumir a posição hegemônica no cenário internacional e utilizando regressões econométricas, os autores fazem estimações para o futuro das moedas, com foco especial no dólar e no euro. Estabelecem alguns cenários, em que suas previsões colocam o euro à frente do dólar, tanto como moeda depositária de reservas internacionais quanto como meio de pagamento internacional preferencial, até o fim do primeiro quartil do Século XXI. Mesmo um cenário mais conservador – e segundo os autores, mais plausível – onde o Reino Unido permanece fora da zona do euro, que observa a adesão apenas dos outros países menores da União Européia, indica um ganho considerável do euro em relação ao dólar, diminuindo o hiato entre as moedas de uma diferença de 25-65% para algo em torno de 40-60% (com diminuição forte da participação das demais moedas). Nesse caso, a posição líder ainda permaneceria com o dólar, mas não mais incontestável e isoladamente.

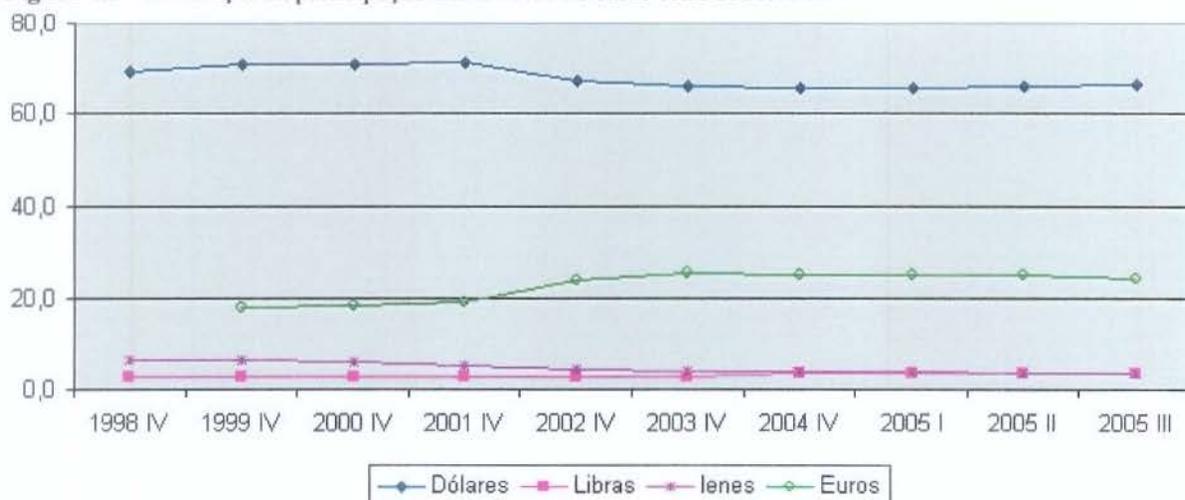
Os autores apontam que o uso internacional do euro tem aumentado desde a sua introdução. O estoque de dívida externa denominada em euros cresceu de aproximadamente 20% na véspera do início da união monetária e econômica européia para 30% em 2003. A participação do euro nas reservas internacionais dos bancos centrais alcançou 19,7% em 2003 e tem mostrado paulatino crescimento desde então. Aproximadamente metade das transações

da zona do euro com residentes da área não-euro está denominada na nova moeda. Sua participação na securitização de dívidas cresceu para mais de 30%, contra os menos de 20% da soma das divisas européias pré-euro.

Também a participação do euro no total de transações no mercado cambial tem aumentado. Os autores comparam os dados dos relatórios trienais do BIS de 2001 a 2007 e percebem uma queda na participação do dólar no total de transações no mercado cambial, de 90,3% para 88,7% no primeiro triênio e para 86,3% no triênio seguinte (de um total de 200%, visto que as transações envolvem duas moedas). Uma queda acentuada do uso do iene também pode ser vista de 22,7% para 16,5% entre 2001 e 2007, acompanhada de um aumento de 1,8 p.p. da libra esterlina e de 2.5 p.p. do dólar australiano no mesmo período.

Compartilhando a idéia de que o dólar está sofrendo uma substituição pelo euro desde a instituição desse último, está Lim (2006). Em seu artigo, o autor mostra que a partir da implantação do euro até o terceiro trimestre de 2005, há um aumento da participação deste no saldo total de reservas de 6,5 pontos percentuais, acompanhados de uma queda de 3,6 pontos percentuais da participação do dólar no mesmo período. Os demais 2,9 p.p. do ganho da participação do euro correspondem à queda da importância do iene no saldo total de reservas. A **Figura 4.1** ilustra esse movimento.

Figura 4.1 – Mudanças da participação das moedas no saldo total de reservas*.



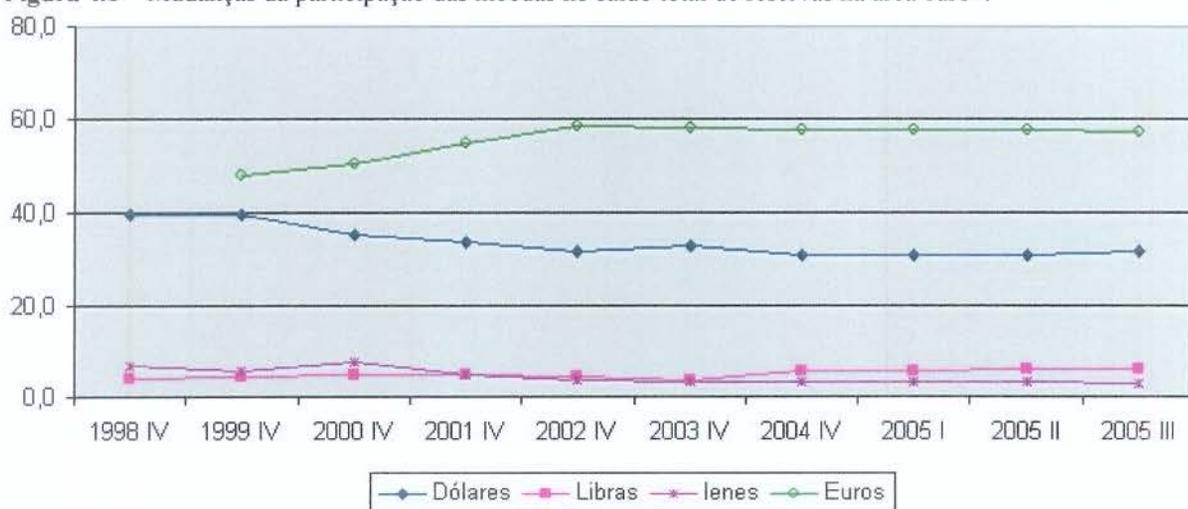
Fonte: Lim (2006). * Excluídos do gráfico os números de Francos Suíços (0,2%) e Outras Moedas (1,7%), com alterações não significativas no período.

Lim (2006) ainda divide os países em dois grupos, a *área euro* e a *área dólar*. Na área euro estão os países imediatamente adjacentes ao mercado comum europeu e alguns países ao redor do mundo cujas moedas estão muito atreladas à cotação do euro, como alguns países do continente africano. De maneira similar, na área dólar estão os países asiáticos e os do

hemisfério ocidental, além de outros países do globo cujas moedas estão muito atreladas à cotação do dólar²².

Ao fazer esta divisão, o autor percebe que a participação do dólar cai com mais intensidade na área euro, mas não unicamente nessa área: mesmo na área dólar pode-se visualizar uma diminuição na participação do dólar no total de reservas. Na área euro, ao fim do ano da implantação da moeda da União Européia, o dólar representava 39,6% do saldo total em reservas, caindo para 31,5% até o terceiro trimestre de 2005. Ao contrário, o euro no ano de sua implantação representava 48,1% do total de reservas, subindo para 57,4% no mesmo período²³.

Figura 4.1 – Mudanças da participação das moedas no saldo total de reservas na área euro*.



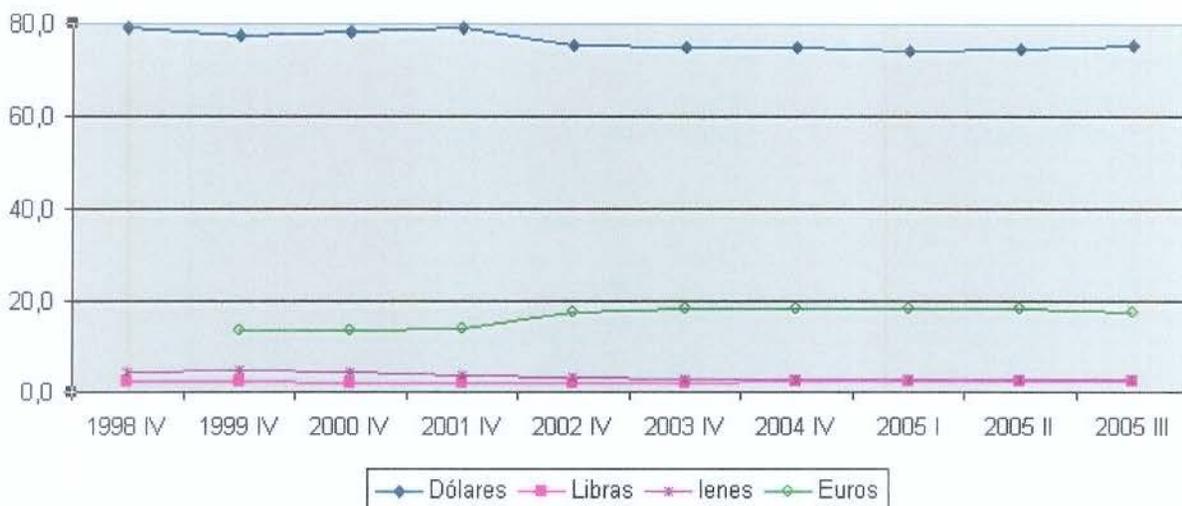
Fonte: Lim (2006). * Excluídos do gráfico os números de Francos Suíços (0,2%) e Outras Moedas (1,9%), com alterações não significativas no período.

Na área dólar, a moeda americana respondia por 77,7% das reservas internacionais ao fim de 1999, mas também sofreu uma substituição pelo euro, caindo para 75,5% em Setembro de 2005. Nesta área, o iene também perdeu espaço, caindo de 4,9% para 2,8% no mesmo período. O contrário observa-se com o euro, que teve sua participação aumentada de apenas 13,5% para 17,7% em menos de seis anos. As **Figuras 4.2 e 4.3** mostram as variações na participação de cada moeda, nas áreas euro e dólar, respectivamente.

Figura 4.1 – Mudanças da participação das moedas no saldo total de reservas na área dólar*.

²² Sendo emissores das moedas em questão, o Mercado Comum Europeu e os Estados Unidos estão excluídos das áreas euro e dólar, respectivamente. Mas estão incluídos no gráfico da Figura 4.1, de todos os países.

²³ Além do euro, também pôde-se observar crescimento relativo do saldo em libras, de 4,3% para 6,0% no período analisado, ultrapassando o iene, que caiu de 5,7% para apenas 3,0% ao fim de Setembro de 2005.



Fonte: Lim (2006). * Excluídos do gráfico os números de Francos Suíços (0,1%) e Outras Moedas (1,2%), com alterações não significativas no período.

4.3 MUDANÇAS NOS TIPOS DE APLICAÇÕES DE RECURSOS OFICIAIS

Assim como a composição das reservas, os tipos de aplicações desses recursos têm sofrido alterações a partir da década de 1990 – e principalmente a partir do presente século. Com o volume de reservas internacionais dos países crescendo a impressionantes taxas, chegando a valores muito além dos sugeridos pelos economistas internacionais, o baixo rendimento desses recursos – quando aplicados em ativos oficiais muito líquidos e de baixíssimo risco – começou a incomodar.

Em outras circunstâncias, o plano mais óbvio seria parar a acumulação de reservas e simplesmente transformar os recursos em gastos governamentais. Mas, apesar de possível e por vezes utilizada, essa opção não é tão trivial. Como mencionado anteriormente, uma das funções de acumular as reservas é exatamente evitar entrada de moeda estrangeira, evitar gastos governamentais adicionais e evitar aumento de oferta de moeda. Então, o que fazer?

O Banco Central Europeu, BCE (2006), aponta alguns usos alternativos de recursos de ativos internacionais excedentes, que não a acumulação convencional em reservas. O Banco cita a criação de fundos de estabilização em alguns países exportadores de petróleo, a recapitalização de bancos públicos na China, o pagamento de dívida pública na Rússia e os fundos de investimento em Taiwan como exemplos.

No início de 2004, o banco central chinês anunciou que havia injetado US\$ 45 bilhões das reservas internacionais no *Bank of China* e no *China Construction Bank*, dois dos quatro grandes bancos estatais do país, aumentando seu capital base. No ano seguinte, uma injeção

similar, de US\$ 15 bilhões, foi feita no *Industrial and Commercial Bank of China*. A transferência de recursos se deu em moeda internacional mesmo, o que acabou por não exercer pressão sobre a cotação do iuan. Essa estratégia foi sem precedentes, pois como aponta o autor, até então os governos optavam por aumentar as obrigações dos bancos, quando queriam aumentar o seu capital.

Em Taiwan, US\$ 15 bilhões de recursos foram alocados nos bancos, para que pudessem redirecioná-los a grandes projetos de investimento, para estimular desenvolvimento doméstico. Na Rússia, parte dos recursos obtidos pelo governo no resultado do balanço de pagamentos, em vez de direcionado para a acumulação de novas reservas, foi utilizado para a amortização de parte do principal de dívidas públicas do país.

Países exportadores de petróleo optaram pela criação de fundos de estabilização, para se precaverem contra oscilações bruscas em sua balança comercial. Outros optaram por criação de fundos de transferência de recursos entre gerações. Ainda outros preferiram se aventurar na criação de fundos com objetivos mais financeiros, para obtenção de melhores retornos dos ativos do que conseguiam com a tradicional aplicação em títulos oficiais do tesouro americano. São os chamados Fundos de Investimento do Governo, ou Fundos de Riqueza Soberana.

4.3.1 Fundos de Riqueza Soberana

Graças à volatilidade do preço (com tendência acentuada de aumento) e ao caráter não renovável do petróleo, países cuja pauta de exportação depende muito deste produto criaram fundos de estabilização e de poupança. Os de estabilização visam diminuir a volatilidade do preço do petróleo – e assim sua receita – e proteger sua economia de variações bruscas e inesperadas na balança comercial. Os de poupança pretendem guardar parte das receitas obtidas com o comércio do petróleo atualmente para gerações futuras, de épocas em que o petróleo não mais estará disponível, por ser um recurso não-renovável. Alguns fundos têm os dois objetivos. A idéia de funcionamento dos fundos de estabilização é simples: quando o preço do petróleo está alto, parte da receita obtida com a sua comercialização é canalizada pelo governo para o fundo, para que em épocas de preço baixo tais recursos possam ser usados para subsidiar um preço mínimo.

Como apontam Prates, Biasoto Júnior e Freitas (2008), já na década de 1950 apareceram os primeiros fundos de riqueza soberana, como o Kuwait Investment Authority (KIA). Duas décadas mais tarde, com a elevação do preço do petróleo, outros fundos baseados

em sua exportação surgiram. Cingapura lançou também um fundo, o primeiro com recursos de exportações de manufaturados. Na década de 90, houve nova onda de criação de fundos soberanos, tanto por exportadores de petróleo (Irã e Qatar) quanto por exportadores de produtos industrializados (Malásia e Taiwan).

Na década de 2000, a proliferação de fundos soberanos foi incentivada pelo aumento do saldo comercial dos países emergentes, associados à inflação no preço das *commodities* e aos ganhos de competitividade produtiva com manufaturas, bem como pelo notável aumento dos volumes de recursos em reservas. Até o fim de 2007, mais de trinta países já possuíam um fundo soberano, como mostra a **Tabela 4.1**.

Países não exportadores de petróleo, mas cuja economia depende muito da comercialização de um número pequeno de produtos também adotaram esta estratégia de fundos de estabilização. É o caso do Chile (cobre), de Kiribati (fosfatos) e de Botsuana (diamante).

Procurando opções mais rentáveis para seu portfólio, as autoridades monetárias de países emergentes começaram a olhar para outros tipos de aplicações. Ainda que tais ativos tenham maior risco e menor liquidez, já que o volume ainda aplicado em ativos oficiais é mais que suficiente para cobrir as despesas imediatas e evitar constrangimentos de balanço de pagamentos (são em geral maiores que os três meses de importação e os doze meses de dívida de curto prazo). Um exemplo claro é a China, cujo saldo em reservas internacionais já ultrapassa US\$ 1,5 trilhão e cresce à ordem de US\$ 1 bilhão por dia.

A China possui dois fundos soberanos, o China Investment Company Ltd. e o Central Hujin Investment Corp., que possuem juntos US\$ 300 bilhões em recursos. Em maio de 2007, o governo chinês anunciou o investimento de US\$ 3 bilhões de sua reserva na compra de ações do Blackstone, um grande banco de investimento americano, dono de companhias como a rede de hotéis Hilton e a Deutsche Telekom.

Em 2006, a Dubai Ports World, do governo de Dubai, comprou por US\$ 6,8 bilhões a empresa inglesa P&O, administradora de negócios na área portuária em diferentes países, inclusive seis terminais nos Estados Unidos. Por conta de pressões por parte dos ocidentais contra a transação, com americanos clamando até pela manutenção da segurança nacional, a Dubai Ports World acabou por desfazer o negócio. No ano anterior, a petrolífera americana Unocal também proporcionou polêmica semelhante. Disputavam a compra da empresa a americana Chevron e a chinesa China National Offshore Oil Corporation (CNOOC). Também por pressões de grupos protecionistas americanos, a CNOOC acabou por não fechar o negócio.

Tabela 4.1 – Fundos de Riqueza Soberana e seus respectivos ativos gerenciados estimados (em US\$ bilhões)

Países	Fundo	Ativos	Início	Origem de recursos
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875,0	1976	Petróleo
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330,0	1981	Manufaturados
Noruega	Government Pension Fund – Global (GPPG)	322,0	1990	Petróleo
Arábia Saudita	Fundos variados	300,0	N/D	Petróleo
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	250,0	1953	Petróleo
China	China Investment Company Ltd.	200,0	2007	Manufaturados
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfólio	140,0	1998	Manufaturados
Rússia	Stabilization Fundo f the Russian Federation (SFRF)	127,0	2003	Petróleo
China	Central Hujin Investment Corp.	100,0	2003	Manufaturados
Cingapura	Temasek Holdings	108,0	1974	Manufaturados
Austrália	Australian Government Future Fund (AGFF)	50,0	2004	Manufaturados
Libia	Fund Reserve	50,0	N/D	Petróleo
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	40,0	2000	Petróleo
Estados Unidos	Alaska Permanet Reserve Fund Corporation (APRF)	40,0	1976	Petróleo
Brunei	Brunei Investment Agency (BIA)	35,0	1983	Petróleo
Irlanda	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	29,0	2001	Manufaturados
Algéria	Reserve Fund	25,0	N/D	Petróleo
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	20,0	2006	Manufaturados
Malásia	Khazanah Nasional BHD (KNB)	18,0	1993	Manufaturados
Casaquistão	Khazakhstan National Fund (KNF)	18,0	2000	Petróleo, gás e metais
Canadá	Alberta Heritage Fund (AHF)	17,0	1976	Petróleo
Taiwan	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	15,0	2000	Manufaturados
Estados Unidos	New México State Investment Office Trust Funds	15,0	1958	Manufaturados
Irã	Foreign Exchange Reserve Fund	15,0	1999	Petróleo

Nigéria	Excess Crude Account	11,0	2004	Petróleo
Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	10,0	2003	Manufaturados
Omã	State General Stabilisation Fund (SGSF)	8,2	1980	Petróleo e gás
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	6,0	2007	Cobre
Botsuana	Pula Fund	4,7	1993	Diamante
Estados Unidos	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	3,2	1974	Mínerais
Noruega	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	2,6	1986	Petróleo
Azerbaijão	State Oil Fund	1,5	1999	Petróleo
Timor Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	1,2	2005	Petróleo e gás
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	0,8	1998	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	0,6	1956	Fosfatos
Chile	Chile Pension Reserves Fund	0,6	2007	Cobre
Uganda	Poverty Action Fund	0,4	1998	Saúde
Papua Nova Guiné	Mineral Resources Stabilization Fund (MRSF)	0,2	1974	Mínerais
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0,0	2006	Petróleo e gás
Emirados Árabes Unidos	Dubai International Financial Centre Investments (DIFC)	N/D	2002	Petróleo
Angola	Reserve Fund for Oil	N/D	2007	Petróleo

Fonte: Kern (2007).

Segundo informações apuradas pela revista *Exame* (2007), o fundo de Dubai ainda possui ações em empresas como a fabricante de cimento egípcia Suez Cement. O Kuwait Investment Authority possui ações da DaimlerChrysler e do banco chinês Industrial e Commercial Bank of China. O Temasek Holdings, de Cingapura, possui parte do capital do tradicional banco britânico Barclays desde julho de 2007, além de ações em empresas como a Singapore Airlines e o banco inglês Standard Chartered.

Obviamente, os economistas e diretores de bancos centrais dos países desenvolvidos temem essa expansão de aplicações dos recursos dos fundos soberanos em empresas privadas de seus próprios territórios. Como os fundos são controlados e geridos pelo governo desses países, a compra de empresas com recursos desses fundos pode ser vista como uma estatização das empresas em questão – e mais além, uma estatização feita pelo governo de um outro país. Assim, os condutores de política econômica dos países centrais, bem como os organismos econômicos internacionais, têm pregado a adoção de maior transparência de informações dos fundos, não apenas de volume e aplicação de recursos, como também de estratégias e motivações – para descarte de motivações políticas por trás dos panos, como atesta Kern (2007), economista do Deutsche Bank.

Sua receita para um bom relacionamento entre países e fundos soberanos baseia-se em quatro pontos: mercados abertos, reciprocidade de acesso a mercados, baixa intervenção política e transparência. Aponta o autor que o regime político ótimo para regulação da ação dos fundos soberanos no mercado internacional deveria observar que os países que optarem por adotar tal estratégia devem se comprometer a realizar abertura de seus mercados nacionais e regionais, levando a uma reciprocidade de acesso aos mercados – para que os demais países aceitassem o acesso de fundos soberanos de um determinado país em seu território, este deveria também ter o seu mercado interno disponível aos demais países. Além disso, aponta que intervenções políticas deveriam ser feitas apenas em último caso, sob princípios pré-definidos e segundo as regras de mercado e competitividade domésticas. E por último aponta que os fundos devem apresentar um elevado grau de transparência, com declaração de código de conduta e divulgação periódica de volume de recursos, estratégias e objetivos de investimento e gerenciamento.

Uma consequência direta do crescimento desses fundos apontada pelo *Financial Times*²⁴ seria o crescimento da importância do iene no cenário internacional. Embora apenas 3,2% das reservas dos países estejam denominadas em ienes, administradores de participações

²⁴ Tassell e Chung (2007).

em geral mantêm uma porcentagem consideravelmente maior de seu portfólio alocada em investimentos nessa moeda.

Durante o ano de 2007 e mais particularmente no início de 2008, o governo brasileiro interessou-se bastante na criação de um fundo soberano. Apesar de o ministro da fazenda Guido Mantega e a imprensa brasileira em geral assim o chamarem, esse fundo não seria muito similar aos referidos fundos soberanos. Em vez de captar recursos através do resultado de sua balança comercial ou seu balanço de pagamentos, o fundo brasileiro teria como principal fonte de recursos parte do superávit primário, com possível complementação de capital via emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional. Além disso, o fundo compraria dólares no mercado de câmbio, para aplicá-los em empresas brasileiras no exterior, bem como financiar a compra de produtos brasileiros e a expansão internacional de empresas nacionais.

Como apontam Prates, Biasoto Júnior e Freitas, essas funções serviriam para alcançar três objetivos: formar uma poupança pública anti-cíclica, aumentar o *funding* do BNDES e ampliar a demanda por dólares no mercado de câmbio para deter a apreciação do real. Sendo assim, na verdade o fundo soberano brasileiro não seria exatamente um fundo de riqueza soberana, mas apenas um instrumento adicional de política do governo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de globalização e liberalização de mercados a que os países têm se submetido carrega consigo algumas contradições. Para fazer parte do mercado globalizado, o país tem que liberar seus mercados de bens e serviços, seu mercado financeiro, seu mercado de câmbio... tudo. Seguir as regras do Consenso de Washington, liberalizar sua Conta Corrente e sua Conta Financeira e assim poder gozar dos benefícios da globalização, da transferência de recursos dos países ricos para os países pobres, do maior volume de transações comerciais etc.

Mas ao tomar parte nisso, o país em questão torna-se automaticamente muito vulnerável a cortes abruptos no fluxo de recursos, que causam fortes desequilíbrios no balanço de pagamentos, levando a desvalorização cambial, crise cambial, crise financeira e outras crises em cascata. Por vezes nem mesmo por culpa do próprio país, mas simplesmente por uma externalidade, uma mudança do ciclo de liquidez internacional ou até mesmo por culpa do país vizinho, que tomou alguma medida que assustou os investidores e o seu país acabou por sofrer a mesma consequência, tão somente por estar ali do lado.

Para evitar a exposição a esse risco, os países então acumulam reservas. Em geral, emitem títulos de dívida pública em moeda nacional, com ela compram dólares e os aplicam em títulos de dívida americanos. Reservas em um volume razoável, pelo menos igual ao total de alguns meses de importações e a alguns meses de compromissos a pagar. Tal volume de recursos não tem nenhuma função direta, simplesmente é obtido para que a autoridade monetária do país possa exibi-lo e deixar os investidores internacionais tranqüilos. Paga-se um preço razoável para obter os recursos para depois guardá-las, de onde obterá um retorno muito baixo.

Mais simples seria impor alguns controles para o fluxo de recursos, de modo a evitar que eles possam sair em debandada repentinamente. Com isso, a necessidade de volume de reservas a serem acumuladas cairia, trazendo consigo parte dos custos de sua obtenção e

disponibilizando-as para aplicação direta pelo governo, seja em projetos de infra-estrutura, seja em projetos sociais, seja em capitalização de empresas estatais etc. Mas os controles de fluxos de capital carregam consigo um estereótipo de intervenção estatal muito forte, o que não é bem visto pelos economistas e condutores de política internacionais, o que não acontece com a acumulação de reservas. Ou seja, o país acaba por ter de sacrificar parte de seus recursos para manter a política de acumulação de reservas e manter seu mercado agradável aos olhos dos investidores. É a criação de um problema para a solução de outro.

Os países asiáticos têm mostrado que mesmo com maior intervenção do governo nos mercados, maior controle de fluxos de recursos, maior controle cambial, pode-se conseguir um bom posicionamento no cenário internacional, com resultados positivos de balanço de pagamentos e acumulação ainda maior de recursos do que os demais países seguidores da política de liberalização. A proposta do fundo soberano brasileiro foi criticado pelo Banco Central do Brasil, que pregava a continuação da estratégia de aplicação dos dólares em títulos oficiais americanos de baixo rendimento e elevada liquidez. Além deste, também boa parte da imprensa levantou críticas ao fundo, por ser um *swap português*, trocando títulos de dívida pública por aplicações cuja rentabilidade não cobririam os custos de emissão dos mesmos títulos.

Porém a idéia de aplicação das reservas internacionais é exatamente a mesma: emissão de títulos públicos indexados à taxa de juros brasileira e aquisição de títulos oficiais dos Estados Unidos, que rendem à taxa de juros americana, (muito) menor que a brasileira. E os mesmos críticos em geral vêem com bons olhos a acumulação de reservas. Isso indica que o erro em criar um fundo soberano brasileiro não está na origem de seus recursos, não está somente no formato do próprio fundo, mas sim na política econômica brasileira como um todo.

Os países que possuem fundos soberanos (à exceção dos fundos de estabilização), em geral realizam controles em sua Conta Capital e Financeira, bem como controles de câmbio, com o propósito de manter aquecidas suas economias, com manutenção de sua competitividade internacional e das receitas com exportação de bens. Tais países têm uma estratégia de desenvolvimento definida, baseada no mercado externo e no controle da taxa de câmbio. O Brasil não tem uma estratégia de desenvolvimento, mas tão somente uma estratégia de estabilidade. Estabilidade de preços, estabilidade monetária, estabilidade econômica internacional. Sacrifica seu desenvolvimento pela manutenção da aparência de estabilidade.

O fundo soberano no Brasil seria criado para suprir demanda de financiamento e para atuar no mercado cambial, de modo que se evitasse a apreciação ainda maior da moeda

doméstica, enquanto do outro lado do globo os países asiáticos mantêm suas moedas intencionalmente desvalorizadas e utilizam seus fundos soberanos para aquisição de empresas fora de seus limites territoriais e para obtenção de melhores retornos financeiros. O erro da criação do fundo soberano brasileiro está muito antes de sua formulação, está no básico da condução de sua política econômica.

Há diferentes visões sobre o papel do euro e conseqüentemente o papel do dólar na economia mundial em alguns anos. Os asiáticos não parecem interessados em deixar o acordo implícito que têm com o Federal Reserve. Mas isso depende do crescimento da União Européia, tanto pelo número de adesões à moeda euro, quanto pelo número de países participantes, bem como pela relação comercial entre a zona do euro e os demais países.

Por outro lado, os países asiáticos parecem tencionados a aumentar a participação de recursos em fundos soberanos, em relação à participação destes em reservas. Uma estimativa do Morgan Stanley, citada em Tassell e Chung (2007), indica que mantendo o crescimento de US\$ 500 bilhões por ano, ao custo do crescimento das reservas, o tamanho do saldo em fundos soberanos superaria o de reservas em apenas cinco ou seis anos. Ainda no mesmo artigo, um consultor americano analisa o fundo soberano chinês de US\$ 300 bilhões e conclui que é o maior aporte de recursos já feito por um governo na história: o maior esforço americano, o Plano Marshall²⁵, ajustado à inflação, somaria apenas US\$ 100 bilhões.

E esses recursos, quando no fundo, podem ser aplicados em empresas de inúmeros países, tanto no próprio território americano, como em países latinos ou na zona do euro, ou no continente africano, ou até na própria região asiática. Com a diminuição da participação de reservas no total de recursos internacionais em posse dos governos asiáticos, talvez as variações em aplicações de reservas de tais países em breve não consiga acompanhar o crescimento do déficit corrente americano e o ciclo de liquidez internacional encontre um ponto de inflexão.

Só na China, as reservas cresceram em um ritmo de US\$ 1 milhão por minuto no primeiro trimestre de 2007, taxa que poderia dobrar o saldo total em apenas quatro anos, se mantida constante. Assim, têm chegado a um nível tal que as autoridades monetárias deixam de acreditar que precisam mantê-las totalmente líquidas para propósitos de intervenção econômica e cambial. Logo, a procura por outros tipos de aplicação mais rentável, via fundos soberanos tende a crescer cada vez mais. Estimativas do Banco Morgan Stanley²⁶ apontam que em Março de 2007 que a soma de recursos sob a tutela dos fundos de riqueza soberana

²⁵ Plano norte-americano para reconstrução da Europa no pós-guerra.

²⁶ Estimativas citadas por Tassell e Chung (*op.cit.*).

chegava a um volume de aproximadamente US\$ 2,5 bilhões, cerca de metade do valor bruto das reservas internacionais de todos os países!

Mesmo fundos mais antigos e conservadores como o da Noruega começam a dar sinais de interesse em assumir mais risco: o *Government Pension Fund* norueguês anunciou em abril de 2007 que aumentaria a aplicação de 40 para 60% dos recursos em participações. Assim como o fundo de estabilização russo, cuja administração resolveu dividi-lo em duas partes, uma para aplicação em renda fixa e outro para aplicação em participações nacionais e internacionais.

Curiosamente, o que está acontecendo é que através dos fundos soberanos, os governos estão se tornando grandes e poderosos investidores internacionais, assumindo controle²⁷ total ou parcial de empresas, mesmo fora dos seus limites geográficos. Estes governos acabam tendo em suas mãos controle sobre um *pool* de recursos grande o suficiente para fazer especulação, negociar e ameaçar outros governos, países e principalmente setores empresariais. Isso, aliado ao fato de que os governantes – indiretamente os administradores dos fundos – mudam de poucos em poucos anos em cada país, acarreta uma considerável desconfiança do mercado internacional, que cada vez mais pede transparência.

O banqueiro de um grande banco de investimento afirma que “monitorar a composição de moedas e ativos de reservas oficiais é difícil, mas rastrear os fundos de riqueza soberana seria quase impossível, à medida que esses fundos se misturam com o enorme *pool* de capital privado”²⁸. O tempo dirá se o clamor por transparência dos organismos internacionais será atendido – e se será suficiente e eficiente para evitar surpresas indesejadas. Para o cenário que se traça, os governos asiáticos estão mais preparados, com suas economias menos dependentes da economia americana, com investimentos ao redor do globo e grande quantidade de recursos disponíveis para novos aportes e para prevenção a crises. E do outro lado está o Brasil, ainda à mercê do humor do cenário internacional e sem uma estratégia de desenvolvimento definida, por remar contra a maré em que navegam os demais emergentes.

²⁷ Foi usada aqui a expressão “assumindo controle” porque “estatizando” seria talvez forte demais, visto que em geral a compra de ações das empresas deve-se mais diretamente a expectativas de rendimentos financeiros e não a um interesse no controle da decisão de produção e de preços – em outras palavras, em geral não há, *a priori*, um interesse político de intervenção no mercado do setor em que a empresa opera, pela aquisição de suas ações. Mas tão pouco existe razão para descartar tal hipótese e imaginar que esse interesse nunca existirá, nem ao menos para acreditar piamente que ele não existe atualmente, em segundo plano.

²⁸ No original, em Tassel e Chung (*op.cit.*): “monitoring the currency and asset compositions of official reserves is difficult, but tracking the sovereign wealth funds would be nearly impossible, as these funds are blended with the massive pool of private capital”.

6 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. Março 2008. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w13902.pdf> >>

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. Maio 2005. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w11366.pdf> >>

AIZENMAN, J.; LEE, J.; RHEE, Y. *International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and a case of study of Korea*. NBER Working Paper Series. Working Paper 10534. National Bureau of Economic Research. Junho de 2004. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w10534.pdf> >>

BACEN. *Demonstrações financeiras - contábeis*. Departamento de Contabilidade e Execução Financeira. Banco Central do Brasil. Dezembro 2007. Disponível em << <http://www.bacen.gov.br/htmls/inffina/be200712/dezembro2007.pdf> >>

BAIG, T.; GOLDFAJN, I. *Financial Market Contagion in the Asia Crises*. IMF Working Papers, Working Paper 98/155. Washington, DC: International Monetary Fund. Novembro 1998. Disponível em << <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98155.pdf> >>

BCE. *The accumulation of foreign reserves*. Occasional paper series. Ocasional Paper 43. Frankfurt: European Central Bank. Fevereiro 2006. Disponível em << http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=807417 >>

BIANCARELI, A. M. *Países emergentes e ciclos internacionais*. In: R. M. Carneiro (org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula*. São Paulo – SP: Editora Unesp, 2006, p. 97-129.

_____, A. M. *Para Onde Vai a China? Política Econômica em Foco*, v. 5, p. 1-8, 2005. Disponível em << <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim5/Suplemento6.pdf> >>

BIS. *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007*. Final results. Bank for International Settlements. Basel, Suíça. Dezembro 2007. Disponível em << <http://www.bis.org/publ/rpfxf07t.pdf> >>

BLANCHARD, O. *Macroeconomia: teoria e política econômica*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001. v. 1. 656 p.

CARNEIRO, R. M. . *Globalização e inconvertibilidade monetária*. Revista de Economia Política, 2007.

CHINN, M. D.; FRANKEL, J. A. *The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency*. NBER Working Paper Series. Working Paper 13909. National Bureau of Economic Research. Abril 2008. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w13909.pdf> >>

COHEN, B. J. *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

CUNHA, A. *Crise no pacífico asiático: causas e conseqüências*. Tese de doutoramento. Campinas – SP: Unicamp. Outubro 2001.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *An essay on the revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper Series. Working Paper 9971. National Bureau of Economic Research. Setembro 2003. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w9971.pdf> >>

ECONOMIST, The – *The world's most expensive club*. Seção Finance & Economics. Maio 2007. Disponível em << http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9230598 >>

EDWARDS, S. *Capital controls, sudden stops and current account reversals*. NBER Working Paper Series. Working Paper 11170. National Bureau of Economic Research. Março de 2005. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w11170.pdf> >>

EXAME. *O poder como dividendo*. Seção Negócios Globais. Edição 905. Outubro 2007. Disponível em << <http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0905/mundo/m0142097.html> >>

FEIJO, C. A. (Org.) ; RAMOS, R. L. O. (Org.) ; YOUNG, C. E. F. (Org.) ; GALVAO, O. J. A. (Org.) ; LIMA, F. C. G. C. (Org.) . *Contabilidade Social: o novo sistema de Contas Nacionais do Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2004. v. 1. 413 p.

FISCHER, S. *Opening remarks at the IMF/World Bank international reserves*. Policy Issues Forum, Washington DC. Abril 2001. Disponível em << <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm> >>

FMI. *Balance of Payments Manual*. 5. ed. Washington DC: International Monetary Fund. 1993. Disponível em << <http://imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf> >>

_____. *Emerging markets financing: quarterly report on developments and prospects*. v. II, n. 1. Washington DC: International Monetary Fund. Fevereiro 2001. Disponível em << <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/emf/2001/021301.pdf> >>

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M. *The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*. The American Economic Review, v. 89, n. 3. Junho 1999. Disponível em << <http://200.32.4.58/~ely/Kaminski-Reinhart.pdf> >>

KERN, S. *Sovereign wealth funds – state investment on the rise*. Current issues. Frankfurt: Deutsche Bank Research. Setembro 2007. Disponível em << http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000215270.pdf >>

KRUGMAN, P. R. *The international role of the dollar: theory and prospect*. In: J. Bilson e R. Marston (org.). Exchange Rate Theory and Practice. University of Chicago Press. 1984.

LEE, E.-G. *The Euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER and other data*. IMF Working Papers, Working Paper 96/153. Washington, DC: International Monetary Fund. Junho 2006. Disponível em << <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06153.pdf> >>

PAULANI, L. M. ; BRAGA, M. B. *A Nova Contabilidade Social*. 3. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2007. v. 1. 360 p.

PARK, C. Y.; SONG, C. Y. *Financial Contagion in East Asian Crisis – With Special Reference to the Republic of Korea*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Massachusetts. 2000.

PRATES, D.M. *Crises financeiras dos países “emergentes” : uma interpretação heterodoxa*. Tese de doutoramento. Campinas – SP: Unicamp. Dezembro de 2002.

PRATES, D.M.; BIASOTO JÚNIOR, G.; FREITAS, M.C.P. *Fundo soberano made in Brazil*. In: Jornal Valor Econômico. Seção Opinião. Publicado em 06 de Junho de 2008. Disponível em << <http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=435052> >>

RODRIK, D. *The social cost of foreign exchange reserves*. NBER Working Paper Series. Working Paper 11952. National Bureau of Economic Research. Janeiro 2006. Disponível em << <http://www.nber.org/papers/w11952.pdf> >>

SAUVY, A. *Trois mondes, une planète*. L'Observateur, n°118, p. 14. Agosto 1952. Disponível em << <http://www.jstor.org/pss/3768593> >>

SETSER, B. *Estimating the Currency Composition of China's Reserves*. Roubini Global Economics Monitor. Maio 2007. Disponível em << <http://www.rgemonitor.com/redirect.php?sid=1&cid=195786&tid=0> >>

TASSELL, T.; CHUNG, J. *The \$2,500bn question*. The Financial Times. Maio 2007. Disponível em << <http://www.ft.com/cms/s/0/60246632-0a5f-11dc-93ae-000b5df10621.html> >>

WILLIAMSON, J. *What Washington means by policy reform*. In: _____ (Ed.). Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Washington: Peterson Institute for International Economics, 1990. Disponível em << <http://www.ije.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=486> >>