

# O PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ÚLTIMA INSTÂNCIA PARA PAÍSES EMERGENTES: UM CONTRATO DE SWAP CAMBIAL?¹

Camila Villard Duran²

Por que os maiores países emergentes da América Latina e da Ásia não recorreram a organizações internacionais para responder à crise de 2008? Durante a década de 1990, esses mesmos países constituíram e se valeram de acordos monetários regionais e multilaterais. No entanto, em 2008, houve uma mudança de política e de desenho institucional das respostas monetárias: países emergentes recorreram a acordos bilaterais *ad hoc* baseado em contratos de *swaps* cambiais, como primeiro e mais importante mecanismo de defesa. O principal argumento deste artigo é o de que as preferências desses países foram moldadas pela experiência prévia da década de 1990 (conduzindo ao estigma político em relação a instituições multilaterais, notadamente o Fundo Monetário Internacional – FMI) e pela crescente autonomia política e importância econômica adquirida por bancos centrais nacionais nas últimas décadas. A dinâmica entre esses fatores (isto é, estigma político e bancos centrais com poder) tende a produzir mais respostas monetárias a crises formalizadas por meio de *swaps* cambiais, em níveis bilateral e regional. Este artigo examina o modelo de cooperação monetária escolhido por alguns países da América Latina e da Ásia (Brasil, México, Colômbia, Equador, Coreia do Sul e Indonésia) em duas fases: na gestão da crise de 2008 e no pós-crise. A evidência empírica aponta para uma redução do papel de organizações internacionais e para um aumento ao recurso de *swaps* cambiais entre bancos centrais. O desenho institucional da cooperação monetária global parece revelar um sistema mais fragmentado e diversificado, com a re-emergência de novos instrumentos e atores, bem como outras moedas internacionais.

**Palavras-chave:** Sistema Monetário Internacional (SMI); Fundo Monetário Internacional (FMI); *swaps* cambiais; bancos centrais.

## THE LENDER OF LAST RESORT FOR EMERGING COUNTRIES: A CURRENCY SWAP?

Why did states in the largest emerging economies in Latin America and Asia not use international institutions to cope with the 2008 crisis? During the 1990s, these economies used and established regional and multilateral monetary arrangements, but in 2008 there was an important change in the politics and the institutional design of monetary responses: these countries turned to ad hoc bilateral currency swap agreements as their first and most important line of defense. My argument is that their preferences were shaped both by past experience (leading to a political stigma against multilateral institutions, notably the International Monetary Fund – IMF) and the growing autonomy and economic importance of central banks. The dynamic between both factors (i.e. political stigma and central banks with power) tends to produce monetary responses

---

1. Gostaria agradecer à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, especialmente ao Departamento de Filosofia e Teoria Geral do Direito (DFD), e a todos os membros do programa Oxford-Princeton Global Leaders Fellowship. A primeira versão deste artigo foi originalmente publicada em inglês, como um working paper do Global Economic Governance Programme (GEG) da Universidade de Oxford (Duran, 2015a). A presente versão está modificada, mas traz as principais ideias e a pesquisa empírica desenvolvidas naquele artigo. Esta versão contou com um proveitoso e frutífero diálogo com Marcos Antonio Macedo Cintra, a quem agradeço imensamente. Agradeço também a assistência de pesquisa de Maria Luciano e Matheus Prates. Quaisquer erros remanescentes são meus.

2. Professora doutora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Departamento de Filosofia e Teoria Geral do Direito (DFD). Pesquisadora visitante do programa Oxford-Princeton Global Leaders Fellowship. E-mail: <camiladuran@usp.br>.

to crisis formalized as currency swaps at the bilateral and regional levels. This paper examines a sample of Latin American and Asian countries (Brazil, Mexico, Colombia, Ecuador, South Korea and Indonesia), analyzing how the new patterns of monetary cooperation appeared in two phases: 2008 crisis management and its aftermath. The empirical evidence shows a decline of international organizations' role as well as a growing importance of currency swaps between central banks. The institutional design of international monetary cooperation is changing towards a more fragmented and diversified system, with the re-emergence of new instruments and actors as well as multi-currency arrangements.

**Keywords:** International Monetary System (IMS); International Monetary Fund (IMF); currency swaps; central banks.

## EL PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA PARA LOS PAÍSES EMERGENTES: ¿UN SWAP DE DIVISAS?

¿Por qué los estados de las mayores economías emergentes de América Latina y Asia no recurren a las instituciones internacionales para hacer frente a la crisis de 2008? Durante la década de 1990, estas economías utilizan y establecieron acuerdos monetarios regionales y multilaterales, pero en 2008 se produjo un cambio importante en la política y el diseño institucional de las respuestas monetarias: estos países recurrieron a acuerdos bilaterales *ad hoc* de swap de divisas como su primera y más importante línea de defensa. Mi argumento es que sus preferencias fueron formadas tanto por la experiencia pasada (que conduce a un estigma político en contra de las instituciones multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional – FMI) y la creciente autonomía e importancia económica de los bancos centrales. La dinámica entre ambos factores (es decir, el estigma político y bancos centrales con poder) tiende a producir respuestas a la crisis monetarias formalizado como swap de divisas en los planos bilateral y regional. Este artículo examina países de Asia y Latinoamérica (Brasil, México, Colombia, Ecuador, La República de Corea y Indonesia) y cómo los nuevos modelos de cooperación monetaria aparecieron en dos fases: la gestión de crisis de 2008 y el después de la crisis. La evidencia empírica muestra una disminución de la función de las organizaciones internacionales, así como una importancia cada vez mayor de swaps de divisas entre bancos centrales. El diseño institucional de la cooperación monetaria internacional está cambiando hacia un sistema más fragmentado y diversificado, con la emergencia de nuevos instrumentos y actores, así como acuerdos con otras monedas internacionales.

**Palabras-clave:** Sistema Monetario Internacional (IMS); Fondo Monetario Internacional (FMI); swap de divisas; bancos centrales.

JEL: E58, F33, K33.

## 1 INTRODUÇÃO: MUDANÇAS NA POLÍTICA E NO DESENHO INSTITUCIONAL DA COOPERAÇÃO MONETÁRIA GLOBAL

A doutrina do prestamista de última instância teve como o formulador precursor Walter Bagehot (1873 [1999]),<sup>3</sup> com base na análise das funções creditícias das *bills of exchange* na economia bancária inglesa do século XIX e a progressiva atuação

3. Originalmente, as primeiras ideias para o papel de prestamista de última instância foram formuladas por Thornton (1802). Para uma explicação didática dessa função, ver Lastra (2015, p. 150-160).

prática do Banco da Inglaterra como um banco central.<sup>4</sup> O prestamista de última instância é um ator econômico disposto a conceder crédito de forma ilimitada para instituições ilíquidas, mas solventes, com base em boa garantia (*good bills*) e com aplicação de juros elevados.<sup>5</sup>

No âmbito internacional, a principal preocupação do sistema monetário global é assegurar a existência de um prestamista que tenha *a capacidade econômica* e *a vontade política* em assegurar o acesso a moedas fortes em crises de liquidez, isto é, um estabilizador monetário (Kindleberger e Aliber, 2011 [1978], p. 229-256; Kindleberger, 1973 [2013], p. 28, 291-298, 305; Lastra, 2015, p. 540-541).<sup>6</sup> A principal responsabilidade de um prestamista internacional de última instância é fornecer liquidez para remediar ou evitar desequilíbrios no balanço de pagamentos de países, permitindo ajustes no valor relativo de sua moeda e, ao mesmo tempo, se opor às alterações que seriam contrárias aos seus fundamentos econômicos (Kindleberger e Aliber, 2011 [1978], p. 230).

Na década de 1940, o acordo de Bretton Woods atribuiu essa missão ao Fundo Monetário Internacional (FMI), instituição multilateral responsável pela assistência a países com dificuldades em balanço de pagamentos. O sistema baseia-se em desconto limitado para os países membros – isto é, o limite são os recursos transferidos ao FMI, geralmente, em forma de quotas.<sup>7</sup>

Da perspectiva econômica, a cooperação monetária multilateral tem vantagens reconhecidas: *i*) a mutualização dos riscos devido à universalidade da organização; *ii*) um papel anticíclico, que tende a fortalecer mercados privados em momentos de crise; *iii*) a sinalização de boas práticas com um selo de aprovação internacional que catalisa o financiamento privado; e *iv*) o baixo custo de suporte financeiro por conta do *status* de credor preferencial da instituição multilateral (FMI, 2010).

Tendo em vista a função crucial desempenhada por prestamistas internacionais institucionalizados, por que as maiores economias da América Latina e da Ásia não recorreram a essa modalidade de organização para lidar com a crise de 2008?

4. É importante ressaltar que o Banco da Inglaterra era uma instituição privada em sua origem e foi progressivamente assumindo funções (públicas) de banco central.

5. Em sua obra, Bagehot (1873[1999]) jamais se referiu a juros altos para efeitos de punição (penalty rates). É preciso contextualizar seus argumentos: o autor tinha em mente o funcionamento do sistema monetário do padrão-ouro clássico e a possibilidade de uma crise bancária ser acompanhada de uma crise monetária. Há um debate contemporâneo sobre o porquê de o Federal Reserve (Fed), o Banco Central dos Estados Unidos, não ter aplicado taxas elevadas nas atividades de redesconto do pós-crise de 2008. Não gostaria de entrar no mérito desse debate, por fugir do escopo deste artigo. Apenas ressalto que a preocupação moderna do Fed era sinalizar para o mercado que se tratava de uma operação normal de redesconto e não reforçar o estigma de insolvência do agente beneficiário da operação.

6. Para Kindleberger (1973 [2013]), o estabilizador monetário é um ator hegemônico benevolente (um país líder), que assume os custos em manter a estabilidade global do sistema. Para Keohane (2005), organizações internacionais sustentariam a cooperação internacional na ausência de um ator hegemônico.

7. Ao contrário de um banco central nacional, em que se pressupõe o acesso ilimitado ao crédito, pois a instituição é capaz de criar a moeda demandada pelos agentes econômicos.

Por que eles preferiram recorrer a acordos bilaterais *ad hoc*, como primeiro mecanismo de proteção e defesa contra a crise financeira? Em 2008 e no pós-crise, qual foi a natureza jurídica da cooperação monetária nos diferentes níveis – multilateral, regional e bilateral – e como eles se relacionaram?

Como apontado por Woods (2010), a primeira esperança no pós-crise era a de que o FMI pudesse fornecer uma alternativa multilateral à acumulação unilateral de reservas cambiais. Isso se refletiria na confiança que seria depositada pelos países emergentes na organização internacional (Woods, 2010, p. 56). No entanto, as reformas de governança do FMI formuladas pelo Grupo dos Vinte (G20),<sup>8</sup> a partir de 2009, não se concretizaram (Helleiner, 2014) e os novos instrumentos de empréstimo do Fundo (com ou sem condicionalidades políticas) não foram utilizados pelas maiores economias emergentes durante a crise (FMI, 2014).

De fato, a gestão da crise de 2008 reavivou a cooperação internacional entre bancos centrais. O Federal Reserve (Fed), Banco Central dos Estados Unidos e emissor da moeda internacional mais importante do sistema global, foi o prestamista global de última instância em uma escala sem precedentes (Aizenman e Pasricha; 2010; Allen e Moessner, 2010; Moessner e Allen, 2010; McDowell, 2012; Chey, 2012; Broz, 2014). O Fed resgatou instituições financeiras transnacionais com filiais nos Estados Unidos, constituídas ou não como bancos (Baxter e Gross, 2010), e formalizou contratos de *swap* cambial com bancos centrais estrangeiros<sup>9</sup> para canalizar dólares aos mercados financeiros que enfrentavam problemas de liquidez. O Fed, entretanto, escolheu apenas quatro países emergentes para linhas temporárias de *swap* cambial (Brasil, México, Coreia do Sul e Cingapura). Atualmente, ele mantém acordos de *swap* cambial (de valores ilimitados) apenas com bancos centrais de países desenvolvidos. O “C6”, como denomina Perry Mehrling (2015), compreende o Fed, o Banco Central do Canadá, o Banco da Inglaterra, o Banco do Japão, o Banco Central Europeu e o Banco Nacional da Suíça.<sup>10</sup>

Este artigo visa preencher uma lacuna nas pesquisas atuais sobre a cooperação monetária do pós-crise. Especialmente no que tange aos *swaps* cambiais, a maioria dos estudos pauta-se nas escolhas de países desenvolvidos, desconsiderando a perspectiva de emergentes (Aizenman e Pasricha; 2010; Allen e Moessner, 2010;

---

8. O G20 é formado por economias avançadas e emergentes que representam dois terços da população global, 85% do produto interno bruto (PIB) mundial e mais de 75% do comércio internacional (ver *website* oficial do G20 em <http://www.g20.org>). Os membros do G20 são: Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Coreia do Sul, México, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Turquia, Reino Unido, Estados Unidos e União Europeia (UE). A UE é representada pelos presidentes do Conselho Europeu e do Banco Central Europeu (BCE). Representantes do FMI, do Banco Mundial, da Organização Internacional do Trabalho (OIT), da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) e da Organização Mundial do Comércio (OMC), bem como o secretário-geral da ONU, também participam das reuniões do G20.

9. O conceito de contratos de *swap* cambial será desenvolvido mais adiante.

10. Ver o anúncio público Fed que instaurou essa rede de *swaps* cambiais. Disponível em: <<http://goo.gl/Xjj2Ra>>.

Moessner e Allen, 2010; McDowell, 2012; Broz, 2014; Henning, 2015).<sup>11</sup> Além disso, esses estudos não abordam *o que* determina a escolha pelos países emergentes entre os “provedores de liquidez” em tempos de crise.

O principal objetivo deste artigo é o de reconstruir a gestão da crise de 2008 e suas repercussões institucionais a partir da lente de países emergentes, bem como identificar as profundas mudanças da natureza institucional (jurídica) da cooperação monetária comparativamente à década de 1990. Com base nos resultados empíricos obtidos, uma das contribuições deste artigo é a de identificar sob quais condições poder-se-ia esperar a cooperação institucionalizada entre os maiores emergentes da América Latina e da Ásia no futuro. Ademais, esta pesquisa busca identificar como o processo de tomada de decisão desses países está impactando a arquitetura do sistema monetário internacional.

Quatro são as principais conclusões deste artigo sobre a cooperação monetária internacional e seu desenho institucional. Em primeiro lugar, a combinação do estigma político em relação às instituições de Bretton Woods, notadamente o FMI, e a crescente autonomia de bancos centrais, em âmbito nacional, explicam a mudança institucional das respostas monetárias dos emergentes na crise de 2008 e no pós-crise. As decisões monetárias internacionais desses países têm sido geridas ou diretamente influenciadas por bancos centrais, que aspiram ao modelo de cooperação implementado pelos bancos centrais em economias desenvolvidas. O modelo teórico explicativo, proposto por este artigo, baseia-se na medição do grau de autonomia político-econômica de bancos centrais e a identificação do estigma político em países emergentes. A dinâmica entre ambos tende a influenciar a escolha e, principalmente, o desenho institucional da resposta monetária a crises de liquidez pelas maiores economias emergentes.

Em segundo lugar, a acumulação de reservas cambiais (ação monetária unilateral), impulsionada pelo *receio da dependência*, conduziu a uma *maior independência monetária* para os países emergentes no campo internacional. Da perspectiva puramente econômica, a aquisição de ativos em moedas fortes como prevenção corresponde à saída de recursos dos países em desenvolvimento em direção a países desenvolvidos (um resultado econômico injusto). No entanto, do ponto de vista político, o acúmulo de reservas permitiu que emergentes formulassem alternativas em momentos de crise, aumentando sua independência monetária. Esse resultado parece frustrar as expectativas da teoria da dependência, como explicarei mais adiante.<sup>12</sup>

---

11. Chey (2012) e McDowell (2015) são exceções. Entretanto, Chey (2012) não constrói uma distinção que considero importante entre o interesse do governo dos Estados Unidos e o interesse de seu banco central, o Fed. Isso tende a diminuir o poder explicativo do artigo. McDowell (2015) atém-se, sobretudo, à racionalidade econômica dos países emergentes (um modelo baseado no processo econômico), em detrimento das mudanças políticas e institucionais no âmbito nacional que moldaram as respostas monetárias internacionais às crises de liquidez.

12. Gostaria de agradecer a Bob Keohane por chamar minha atenção para essa implicação teórica.

Em terceiro lugar, ao explicar as escolhas monetárias das maiores economias emergentes em 2008, questões relacionadas ao poder internacional e a ganhos distributivos parecem ter um poder explicativo maior do que argumentos puramente econômicos sobre a redução de custos de transação oferecida pela cooperação monetária formal, por meio de organizações internacionais.

Por fim, o sistema monetário global está se tornando cada vez mais fragmentado e também diversificado. Acordos de *swap* cambial foram formalizados em moedas fortes (como o dólar americano), bem como em outras moedas, como o *renminbi* chinês e o *won* coreano. Essa evidência empírica sugere uma mudança na denominação da liquidez global e aponta para o surgimento lento, mas credível, de um mundo com maior competição entre diferentes moedas.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: na seção 2, depois desta breve introdução, apresento a estrutura e os resultados da pesquisa empírica, identificando o desenho institucional das respostas monetárias de países emergentes à crise de 2008, comparativamente à crise cambial da década de 1990. Na seção 3, desenvolvo o modelo teórico explicativo, proposto por este artigo. Dialogo também com a literatura sobre prestamistas de última instância e faço uma análise especial do papel de bancos centrais nas mudanças estruturais em curso do Sistema Monetário Internacional. Finalmente, na seção 4, apresento as principais conclusões acerca das implicações teóricas e políticas deste estudo.

## **2 A EVIDÊNCIA EMPÍRICA PARA OS PAÍSES EMERGENTES: MAIS CONTRATOS DE SWAP CAMBIAL ENTRE BANCOS CENTRAIS, MENOS ORGANIZAÇÕES INTERNACIONAIS MULTILATERAIS COMO RESPOSTA A CRISES MONETÁRIAS**

Por que as maiores economias emergentes da América Latina e da Ásia não recorreram a instituições internacionais, nos âmbitos multilateral ou regional, para lidar com a escassez de liquidez na crise global de 2008? Apesar da previsibilidade que as organizações internacionais geralmente asseguram (ou deveriam assegurar), as maiores economias emergentes preferiram recorrer a acordos bilaterais de forma *ad hoc*. Essa preferência não se manifestou em período anterior. Durante os anos 1990, os maiores emergentes recorreram ao FMI e a outros acordos multilaterais e regionais para responder à falta de liquidez em dólares americanos e para remediar crises cambiais.

No entanto, esse não foi o modelo de gestão adotado na crise de 2008. Em primeiro lugar, esses países emergentes atuaram de forma unilateral. A partir de 2000, eles expandiram suas reservas em moedas fortes e continuaram a reforçar essa política após a turbulência econômica. Em segundo lugar, quando confrontados com a escolha de cooperação monetária, as maiores economias emergentes preferiram recorrer a acordos bilaterais *ad hoc*, como primeira e mais importante linha de defesa,

estruturados como *swaps* cambiais entre bancos centrais. Em um contrato de *swap* cambial, uma autoridade monetária troca sua moeda nacional por outra (geralmente, uma moeda forte como o dólar americano) e assume o compromisso de recompra de sua moeda nacional, em uma data futura e a uma taxa pré-estabelecida.

Para analisar em detalhe as respostas monetárias desses países e construir inferências causais, esta pesquisa selecionou uma amostra das maiores economias emergentes na América Latina e na Ásia. O objetivo é analisar suas respostas financeiras à crise de 2008, bem como o processo de institucionalização da cooperação monetária do pós-crise. Os países escolhidos foram os seguintes: Brasil, México, Colômbia, Equador, Coreia do Sul e Indonésia.

Os critérios de seleção para o estudo de caso foram: *i*) os países são classificados como “emergentes e em desenvolvimento” pelo FMI, com base em seu nível de desenvolvimento;<sup>13</sup> *ii*) na década de 1990, eles sofreram uma crise cambial e recorreram a mecanismos de cooperação monetária internacional; e *iii*) em 2008, eles optaram por alguma forma de cooperação monetária para evitar (prevenção) ou remediar desequilíbrios em seu balanço de pagamentos (e não recorreram apenas a ações unilaterais, como uso de reservas cambiais).

A crise cambial dos anos 1990, na América Latina e na Ásia, atingiu os seguintes países: México (1994), Indonésia (1997), Coreia do Sul (1997), Filipinas (1997), Tailândia (1997), Brasil (1998), Equador (1998), Argentina (2001) e Uruguai (2001).<sup>14</sup> Optei por excluir a Tailândia, porque, em 2008, o país passou por sérios problemas políticos internos que poderiam distorcer as respostas cooperativas à crise de 2008. Filipinas, Argentina e Uruguai não deram respostas propriamente monetárias à crise (mecanismos financeiros relacionados a balanço de pagamentos), mas recorreram a empréstimos destinados a projetos de desenvolvimento específicos. É importante notar que o Brasil, o México e a Coreia do Sul são classificados pelo FMI como três dos 29 maiores e mais interligados centros financeiros do mundo, o que reforça o interesse da seleção desses países para a pesquisa.<sup>15</sup>

A Colômbia foi escolhida como um caso de controle. Esse país permite o teste de uma das hipóteses desta pesquisa, relacionada à existência de estigma político, que teria influenciado a escolha de países emergentes para as respostas à crise de 2008. Essa é a principal explicação adotada pela literatura para elucidar as respostas monetárias recentes, como se verá adiante. A Colômbia não recorreu

13. Ver o relatório intitulado *World Economic Outlook*, disponível no site do FMI, no seguinte endereço: <<http://goo.gl/GTZslw>>. Para uma análise das diferenças entre as classificações de desenvolvimento do FMI, das Nações Unidas e do Banco Mundial, ver Nielsen (2011). Essas distinções não impactam a classificação adotada por esta pesquisa.

14. Essa lista está disponível na p. 10 do relatório do FMI *Review of Recent Crisis Programs*, publicado em setembro de 2009. Disponível em: <<https://goo.gl/7w0xAl>>.

15. Todos os centros financeiros estão sujeitos a inspeções mandatórias do FMI. Para ver o anúncio público dessa decisão do FMI, acessar o seguinte *link*: <<http://goo.gl/1nTr1B>>.

ao FMI durante os anos 1990, mas em 2010 formalizou um acordo com o Fundo pela primeira vez, valendo-se de um instrumento financeiro de prevenção contra um possível desequilíbrio no balanço de pagamentos.<sup>16</sup>

México, Brasil, Equador, Colômbia, Indonésia e Coreia do Sul enfrentaram escassez de dólares americanos e recorreram a prestamistas que seriam capazes e estariam dispostos a emprestar essa moeda forte. As respostas, contudo, variaram na combinação de seus estabilizadores monetários, ou seja, seus prestamistas de última instância.

As maiores economias emergentes (Brasil, México, Coreia do Sul e Indonésia) escolheram, sobretudo, acordos bilaterais *ad hoc*, em vez de arranjos monetários preexistentes e formalizados nos âmbitos regional e/ou multilateral. Brasil, México e Coreia do Sul tiveram acesso a uma linha temporária de *swap* cambial com o Fed. Indonésia e também Coreia do Sul recorreram ao Banco do Japão. O Equador, entretanto, teve suporte financeiro de uma organização internacional regional (Fundo Latino-Americano de Reservas – FLAR) combinado com a utilização de suas alocações de Direitos Especiais de Saque (Special Drawings Rights – SDR) no FMI,<sup>17</sup> e não solicitou empréstimos ao Fundo. Para todos os demais países desta pesquisa, a alocação geral de SDRs, reforçada em 2009 e articulada pelo G20, teve impacto bastante reduzido para responder à crise de 2008. A quantidade distribuída era muito pequena para as necessidades de suas economias.<sup>18</sup>

No pós-crise, todos esses países, com exceção do México, decidiram investir mais em acordos regionais monetários. Depois de 2012, os países membros do FLAR, como Colômbia e Equador, decidiram aumentar as suas contribuições para a entidade (total de US\$ 2,3 bilhões para US\$ 3,6 bilhões) e conceder filiação ao Uruguai (2009) e ao Paraguai (2014). O FLAR é uma organização financeira internacional, originalmente criada em 1976, pelos países andinos da América Latina.<sup>19</sup> Colômbia e Equador continuam investindo nesse fundo regional, ainda que apenas o Equador tenha recorrido ao FLAR para responder à crise de 2008.

---

16. Apesar de o Chile ser um país economicamente importante na América Latina, ele utilizou suas próprias reservas externas para lidar com a crise de 2008 (ação unilateral) e recorreu ao FMI apenas na década de 1980. Por essa razão, a Colômbia pareceu-me o melhor caso para controle.

17. Os SDRs configuram-se enquanto ativo financeiro de reserva internacional, que representa uma liquidez incondicional destinada a membros do Departamento do SDR. Eles são potenciais reivindicações em moedas fortes de outros membros. Os SDRs não são moeda, tampouco um passivo do FMI. Eles são alocados e não emitidos pelo Fundo. Eles representam linhas de crédito entre todos os participantes do Departamento (Lastra, 2015, p. 449; Duran, 2015b).

18. Para ter acesso à especificação minuciosa da distribuição de SDRs, da formalização de cada um dos empréstimos, seu valor e períodos, além das modalidades de contratos, ver Duran (2015a, p. 18-22). A tabela 2, que será apresentada adiante, resume as respostas monetárias, que foram detalhadas no working paper que deu origem a este artigo (Duran, 2015a).

19. O FLAR tem sede em Bogotá, na Colômbia. Atualmente, os membros do FLAR são a Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela. Para a história da expansão do FLAR e suas ações políticas no tempo, ver Ocampo e Titelman (2012).



Em julho de 2014, o Brasil criou junto ao grupo dos BRICS (acrônimo para Brasil, Rússia, China, Índia e África do Sul) o Arranjo Contingente de Reservas (Contingent Reserve Arrangement – CRA), no valor de US\$ 100 bilhões. O CRA dos BRICS é um acordo monetário regional que reproduz a estrutura da Iniciativa Chiang Mai, instituída por países asiáticos (grupo Asean,<sup>20</sup> China, Japão e Coreia do Sul), que tem uma estrutura jurídica bastante distinta do FLAR ou do FMI. Não se trata de uma organização internacional, mas sim de uma rede de *swaps* cambiais entre bancos centrais.

A Iniciativa Chiang Mai foi criada em 2000, logo depois à crise da década de 1990. Apesar de o arranjo não ter sido utilizado para responder à crise de 2008, os países asiáticos decidiram aprimorar o acordo monetário regional – então renomeado de Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) a partir de 2009 – investindo: *i*) em uma moldura multilateral para linhas de *swap* cambiais bilaterais baseado em único acordo contratual; *ii*) na criação de um instrumento de prevenção<sup>21</sup> e de um escritório de pesquisa macroeconômica regional em Cingapura, adicionando um pilar de vigilância para o acordo; *iii*) na expansão da contribuição total (de US\$ 80 bilhões, valor original acordado no momento da sua instituição e sucessivamente expandido até chegar a US\$ 240 bilhões em 2014); e *iv*) na diminuição da conexão *de jure* com programas do FMI (de 80% para 70%).<sup>22</sup> Essas melhorias novamente demonstraram o interesse desses países em alternativas às instituições multilaterais.

Tanto o CRA como o CMIM são acordos mais “flexíveis” (embora formalizados): uma moldura jurídica multilateral para contratos de *swap* cambial entre bancos centrais, denominados em dólares norte-americanos. Os bancos centrais mantêm a propriedade de suas reservas até que outras autoridades monetárias solicitem a ativação do *swap* e sejam autorizadas a sacar os recursos. Uma comissão permanente é responsável por avaliar esses pedidos.<sup>23</sup>

A proliferação do uso de *swaps* também se relaciona com a política de internacionalização do *renminbi* chinês. Para os países selecionados por este estudo de caso, Brasil, Coreia do Sul e Indonésia celebraram acordos de *swaps* com o Banco

20. A Associação de Nações do Sudeste Asiático (Asean) compreende os seguintes países: Brunei Darussalam, Camboja, Indonésia, Laos, Malásia, Myanmar, Filipinas, Cingapura, Tailândia e Vietnã.

21. Esses instrumentos foram inspirados nas linhas de crédito criadas originalmente pelo FMI, em 2009, o Flexible Credit Line e o Precautionary Credit Line. Mais adiante, referir-me-ei a esses instrumentos do Fundo.

22. Membros da Iniciativa Chiang Mai que desejarem sacar mais de 30% de sua “quota”, prevista pelo acordo, precisam formular um programa com o Fundo previamente. Esse é o link *de jure* com o FMI. É uma forma de externalizar condicionalidades – afinal, é bastante difícil impor condições a vizinhos. Para uma crítica ao funcionamento do arranjo regional, ver Sussangkarn (2011) e Grimes (2011).

23. O CRA dos BRICS ainda não está ativo. Espera-se um acordo entre bancos centrais acerca de como operar o sistema. Para mais detalhes sobre o CRA dos BRICS, veja seu tratado publicado no site do Ministério das Relações Exteriores do Brasil. Disponível em: <<http://goo.gl/erSRoS>>.

Central da China (People's Bank of China – PBoC).<sup>24</sup> A China já tem contratos de *swap* cambial formalizados com 32 países para a troca de *renminbis* e moedas locais (FMI, 2015, p. 56).

Apenas Colômbia e México, parceiros tradicionais dos Estados Unidos, formalizaram acordos com o Fundo. Ambos recorreram a um suporte financeiro de forma preventiva, a Linha de Crédito Flexível (Flexible Credit Line – FCL). Esse instrumento foi criado pelo FMI em março de 2009, com objetivo de precaver crises no balanço de pagamentos. Não há condicionalidades políticas *ex post*, amarradas ao acordo. Ambos os países ainda são parte do arranjo com o FMI e parecem estar sofrendo com o “estigma da saída” (FMI, 2014), ou seja, a finalização do acordo preventivo poderia causar crise de confiança no mercado.

A cooperação monetária na década de 1990 foi bastante distinta. Durante os anos 1990, os países emergentes desta pesquisa recorreram ao FMI e a outros acordos multilaterais e regionais para responder à falta de liquidez e lidar com suas crises cambiais. Esses acordos também foram combinados com arranjos bilaterais – notadamente, empréstimos entre governos de seus principais parceiros econômicos. Esses arranjos contrastam com a gestão da crise de 2008.

Em primeiro lugar, esses países atuaram de maneira unilateral. Houve aumento no acúmulo de reservas a partir de 2000 (tabela 1). Reservas cambiais estão associadas a menores riscos de crise cambial, embora esta seja uma política muito custosa e seus benefícios marginais tendam a diminuir em níveis elevados (FMI, 2013).<sup>25</sup> O menor país da amostra, o Equador, tem o mais baixo nível de reservas em relação ao seu PIB, apesar de ter uma economia dolarizada. Isso sugere que o acúmulo de reservas cambiais é política custosa e apenas os maiores emergentes podem sustentar esse modelo de ação unilateral.

Em segundo lugar, quando confrontados com a escolha do modelo de cooperação monetária, os países emergentes deste estudo preferiram recorrer a acordos bilaterais. Esses acordos tinham um desenho jurídico específico: contratos de *swaps* cambiais entre bancos centrais.

Em terceiro lugar, alguns desses países tornaram-se também credores do FMI. Brasil, México e Coreia do Sul celebraram os Novos Acordos de Empréstimo (New Arrangements to Borrow – NAB) com o Fundo e adquiriram notas emitidas pela entidade – uma mudança significativa de posicionamento internacional.

---

24. Veja o anúncio no site do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://goo.gl/J0xFG>>. O contrato de *swap* é classificado como confidencial.

25. A acumulação de reservas também pode ter causas não preventivas. Reservas podem ser usadas como instrumento para intervenções em mercados cambiais com o objetivo de promover políticas comerciais.

**TABELA 1**  
**A acumulação de reservas cambiais por países emergentes durante os anos 1990 e no período pós-crise de 2008**  
**(US\$ bilhões e %)**

País emergente	Indicadores para reservas cambiais	1993	1994	1998	1999	2008	2009	2012	2013
Brasil	Total de reservas	31,7	38,4	43,9	36,3	193,7	238,5	373,1	358,8
	PIB	438	546	843	586	1.653	1.620	2.248	2.245
	Reservas/PIB (%)	7,2	7,0	5,2	6,2	11,7	14,7	16,6	15,9
México	Total de reservas	25,2	6,4	31,8	31,8	95,2	99,8	167	180,2
	PIB Total	503	527	502	579	1.099	895	1.186	1.260
	Reservas/PIB (%)	5,0	1,2	6,3	5,5	8,6	11,2	14,1	14,3
Colômbia	Total de reservas	8,0	8,0	8,7	8,1	23,6	24,9	36,9	43,1
	PIB Total	55	81	98	86	244	233	370	378
	Reservas/PIB (%)	14,4	9,9	8,9	9,4	9,7	10,7	10,0	11,4
Equador	Total de reservas	1,5	2,0	1,7	1,8	4,4	3,7	2,4	4,3
	PIB Total	18,9	22,7	27,9	19,6	61,7	62,5	87,6	94,4
	Reservas/PIB	8,1	8,8	6,2	9,6	7,2	6,0	2,8	4,6
Indonésia	Total de reservas	12,4	13,3	23,6	27,3	51,6	66,1	112,7	99,3
	PIB Total	158	176	95	140	510	539	876	868
	Reservas/PIB (%)	7,9	7,5	24,7	19,5	10,1	12,2	12,9	11,4
Coreia do Sul	Total de reservas	20,3	25,7	52,0	74,1	201,5	270,4	327,7	345,6
	PIB Total	391	458	376	486	1.002	901	1.222	1.304
	Reservas/PIB (%)	5,2	5,6	13,8%	15,2%	20,1	30	26,8	26,5

Fonte: Banco Mundial; Duran, 2015a.

Obs.: produto interno bruto (PIB).

A análise comparativa dos prestamistas de última instância para as maiores economias emergentes da América Latina e da Ásia revela mudanças importantes na sua política de cooperação monetária e em sua institucionalização em comparação à década de 1990. A tabela 2 reúne as principais evidências da pesquisa empírica.<sup>26</sup>

26. Para ter acesso à especificação minuciosa de cada um dos empréstimos, valor e períodos, além das modalidades de contratos, ver Duran (2015a, p. 18-22). A tabela 2 resume as respostas monetárias, que foram detalhadas no working paper que deu origem a este artigo (Duran, 2015a).

TABELA 2

**A cooperação monetária envolvendo países emergentes: análise comparativa dos prestamistas de última instância nas crises cambiais da década de 1990 e de 2008, bem como seu processo de institucionalização no pós- crise**

Países emergentes	Prestamistas na década de 1990	Prestamistas na crise de 2008	Processo de institucionalização da cooperação monetária no pós- crise de 2008
Brasil	FMI, Banco Mundial (BM), Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e outros compromissos bilaterais (incluindo o Fundo de Estabilização Cambial – FEC do Tesouro dos Estados Unidos)	Swap cambial com o Fed	CRA dos BRICS ( <i>swaps</i> em dólares americanos) Formalização de <i>swaps</i> com o PoBC (em renminbi) Como credor do FMI, NAB e compra de notas
México	FMI, BM, BID e outros compromissos bilaterais (incluindo o FEC e um <i>swap</i> cambial com o Fed no âmbito do Nafta)	Swap cambial com o Fed FCL do FMI	Como credor do FMI, NAB e compra de notas
Colômbia	FLAR	FCL do FMI	Reforço do FLAR
Equador	FLAR, FMI e SDRs	FLAR e SDRs	Reforço do FLAR
Coreia do Sul	FMI, BM, Banco Asiático de Desenvolvimento (BAD) e outros empréstimos bilaterais (incluindo o FEC)	<i>Swaps</i> cambiais com o Fed e o Banco Central do Japão (BoJ – <i>Bank of Japan</i> )	Reforço do CMIM ( <i>swaps</i> em dólares americanos) Formalização de <i>swaps</i> com o PoBC (em renminbi), Banco Central da Indonésia, Banco Central da Malásia e o Banco de Reserva da Austrália (em moedas locais) Como credor do FMI, NAB e empréstimo ao Fundo
Indonésia	FMI, BM, BAD e outros empréstimos bilaterais (incluindo o FEC)	Swap cambial com BoJ Empréstimos do BM, do BAD, e dos governos da Austrália e do Japão	Reforço do CMIM ( <i>swaps</i> em dólares americanos) Formalização de <i>swaps</i> com o PoBC (em renminbi), o Banco Central da Coreia do Sul e o BoJ (em moedas locais)

Fonte: Duran (2015a); FMI, Banco Mundial, *sites* de bancos centrais, Kindleberger e Aliber (2011 [1978] p. 254, 311), Henning (1999, p. 75-80).

A tabela 2 revela mudanças institucionais importantes. Há uma diminuição consistente do papel de instituições multilaterais como prestamistas para as maiores economias emergentes. Problemas relacionais ao desenho institucional e à capacidade técnico-financeira dos prestamistas multilaterais podem explicar esse resultado empírico. O “estigma da saída” do FCL do FMI e o papel limitado desempenhado pelos SDRs reforçam essa tendência. Os SDRs perdem espaço enquanto mecanismo de cooperação monetária devido à sua reduzida alocação e à ausência de exigências de restituição (Duran, 2015b). O Equador tem recorrido aos SDRs como um recurso quase que permanente e não como um ativo de reserva com fins de precaução. Essa não é a função originalmente concebida para essa reserva internacional (Gold, 1981-1982; Gianviti, 1998). O fato de a Colômbia não ter recorrido ao FLAR, durante a crise de 2008, também pode ser explicado pela mesma razão: a incongruência entre a capacidade econômica do FLAR e as necessidades financeiras do país.

A partir da tabela 2, também é possível apreender mudanças no desenho institucional dos prestamistas de última instância, em comparação com a década de 1990: *i*) os países emergentes da amostra estão recorrendo mais a bancos centrais e a *swaps* cambiais para responder à crise de 2008 e para redesenhar prestamistas para a próxima crise de liquidez; *ii*) as respostas regionais também estão mudando de natureza, isto é, de organizações internacionais (FLAR) para acordos baseados em rede de *swaps* cambiais (por exemplo, o CRA dos BRICS e a CMIM, que são maiores em tamanho e poder econômico de seus membros); *iii*) *swaps* de bancos centrais não são apenas denominadas em dólares americanos, mas também em moedas locais, com a importância crescente do renminbi chinês; e *iv*) o FMI poderia ser uma alternativa futura na medida em que as maiores economias emergentes estão investindo como credores do Fundo, mas mantendo sua propriedade sobre as reservas (NAB e compra de notas, em vez de quotas) –, possivelmente, à espera de uma mudança na estrutura de governança da entidade.

Existem, portanto, três principais características da gestão da crise de 2008, em comparação com o cenário institucional dos anos 1990: *i*) para a gestão da crise de 2008, os acordos bilaterais *ad hoc* tinham uma estrutura jurídica distinta, envolvendo diferentes atores nacionais: em vez de empréstimos entre governos e seus tesouros (FEC dos Estados Unidos, por exemplo), eram acordos de *swap* cambiais entre bancos centrais nacionais; *ii*) no âmbito multilateral, o FMI foi uma opção sistematicamente evitada, mesmo após a criação de novos instrumentos de empréstimo com ou sem condicionalidade *ex post* – em vez disso, as maiores economias emergentes tornaram-se credoras do Fundo (NAB e compra de notas); e *iii*) acordos monetários regionais existentes não foram utilizados pela maioria dos emergentes (CMIM), mesmo tendo sido criados após a década de 1990, com o propósito de assegurar a disponibilidade de empréstimos multilaterais.

Ainda assim, tanto no cenário da década de 1990 como da crise de 2008, o mesmo padrão de institucionalização da cooperação monetária pode ser observado: a criação ou o reforço de acordos regionais com base em *swaps* bilaterais entre os bancos centrais. No pós-crise dos anos 1990, a escolha desse projeto institucional (rede de *swaps* cambiais em dólares americanos) pode ser atribuída à falta de confiança entre vizinhos e à ausência de uma liderança regional. Os países poderiam manter suas reservas cambiais nas mãos de atores nacionais, isto é, de suas próprias autoridades monetárias. Esse argumento pode ser ilustrado pela criação da Iniciativa Chiang Mai em 2000 e pelo fracasso da proposta japonesa de se criar um fundo monetário asiático, que teria recursos transferidos a uma organização internacional.<sup>27</sup>

Mas quais fatores podem explicar essa mudança substancial da cooperação monetária global (atores e desenho institucional)? O que explica a variação empírica

---

27. Para análise detalhada da integração econômica regional asiática, ver Hameiri e Wilson (2015). Ver também Grimes (2011).

entre os países da amostra? Este artigo sugere a dinâmica entre duas causas principais: a emergência de bancos centrais nacionais autônomos (com poder) e a presença do estigma político em relação ao FMI.

### 3 O PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ÚLTIMA INSTÂNCIA DOS PAÍSES EMERGENTES NÃO É UMA ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL?

A literatura institucionalista sobre cooperação global tende a enfatizar o papel das organizações internacionais na promoção de bens públicos, na ausência de um ator hegemônico benevolente.<sup>28</sup> Keohane (2005), por exemplo, descreveu os benefícios da cooperação do seguinte modo:

regimes internacionais – conjuntos de princípios, normas, regras e procedimentos de tomada de decisão – reduzem os custos de transação para Estados, aliviam problemas de informação assimétrica, e limitam o grau de incerteza que membros do regime enfrentariam ao avaliar as políticas uns dos outros (Keohane, 2005 [1984], xi, tradução livre).

A gestão de crises cambiais na década de 1990 é um exemplo de cooperação monetária por meio dessa modalidade de organização. O FMI desempenhou um papel central como prestamista para países emergentes que enfrentavam crises em sua conta de capital – em vez de crises em conta-corrente, características do passado e razão da criação do Fundo na década de 1940 (Lastra, 2015, p. 540).

Contudo, para lidar com a crise de liquidez de 2008, as maiores economias emergentes deste estudo preferiram recorrer a acordos bilaterais *ad hoc* (notadamente, *swaps* cambiais entre bancos centrais), em lugar de se valerem de instituições multilaterais ou regionais formalmente estabelecidas. Ademais, durante o pós-crise, eles decidiram reforçar ou criar acordos monetários regionais, ainda que eles não tenham sido utilizados em 2008. Os novos acordos tiveram uma estrutura jurídica específica: uma rede de *swaps* cambiais. No âmbito multilateral, os maiores emergentes mudaram seu curso de ação: eles se tornaram também credores do FMI. Por exemplo, Brasil, Coreia do Sul e México participaram dos Novos Acordos de Empréstimo (New Arrangements to Borrow – NAB). Entretanto, essa escolha teve um desenho específico (dependente ou não exclusivamente das decisões desses países): houve investimento de reservas cambiais em acordos temporários com o Fundo. Bancos centrais nacionais mantiveram a propriedade desses recursos.

McDowell (2012) propôs o conceito de prestamista “soberano” internacional de última instância para descrever o papel do Fed durante a crise financeira de 2008. Um prestamista soberano tem a capacidade de desenvolver esse papel, ou seja, emite a moeda forte demandada por outros países, e está disposto

---

28. Ator hegemônico nos termos empregados por Kindleberger (2013 [1973]).

(tem vontade política) para assumir a tarefa financeira de “resgate”. De fato, o Fed assumiu esse papel durante a crise, mas de forma bastante seletiva. Ele escolheu quais bancos centrais poderiam beneficiar-se de suas linhas de *swap* em dólares americanos.<sup>29</sup> A ênfase de McDowell na capacidade e na disposição do prestamista soberano não pode por si só explicar os resultados em matéria de cooperação monetária na crise de 2008. Indonésia (que integra este estudo empírico), Índia e Turquia solicitaram auxílio financeiro ao Fed e tiveram suas demandas negadas. Por que esses países insistiram em *swaps* com outros bancos centrais em vez de recorrer ao FMI, que havia criado novos instrumentos para apoiar economias emergentes?

Em um passado não muito distante, em uma decisão datada de novembro de 1998, o comitê de política monetária do Fed (Federal Open Market Committee – FOMC) reconheceu que a cooperação bilateral estava em desuso, devido à existência de “regimes contemporâneos bem estabelecidos para a cooperação monetária internacional” (tradução livre).<sup>30</sup> O FOMC permitiu que *swaps* cambiais entre o Fed e bancos centrais estrangeiros caducassem após 15 anos de abandono. No entanto, 2008 testemunhou o renascimento da cooperação entre bancos centrais para lidar com crises de liquidez não somente no centro do sistema monetário internacional (isto é, entre bancos centrais que emitem moedas fortes), mas também em sua periferia (países emergentes).

Este artigo explora três hipóteses que explicam a mudança no desenho institucional da cooperação monetária global e a variação empírica entre os países da amostra: *i*) o aumento do poder econômico e político de bancos centrais nacionais; *ii*) o estigma político dirigido a organizações multilaterais no pós-década de 1990, com foco no FMI; e *iii*) a dinâmica entre (i) e (ii), que determina a resposta internacional de países emergentes para crises de liquidez, ou seja, como a combinação desses fatores nacionais influenciam respostas monetárias globais.

### **3.1 Fatores nacionais determinantes de respostas monetárias globais: bancos centrais autônomos e estigma político**

A literatura sobre prestamistas internacionais de última instância tem como abordagem predominante a perspectiva da sua oferta, isto é, a capacidade econômica

29. Pesquisas sugerem que o Fed escolheu países parceiros de swap principalmente com base na presença de bancos norte-americanos e na escassez de dólares em grandes centros financeiros (Allen e Moessner, 2010; Aizenman, Jinjarak e Park, 2010; McDowell, 2012; Broz, 2013).

30. “Devido à formação do Banco Central Europeu e à luz de 15 anos de desuso, os acordos de swap bilaterais do Fed com o Banco Nacional Austríaco, o Banco Nacional da Bélgica, o Banco da França, o Banco Federal Alemão, o Banco da Itália e o Banco da Holanda passaram a ser considerados desnecessários diante das modalidades atuais de cooperação monetária internacional. Assim, as partes concordaram em permitir que eles prescrevessem. Da mesma forma, estabeleceu-se conjuntamente que os acordos de swap bilaterais entre o Fed e o Banco Nacional da Dinamarca, o Banco da Inglaterra, o Banco do Japão, o Banco da Noruega, o Banco da Suécia, Banco Nacional da Suíça, e o Banco de Compensações Internacionais fossem desfeitos à luz de seu desuso e dos arranjos para a cooperação monetária internacional utilizados hoje” (tradução livre de minuta do FOMC/Fed, datada de 17 de novembro de 1998 e disponível em: <goo.gl/hDDhmD>).

e a vontade política de entidades ou atores econômicos exercerem esse papel (Aizenman e Pasricha, 2010; Allen e Moessner, 2010; Moessner e Allen, 2010; Kindleberger e Aliber, 2011 [1978]; McDowell, 2012; Broz, 2014; Helleiner, 2014). No entanto, entendo que essa abordagem analítica não é capaz de explicar os resultados empíricos apresentados na seção anterior.<sup>31</sup>

Este artigo baseia-se na literatura de mudança de regime e interdependência complexa (Keohane e Nye, 2012 [1997]). Para explicar a fundamental transformação em 1971 no sistema monetário internacional, isto é, o fim do sistema de Bretton Woods I, Keohane e Nye (2012 [1997]) afirmaram que “as regras do regime eram incompatíveis com a estrutura de poder subjacente” (Keohane e Nye, 2012 [1997], p. 135, tradução livre). Em outras palavras, as estruturas jurídicas não mais correspondiam às relações de poder entre os países. Os Estados Unidos não estariam mais dispostos a enfrentar os custos da manutenção desse modelo de regime global (o padrão dólar-ouro).

Creio que essa abordagem analítica também pode explicar a mudança na cooperação monetária do pós-2008. O domínio econômico e político americano, bem como sua influência em instituições multilaterais, determinaram as respostas das maiores economias emergentes à crise cambial da década de 1990. Os anos 2000, em seguida, testemunharam uma mudança no equilíbrio das relações internacionais e, em 2008, as estruturas jurídicas do sistema multilateral não mais refletiam essa alteração de poder econômico e político.

Novos suportes institucionais para a cooperação monetária emergiram. Na opinião deste artigo, o desenho institucional desses novos arranjos refletiu, sobretudo, o aumento do papel global desempenhado por bancos centrais nacionais.

### 3.1.1 Hipótese 1: bancos centrais com poder

Keohane e Nye (2012 [1997]) afirmam que “um regime pode ser alterado pelo surgimento de novas regras em outras áreas da política mundial, que são, então, transferidas para áreas específicas” (Keohane e Nye (2012 [1997], p. 126, tradução livre). Na regulação internacional do mercado financeiro, as ideias e normas de cooperação entre bancos centrais reforçaram-se nas últimas décadas, sendo depois transferidas para os arranjos propriamente monetários em 2008.

Os *swaps* cambiais entre bancos centrais não são um fenômeno novo. Para sustentar o sistema de Bretton Woods I e a paridade do dólar-ouro, bancos centrais de países desenvolvidos e o Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements – BIS) mantiveram uma rede de *swaps* cambiais na

---

31. Uma mudança substancial deste artigo em comparação com a versão original em inglês (Duran, 2015a) é alteração da perspectiva analítica: da abordagem oferta/demanda para a hipótese da dinâmica entre fatores nacionais (estigma político e bancos centrais independentes), como se verá adiante.



década de 1960 – o acordo de Basileia (Basle Agreement) (Moessner e Allen, 2010, p. 25-27; Kindleberger e Aliber, 2011 [1978], p. 249-250; Toniolo, 2005, p. 381-388; Coombs, 1976, p. 69-91; Hirsch, 1967, p. 349-353). No entanto, essa política de coordenação caiu em desuso, sendo substituída no tempo pela cooperação em matéria de regulação financeira e pelas preocupações crescentes relacionadas às atividades financeiras privadas globais, especialmente o desenvolvimento do mercado internacional de eurodólares.<sup>32</sup>

Após o colapso da primeira versão do sistema de Bretton Woods, em 1971, a cooperação entre bancos centrais foi reforçada pela criação, em 1973, do Comitê de Basileia de Supervisão Bancária no BIS. Isso coincidiu com o processo econômico de crescente internacionalização dos mercados financeiros e de capitais. A organização monetária internacional passou a ser fundada em um complexo sistema de liquidez financeira privada, que foi se consolidando no tempo e foi sendo sustentada pelos mercados do eurodólar e pelo internacional de câmbio. A partir do final da década de 1980, os bancos centrais cultivaram conhecimentos e compartilharam valores comuns sobre a regulação financeira por meio, especialmente, de acordos de capital regulatório (Acordos de Basileia).

Entretanto, nesse período histórico e em relação a questões monetárias, bancos centrais estavam preocupados sobretudo com a estabilidade interna (controle da inflação), enquanto objetivo principal ou exclusivo. Essa ideia dogmática determinou o desenho institucional da política monetária, durante os anos 1990 e 2000, na grande maioria dos bancos centrais no mundo (Blinder, 2004; Laurens *et al.*, 2009, p. 157, 242; Duran, 2013; Lastra, 2015, p. 55-64). A crise de 2008 contestou o paradigma da primazia da estabilidade monetária interna e expôs a não neutralidade da moeda (Aglietta, 2011; Borio, 2011). A cooperação entre bancos centrais nesse âmbito foi restaurada na forma de contratos de *swaps* cambiais – um retorno à década de 1960 em um mundo ainda mais globalizado e complexo.

Para compreender os padrões da mudança de institucionalização da cooperação monetária em direção a acordos de *swap* cambial, é preciso analisar também a capacidade e a disponibilidade de bancos centrais para agir como credores internacionais de última instância, em tempos de crise. Na década de 1990, a cooperação entre bancos centrais não era uma opção. Esse modelo não integrava o pensamento econômico predominante na política monetária internacional, na qual bancos centrais nacionais priorizavam a estabilidade monetária interna. Ademais, bancos centrais em países emergentes ainda não dispunham do poder

---

32. Eurodólares são contratos de depósitos bancários denominados em dólares americanos em instituições financeiras localizadas fora do território dos Estados Unidos. O “euro” adjacente à denominação da moeda representa a região onde a prática da criação desses depósitos teve início, durante a década de 1960. Os “eurobonds” também integram esse mercado financeiro internacional e são obrigações jurídicas, representadas por títulos de crédito e denominadas em moeda estrangeira, emitidas por instituições fora do país emissor da moeda correspondente.

econômico necessário para serem contrapartes, ou seja, não dispunham de reservas internacionais suficientes para construir sua própria credibilidade e se engajarem em operações com outras autoridades monetárias.

Especialmente em 2008, um ator global, capaz de fornecer moeda forte, mas relutante em fazê-lo em larga escala em períodos anteriores, ressurgiu: o Fed. O Banco Central dos Estados Unidos, desde a criação do sistema de Bretton Woods, é um ator relevante para o sistema monetário internacional (Cintra e Martins, 2013, p. 219-220). Ele é o emissor da moeda mais importante para o funcionamento do sistema econômico global. No entanto, houve um deslocamento de funções institucionais que se mostrou mais claramente somente a partir da década de 1970, com fim do sistema de paridades da primeira versão do acordo de Bretton Woods. Esse deslocamento estrutural foi confirmado durante a gestão da crise de 2008.

Até as décadas de 1960 e 1970, o governo dos Estados Unidos era o “banco” do mundo, por meio da expansão do déficit em seu balanço de pagamentos e da “exportação” de sua moeda para mercados estrangeiros. A partir do desenvolvimento e da consolidação de um sistema monetário privado global, baseado na expansão de liquidez em dólares criados por instituições financeiras internacionais (o dólar *offshore*, o “eurodólar”), é o Fed que passa a assumir esse papel. Em 2008, o Fed assegurou a expectativa de agentes econômicos quanto à paridade de valor entre o dólar *onshore* (que circula no sistema financeiro americano) e o dólar *offshore* (o eurodólar). Em termos de política, ele o fez por duas formas: realizando operações de janela de redesconto a instituições financeiras estrangeiras com filial nos Estados Unidos, mas, principalmente, pela celebração de *swaps* cambiais com outras autoridades monetárias.

O Fed está no topo da hierarquia do sistema monetário global<sup>33</sup> por ser o único ator que pode descontar de forma ilimitada créditos em dólares (*onshore* ou *offshore*). Para McKinnon (2013, p. 49), o atual fator determinante para o *status* do dólar americano como padrão global de valor, é gestão da política monetária pelo Fed mais do que o controle da política fiscal pelo Tesouro dos Estados Unidos. O sistema financeiro global é baseado na criação de moeda crédito por agentes financeiros privados internacionais, que reivindicam um sistema fundado em prestamistas de última instância com capacidade de desconto ilimitado (cooperação via bancos centrais por meio de *swaps*), em vez de descontos limitados por meio

---

33. Para uma explicação didática sobre a concepção hierárquica do sistema monetário internacional, ver De Conti, Prates e Plihon (2013). Para uma análise de economia monetária, com foco na estrutura de *swaps* cambiais entre bancos centrais, ver Mehrling (2015).

de acordos entre governos (FMI e a cooperação entre ministros das finanças e seus tesouros).<sup>34</sup>

Na década de 1990, apenas o México beneficiou-se dos *swaps* cambiais do Fed (tabela 2). Ainda assim, esse *swap* ocorreu em uma escala muito pequena em comparação a outros acordos monetários<sup>35</sup> e estava inserido em um acordo regional, o Acordo de Livre Comércio da América do Norte (North America Free Trade Agreement – Nafta). Como tal, tende a ser mais um produto de escolha política de governo, do que uma iniciativa independente do Fed. Em 2008, no entanto, outros países emergentes beneficiaram-se dessa opção monetária: Brasil, Coreia do Sul e Cingapura. O Fed concedeu *swaps* a dez bancos centrais em países desenvolvidos. O Banco do Japão (BoJ), que dispunha de um *swap* com o Fed, também foi prestamista para países na Ásia com escassez de dólares americanos, como a Indonésia, Coreia do Sul e a Índia (Aizenman e Jinjarak, 2010).

O poder dos bancos centrais e suas aspirações internacionais tendem a influenciar a preferência de economias emergentes por arranjos bilaterais no âmbito global. A influência dos bancos centrais também explica o desenho institucional dos acordos bilaterais na década de 1990, comparativamente à crise de 2008: de empréstimos bilaterais entre governos (tesouros) para contratos de *swaps* cambiais entre autoridades monetárias.

Enquanto burocracias, os bancos centrais operam no mesmo espaço político dos ministérios de finanças, cada um com suas responsabilidades particulares. Os bancos centrais, entretanto, entram em uma disputa burocrática para ocupar parcelas desse espaço político comum, garantindo que novas ações políticas correspondam às suas preferências e recaiam em seu “território” de atuação. O conceito de território desenvolvido por Downs (1967, p. 212-213) permite explicar a dinâmica da competição entre essas agências: cada uma procura maximizar seu grau de domínio sobre a ação social no “território” político comum.

O “território” de um banco central corresponde à parcela política da qual ele controla substancialmente a *expertise* e os recursos necessários para sua implementação. No domínio monetário, essa parcela compreende a gestão de reservas cambiais e a criação de moeda. Ministros de finanças e banqueiros centrais são “rivais de alocação” (Downs, 1967), que compartilham objetivos comuns, mas competem pelo controle do processo de implementação da política pública. A crescente complexidade da política monetária, que demanda *expertise* específica, e o estabelecido “clube”

---

34. Mas, se por um lado a cooperação entre o Fed e outros bancos centrais expande a liquidez global (cria moeda internacional), na cooperação em dólares entre bancos centrais emergentes (CMIM e CRA, por exemplo) há apenas compartilhamento de reservas, não havendo criação de liquidez internacional, apenas transferência de recursos entre as autoridades monetárias (Mehrling, 2015, p. 6-7).

35. Na década de 1990, o Fed concedeu acesso a US\$ 9 bilhões em *swaps* cambiais ao Banco Central do México (Duran, 2015a).

de banqueiros centrais (cuja sede é o BIS) tornaram as autoridades monetárias vencedoras na disputa por opções de política adotadas no pós-crise de 2008. O período da “Grande Moderação” e a crescente acumulação de reservas cambiais (ou a emissão de moedas fortes, aceitas internacionalmente) deram poder aos bancos centrais e seus agentes, tanto em economias desenvolvidas como em países emergentes. Os interesses e as preferências de bancos centrais são, portanto, fundamentais para a compreensão dos resultados da cooperação monetária internacional.

As respostas monetárias a crises e suas medidas de precaução estão sob o controle dos bancos centrais, enquanto o FMI ainda é percebido – especialmente por economias emergentes – como um espaço para ministros de finanças. Países emergentes, como Índia, Brasil, Coreia do Sul, México e Rússia, estão representados no Fundo por seus ministros de finanças. Os presidentes de bancos centrais são apenas suplentes. A Indonésia, que integra este estudo, é uma das poucas exceções, sendo representada por seu banco central.<sup>36</sup>

A possibilidade de o FMI desempenhar também um papel de coordenação para bancos centrais foi discutida em 2010, mas não houve progresso (FMI, 2010a, p. 15-20). Naquele ano, o conselho diretor do Fundo recusou a proposta de sua burocracia para a criação do Mecanismo Global de Estabilidade (Global Stability Mechanism – GSM).<sup>37</sup> A proposta do GSM era semelhante ao papel do BIS, em termos de coordenação, no que diz respeito à primeira geração de *swaps* cambiais na década de 1960 (Kindleberger e Aliber, 2011 [1978], p. 249-250; Coombs, 1976, p. 83, 232). Quando a Coreia do Sul sustentou essa proposta durante a reunião do G20, em 2010, em Seul, já se tratava de uma proposição controversa. O debate sobre a criação do GSM desapareceu de documentos públicos do FMI após o final de 2010.

A atuação global dos bancos centrais está mudando a natureza institucional da cooperação monetária, tanto na periferia como no centro do sistema monetário global. Em 2013, o Fed, o Banco do Canadá, o Banco da Inglaterra, o Banco do Japão, o Banco Central Europeu e o Banco Nacional da Suíça anunciaram a criação de uma rede permanente de *swaps* cambiais bilaterais.<sup>38</sup> Até mesmo no centro do sistema monetário, o FMI tem sido marginalizado da cooperação monetária. Os *swaps* nessa rede são ilimitados em termos de valor, revelando a extensão e o impacto global desse acordo, ainda que se trate de um modelo mais “flexível” de cooperação.

A periferia do sistema monetário aspira a esse modelo institucional de cooperação monetária. Por um lado, essa forma de cooperação é atraente na medida

---

36. Essa informação foi extraída do *site* do FMI. Considerei todos os relatórios anuais da entidade disponíveis de 1989 a 2014. A Colômbia teve participação pequena e o Equador nunca participou dessas reuniões.

37. Ver a nota de informação pública publicada em 3 de setembro de 2010. Disponível em: <goo.gl/wTHWva>.

38. Ver o anúncio conjunto disponível no *site* do Fed. Disponível em: <goo.gl/Xjj2Ra>.

em que envia sinais para os mercados privados acerca da solidez da economia, uma vez que esses instrumentos não costumam impor condições formais. Além disso, a percepção dos emergentes é a de que os *swaps* cambiais têm o mesmo efeito de instrumentos de precaução, como reservas (FMI, 2013, p. 9), modelo preferido de ação monetária desses países na década de 2000. Os suportes financeiros multilaterais criados anteriormente não tinham esse efeito de precaução: o FMI estabeleceu seus próprios mecanismos de prevenção somente em março de 2009, e o CMIM introduziu esses mecanismos apenas em 2012. Em 2014, o CRA dos BRICS já contava com essa previsão, enquanto o FLAR ainda não tem um mecanismo específico de prevenção.

Segundo Eric Helleiner (2014), a preferência por *swaps* cambiais é também devido à sua automaticidade. Um *swap* bilateral é mais facilmente acessível do que o FMI ou mecanismos regionais, como o CMIM. Entretanto, o autor refere-se expressamente aos *swaps* já formalizados pelo Fed à época da crise. Até a concessão, os países emergentes interessados em um *swap* pediram ajuda por diversas vezes ao banco central americano (como sugerido, o Fed recusou os pedidos da Indonésia, da Turquia e da Índia e foi lento para conceder o pedido da Coreia do Sul).<sup>39</sup> Atualmente, apenas bancos centrais em países desenvolvidos desfrutam dos efeitos econômicos da automaticidade (e do tamanho ilimitado) desses acordos com o Fed.

Contudo, talvez não seja adequado comparar o CMIM e o CRA com a automaticidade dos *swaps* do Fed (ou do PBoC, atualmente). O tratado multilateral de ambos os arranjos regionais assegura o direito a ter acesso a *swaps* cambiais, sob determinadas condições – com a autorização da comissão permanente e o atendimento de questões específicas. Assim, a comparação mais adequada, em termos de automaticidade, seria entre as linhas de *swaps* formalizadas com o Fed e os possíveis acordos de *swaps* do CMIM ou do CRA uma vez autorizados por uma decisão positiva da comissão regional respectiva.<sup>40</sup>

É importante, entretanto, fazer uma ponderação: contratos de *swap* cambial não são tão “certos” em tempos de crise quanto organizações internacionais, que possuem missão institucional específica. O CRA, por exemplo, inclui uma lista de razões que justificam a não aceitação da ativação de um *swap* pela parte credora. Tais razões relacionam-se com questões relativas ao balanço de pagamentos, às reservas do país ou a um evento de força maior. Os países membros também podem solicitar o resgate antecipado de créditos, se problemas com o balanço de pagamentos surgirem.<sup>41</sup>

39. Agradeço ao H. Chey por compartilhar essa informação.

40. Agradeço ao debate cordial de Eric Helleiner sobre essa questão.

41. Veja o tratado publicado no *site* do Ministério das Relações Exteriores do Brasil, notadamente artigos 15c e 15d (nota 24, acima).

A despeito de sua maior “incerteza”, comparativamente a organizações internacionais, *swaps* cambiais parecem ser um mecanismo jurídico recorrente do pós-crise. Houve uma rápida proliferação de *swaps* cambiais entre bancos centrais, um aumento significativo em seu volume, intensa disseminação entre países emergentes e formalização em moedas fortes e também locais. Os *swaps* cambiais representam o desenvolvimento de uma rede de US\$ 1 trilhão (excluindo os *swaps* ilimitados entre bancos centrais de países desenvolvidos) e setenta novos acordos entre 2010 e 2014, envolvendo mais de cinquenta países (McDowell, 2015; Henning, 2015). Para efeitos de comparação, o FMI tem apenas US\$ 362 bilhões em quotas e outros US\$ 885 bilhões em recursos somente temporários. Essa rede de *swaps* bilaterais, incluindo acordos regionais com base nessa estrutura, como o CRA e o CMIM, parecem ter maior peso econômico, se utilizados em sua totalidade, do que o FMI, uma instituição multilateral.

Mas de que forma os bancos centrais têm moldados os resultados políticos da cooperação monetária internacional e influenciado a escolha por *swaps* cambiais? É importante avaliar o impacto de bancos centrais em dois momentos, conforme a seguir descrito.

- 1) No surgimento imediato de uma crise, os banqueiros centrais são os agentes responsáveis pela tomada de decisão. É necessário rapidez e bancos centrais têm estrutura e conexões de mercado para implementar essa decisão. Eles tendem a preferir *swaps* cambiais, porque mantêm seu papel financeiro na operação (em vez de delegar a uma entidade internacional) e têm o controle sobre as reservas cambiais que gerenciam, ou a moeda que emitem (em lugar de transferi-las para outra organização).
- 2) Em um cenário de pós-crise, a autoridade política para a tomada de decisão tende a retornar aos ministros de finanças. Eles são responsáveis pelas escolhas políticas de institucionalização da cooperação internacional (em diálogo com a Presidência ou o Primeiro Ministro), mas se pautam na *expertise* técnica de bancos centrais. Bancos centrais com poder remodelam as escolhas políticas para manter o seu papel financeiro e o controle sobre as reservas cambiais que gerenciam (ou a moeda que emitem, se ela for aceita internacionalmente). Isso tende a reforçar um novo desenho para acordos regionais: de organizações internacionais como contraparte central, entre países superavitários e deficitários, para uma rede formalizada de *swaps* cambiais entre autoridades monetárias. Nesse sentido, bancos centrais podem ser considerados uma comunidade epistêmica, compartilhando valores e padrões de ação (Haas, 1992; Marcussen, 2009), bem como “especialistas instituidores” (*experts institutants*) (Castel, 1985). Ou seja, autoridades que não somente avaliam um fato empírico, de acordo com seu conhecimento, mas reconstituem esse fato por meio de sua *expertise*.

Em ambas as fases (1 e 2, acima), os bancos centrais competem para que a política recaia em seu território político, influenciando fortemente seu desenho institucional. Para este estudo, sugiro que o grau de poder de um banco central é produto da combinação de seu poder político (certa autonomia *de jure* ou *de facto* em relação ao governo central) e econômico (o tamanho das reservas cambiais geridas por ele ou, para economias mais desenvolvidas, a capacidade de emitir uma moeda aceita internacionalmente). Para os países emergentes, objeto deste estudo, a avaliação do poder econômico e político de seus bancos centrais é representada pela tabela 3, abaixo.

A influência de bancos centrais permite explicar a natureza mutável da cooperação monetária: de instituições internacionais multilaterais (1990) para *swaps* cambiais entre bancos centrais nacionais (2008 e pós-crise). No entanto, nem todos os países emergentes tiveram acesso a bancos centrais como contraparte. E, por que, ainda assim, não se recorreu ao Fundo, já que existem reais vantagens na cooperação multilateral? Qual outro fator explica as respostas monetárias à crise cambial? O estigma político, já explorado pela literatura, tem também potencial explicativo para os países emergentes desta amostra.

**TABELA 3**  
**Indicador do poder de bancos centrais em países emergentes: perspectivas política e econômica**

Países emergentes	<i>Independência política de bancos centrais</i> (índice formulado por Dincer e Eichengreen, 2010) <i>De 0 (baixo nível de autonomia)</i> <i>a 1 (alto nível de autonomia)</i>	<i>Poder econômico de bancos centrais: relação entre reservas cambiais e PIB</i> Em 2008 e 2013 (tabela 1)	<i>Indicador do poder de bancos centrais nacionais</i> (Duran, 2015a)
Brasil	Sem índice, sem autonomia formal, mas independência <i>de facto</i> durante a crise de 2008. <i>Independência informal durante os governos FHC e Lula (1999-2010). O governo Dilma alterou esse acordo político informal em agosto de 2011</i>	11,7%; 15,9%	++
México	0,63	8,6%; 14,3%	+
Colômbia	0,29	9,7%; 11,4%	-
Equador	Sem índice. Não há política monetária <i>autônoma</i> (economia dolarizada)	7,2%; 4,6%	--
Coreia do Sul	0,32	20,1%; 26,4%	+
Indonésia	0,73	10,1%; 11,4%	+

Fonte: Duran (2015a); Dincer e Eichengreen (2010); Banco Mundial.

Obs.: a) O Banco Central do Brasil (BCB) não é independente *de jure* e não é reportado por Dincer e Eichengreen (2010). Desde a introdução do sistema de metas de inflação por decreto presidencial (Decreto nº 3.088, 1999), o Banco Central do Brasil ganhou a independência operacional da política monetária. Durante o governo Lula, o presidente do BCB exerceu o cargo por 8 anos, um evento sem precedentes na história do país. Em agosto de 2011, no entanto, a presidente Dilma passa a influenciar a política operacional de taxa de juros. Para uma descrição explanatória da história do BCB e de sua política monetária, ver Duran (2013).

### 3.1.2 Hipótese 2: estigma político

Os maiores países da América Latina e da Ásia tiveram experiências ruins com programas do FMI durante a década de 1990 e início da década de 2000.<sup>42</sup> Na maioria dos países emergentes selecionados por este estudo, o FMI foi internamente percebido como uma instituição liderada pelos Estados Unidos com abordagens neoliberais e um modelo político baseado em *one size fits all*.<sup>43</sup> A adequação de seus programas foi bastante contestada durante os anos 2000. Uma imagem poderosa do estigma político gerado pode ser representada pela foto que correu o mundo: M. Camdessus, diretor do FMI durante a década de 1990, olha de braços cruzados o presidente indonésio Suharto, enquanto este, inclinado, assinava publicamente o acordo com o Fundo em 1997.<sup>44</sup>

A criação pelo Fundo, em 2009, da Linha de Crédito Flexível (Flexible Credit Line – FCL) e da renomeada Linha de Crédito de Precaução (Precautionary Credit Line – PCL), com condicionalidades *ex post* limitadas ou simplesmente ausentes, parece não ter sido suficiente para evitar esse estigma político. A demanda pela FCL e pela PCL foi e continua sendo bastante modesta (FMI, 2014).<sup>45</sup> Isso também ocorreu com a Linha de Liquidez de Curto Prazo (Short-Term Liquidity Facility – SLF) introduzida pelo Fundo em 29 de outubro de 2008, no auge da crise.

Entre 2008 e 2011, o Fundo assinou 25 acordos *stand-by* para fins de liquidez ou de precaução (IEO, 2014). Contudo, esses acordos só foram formalizados com economias emergentes na Europa, países de menor porte econômico da América Latina (Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, República Dominicana, Jamaica e São Cristóvão e Nevis) e outros países da Ásia e da África, que não detêm centros financeiros considerados sistemicamente relevantes (tais como Angola, Mongólia, Sri Lanka e Paquistão). O Fundo foi, portanto, o prestamista de alguns países em desenvolvimento, mas não o foi para as maiores economias emergentes da América Latina e da Ásia. Esses últimos recorreram a suas reservas cambiais e procuraram influenciar a política e o desenho institucional do sistema monetário internacional por meio da celebração de *swaps*.

A análise desse fenômeno, construída pelo próprio FMI, baseia-se, em grande parte, em explicações pautadas pelo estigma político. Segundo o Fundo,

42. Não somente em 1990, mas também na década de 1980, notadamente na América Latina. Agradeço ao especial comentário de Marcos Antonio Macedo Cintra.

43. O Escritório de Avaliação Independente (Independent Evaluation Office – IEO) do FMI oferece uma explicação dessa percepção e do processo de “aprender com a experiência” (IEO, 2014, p. 20-24). Entretanto, como apontado por Woods (2006), as políticas do Fundo não são apenas definidas pelos países membros mais poderosos, mas também são impulsionadas por ideias econômicas prevaletentes, sustentadas por funcionários da organização internacional (as ideias da burocracia).

44. Para visualizar essa foto, coloque as palavras “FMI” e “Suharto” em qualquer *site* de busca na internet.

45. Apenas três países solicitaram o acesso à FCL (México, Colômbia e Polônia) e apenas um à PCL (Marrocos) (FMI, 2014, p. 4-5).



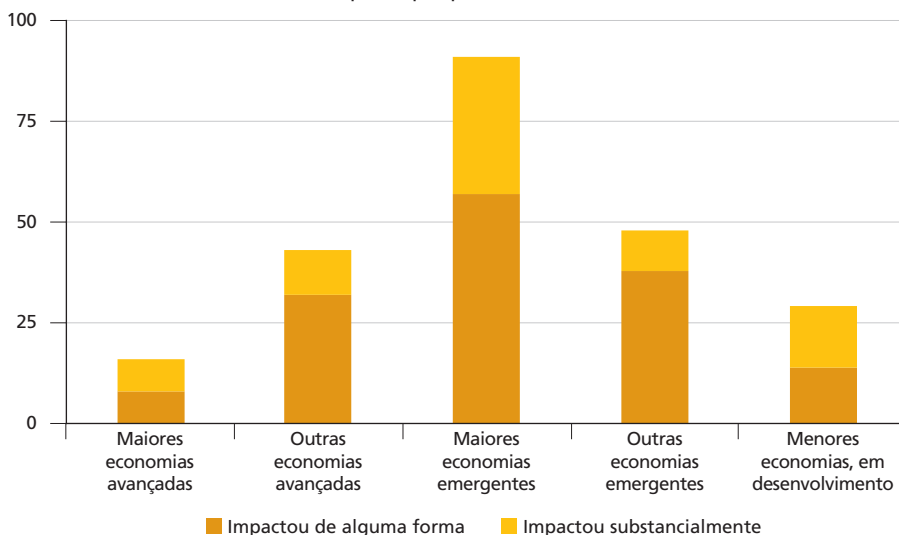
“a opinião pública contribui para a percepção de um ‘custo político’ associado com o pedido de assistência financeira ao Fundo” (FMI, 2014, p. 9; tradução livre), ainda que a burocracia nacional não mais compartilhe desse estigma.

Durante a gestão da crise de 2008, o FMI pareceu mudar de tom e, em alguns casos, a direção da sua política. O Fundo, inclusive, advogou em favor de controles de capital (FMI, 2010b) e investiu em novos instrumentos sem condicionalidades *ex post*. Isso sugere que algumas das preocupações dos países emergentes sobre os programas do FMI teriam sido consideradas.

Apesar disso, o estigma político dos países da amostra manteve-se, aparentemente, mais relacionado ao Fundo enquanto organização do que a determinados instrumentos de financiamento (FMI, 2014, p. 42). A experiência histórica das interações com o FMI construiu percepções negativas sobre a instituição como um todo. O fato de os países decidirem não se pautar nas diretrizes do Fundo e evitar seus instrumentos financeiros revela problemas de reputação que ainda assombram a organização. Esse estigma também está associado com a alegada “ilegitimidade” das soluções políticas do Fundo. O gráfico 1 revela a falta de confiança nas diretrizes do FMI, especialmente por economias emergentes.<sup>46</sup>

GRÁFICO 1

**O quanto a percepção de que o FMI tem uma abordagem *one-size-fits-all* impacta na decisão de não procurar seu suporte técnico**  
(Percentual de autoridades dos países pesquisados)



Fonte: Escritório de Avaliação Independente do FMI (IEO, 2013; tradução livre).

46. A categoria “grandes países emergentes” é usada pelo IEO para se referir aos 16 países definidos pelo Fundo como “emergentes e em desenvolvimento” com PIB acima de US\$ 300 bilhões, em termos de paridade de poder de compra.

Ademais, como apontado pelo Escritório de Avaliação Independente do Fundo, o estigma tem uma dimensão regional: ele permanece particularmente forte nos países da América Latina e da Ásia e está relacionado com experiências anteriores, sobretudo na década de 1990 (IEO, 2013). Embora existam sinais de declínio do estigma no setor oficial, “as percepções negativas parecem permanecer entre o público geral, mídia e ONGs” (FMI, 2014, p. 42; tradução livre).

Durante a década de 2000, impulsionadas pelo estigma político, economias emergentes (como Brasil, Coreia do Sul e Indonésia) recorreram à acumulação de reservas em moedas fortes para evitar crises (objetivo de precaução), bem como para fins intervencionistas relacionados a preocupações mercantilistas. A parcela das reservas internacionais detidas por países em desenvolvimento e emergentes aumentou de 28% para 65%, entre 1990 e 2008 (Aizenman e Jinjarak, 2010). As reservas globais, incluindo países desenvolvidos, passaram de um montante total de US\$ 2 trilhões para US\$ 6,3 trilhões entre 2001 e 2014.<sup>47</sup> Como Stiglitz (2009) sugere, uma vez que “as reservas são em sua maioria detidas em moedas fortes, elas também representam uma transferência de recursos para os Estados Unidos e outros países industrializados” (Stiglitz, 2009, p. 110; tradução livre). Esse modelo de sistema monetário global pode ser caracterizado por sua assimetria e instabilidade (Ocampo, 2010).

Do ponto de vista dos países em desenvolvimento, sua integração ao sistema internacional pode ser considerada como “dependente”. Um sistema financeiro-monetário nacional, integrado globalmente, pode ser considerado como dependente “quando a acumulação e a expansão de capital não podem encontrar seu componente dinâmico essencial no interior do sistema” (Cardoso e Falleto, 2008, p. 16). Nesse caso, o sistema financeiro depende da oferta de moeda aceita como meio de pagamento, reserva e investimentos internacionais.

No entanto, embora a aquisição de reservas internacionais represente uma transferência econômica (injusta) de recursos, no momento imediato em que se deu a crise de 2008, os países emergentes tiveram mais independência para escolher suas ações monetárias globais. Curiosamente, um modelo de ação política “dependente” (ou seja, dependente da emissão de moedas fortes por países desenvolvidos e de transferência de recursos em direção a eles) parece ter criado condições de maior independência para as economias emergentes – um resultado talvez não antecipado pela teoria da dependência.

---

47. Conforme Composição Monetária de Reservas Internacionais publicada pelo FMI (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves – Cofer). Esse índice não inclui a China, que classifica suas reservas como matéria de sigilo estatal. Economistas estimam que a China detém quase US\$ 4 trilhões em reservas, que têm sido reduzidas desde 2014. Ver: Japan Times, Worlds foreign currency reserves falling after hitting peak of 12-trillion, 7 de abril de 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/BK0eaE>>.

### 3.1.3 Hipótese 3: a dinâmica entre bancos centrais com poder e estigma político

As duas hipóteses, detalhadas acima (a presença de estigma político e bancos centrais nacionais com poder), interagem conforme a tabela 4. A variação entre as respostas monetárias globais dos países emergentes da América Latina e da Ásia pode ser explicada com base na dinâmica entre o grau de poder político-econômico de seu banco central nacional, para definir (ou reconfigurar) as opções políticas no momento da crise e do pós-crise, e o estigma político (baixo ou elevado) em relação a entidades multilaterais, notadamente o FMI.

Essa dinâmica determina o desenho institucional (jurídico) das respostas monetárias globais. O teste do modelo teórico é construído abaixo (tabela 5), a partir dos dados empíricos apresentados na seção 2.

O Banco Central do Brasil (BCB) não tem independência garantida institucionalmente, e o Equador é uma economia dolarizada (sem política monetária autônoma, portanto). O BCB, porém, pôde influenciar as escolhas governamentais de prestamistas internacionais com base em seu poder econômico (tamanho das reservas cambiais geridas) e em sua autonomia política *de facto*, sustentada de forma contínua entre 1999 e 2010, por um acordo informal entre a Presidência da República e o seu banco central. A Coreia do Sul tem uma posição intermediária entre os países que integram este estudo de caso: baixo nível de autonomia política, porém o maior percentual de reservas entre os emergentes da amostra.

TABELA 4

#### Modelo teórico: preferências dos países emergentes para cooperação monetária global e o desenho institucional de prestamistas de última instância

Ator nacional relevante	Respostas imediatas à crise de 2008		Pós-crise de 2008: processo de institucionalização do prestamista de última instância
	Baixo estigma político em relação ao FMI	Alto estigma político em relação ao FMI	
Bancos centrais com poder	<i>Swaps</i> cambiais	<i>Swaps</i> cambiais	<i>Swaps</i> bilaterais e/ou arranjos regionais baseados em <i>swaps</i> bilaterais
Bancos centrais sem poder	Respostas multilaterais	Arranjos regionais baseados em Organização Internacional (OI)	Arranjos regionais baseados em OI

Fonte: Duran (2015a).

A preferência da Colômbia por respostas regionais e multilaterais, organizadas enquanto instituições internacionais, pode ser explicada por uma combinação de baixa autonomia do banco central e baixos níveis de reservas cambiais, além do reduzido estigma político em relação ao FMI. A Colômbia não teve experiência anterior com o Fundo (o primeiro acesso foi em 2011) e é tradicionalmente considerada uma aliada dos Estados Unidos, portanto, ela tende a ser menos relutante em

trabalhar com a organização multilateral. Ademais, a sede do FLAR está em Bogotá, fato que tende a expandir a influência dessa instituição regional no país.

TABELA 5

**Grau de poder de bancos centrais nacionais e estigma político: teste do poder explicativo do modelo teórico para países emergentes e suas respostas monetárias globais**  
(Em ordem, conforme o potencial explicativo)

Países emergentes	Estigma político	Indicador do poder do banco central (tabela 3)	Resultados esperados conforme modelo teórico (tabela 4)	Resultados empíricos da cooperação monetária em 2008 e no pós-crise (tabela 2)
1. Indonésia	Estigma político alto	+	Swaps cambiais. Arranjo regional baseado em swaps	Swaps cambiais Arranjo regional baseado em swaps. <i>Outras instituições multilaterais (que não o FMI)</i>
2. Brasil	Estigma político alto	++	Swaps cambiais. Arranjos regionais baseados em swaps	Swaps cambiais. Arranjos regionais baseados em swaps <i>Credor do FMI</i>
3. Coreia do Sul	Estigma político alto	+	Swaps cambiais. Arranjos regionais baseados em swaps	Swaps cambiais. Arranjos regionais baseados em swaps. <i>Credor do FMI</i>
4. Equador	Estigma político alto	--	Arranjo regional baseado em Organização Internacional (OI)	Arranjo regional baseado em OI. <i>SDRs do FMI</i>
5. México	Estigma político baixo	+	Swaps cambiais Arranjos regionais baseados em swaps. Mecanismo de empréstimo do FMI	Swaps cambiais Arranjos regionais baseados em swaps FCL do FMI <i>Credor do FMI</i>
6. Colômbia	Estigma político baixo	-	Arranjo regional baseado em OI. Mecanismo de empréstimo do FMI	Arranjo regional baseado em OI FCL do FMI

Fonte: Duran (2015a).

Os bancos centrais do México e da Indonésia têm índices de autonomia semelhante: uma combinação de certo grau de independência política no âmbito nacional e poder econômico, mas percentuais de reservas cambiais relativamente menores se comparados a outros países.<sup>48</sup> Entretanto, seus prestamistas em 2008 foram muito distintos. A comparação entre esses dois países claramente aponta para o efeito do estigma político sobre escolhas monetárias de prestamistas de última instância. O México pôde combinar um contrato de *swap* cambial com o Fed (primeira linha de defesa) e um acordo sem condicionalidades com o FMI.

48. Ademais, o México poderia contar com o apoio norte-americano implícito em tempos de crise. Os Estados Unidos apoiaram o México em 1994 (com linhas de swap no âmbito do Nafta e um empréstimo por meio do Fundo de Estabilização Cambial) e, novamente, em 2008 (por meio de linhas de swap do Fed, fora do acordo do Nafta).

Essa última opção é provavelmente uma consequência do reduzido estigma político em relação à organização multilateral e sua aliança política e econômica com os Estados Unidos. Além disso, as necessidades do México, a serem supridas por prestamistas em dólares americanos, parecem não ter sido suficientemente satisfeitas pelo Fed, exigindo a combinação com outra fonte de recursos (ainda que de forma preventiva).

A Indonésia, entretanto, seguiu uma ação política bastante distinta. Ela é o único país da amostra representado pelo presidente de seu banco central no FMI, ao contrário dos demais que são representadas por seus ministros de finanças. Esse arranjo poderia conduzir a autoridade monetária da Indonésia ao diálogo com o Fundo. No entanto, o estigma político é elevado no país, o que bloqueou a sua utilização como prestamista em 2008. O que o modelo teórico não havia previsto foi a combinação de *swaps* cambiais com outros acordos multilaterais. No caso da Indonésia, parece que seu poder econômico não foi suficiente para assegurar a resposta monetária necessária somente por meio de *swaps* bilaterais, o que demandou outras fontes de financiamento para lidar com a crise – mas o FMI foi claramente evitado.

Ainda que novos instrumentos do Fundo tenham sido criados sem condições *ex post* (ou limitadas) e para fins de precaução (a FCL e a PCL, referidas acima), a experiência anterior dos países emergentes (estigma político) e bancos centrais com poder mudaram a estrutura da cooperação monetária para *swaps* cambiais bilaterais e, no período do pós-crise, para o reforço ou a criação de estruturas regionais com base em *swaps*.

No entanto, o FMI não é completamente evitado pelos emergentes enquanto fórum de cooperação monetária. Brasil, México e Coreia do Sul atuaram como credores do Fundo. Os maiores emergentes continuam investindo em organizações multilaterais, de certa forma. O poder político duradouro de ministros de finanças desempenha um papel fundamental. Esses países participaram da concepção institucional da FCL e da PCL no âmbito do Fundo, ainda que alguns deles não tenham recorrido a esses recursos.<sup>49</sup>

Como a estrutura jurídica do sistema monetário multilateral parece não mais corresponder à distribuição global de poder econômico, economias emergentes preferiram formalizar outras formas de cooperação monetária em níveis regional e bilateral, no pós-crise. Especialmente depois de 2009, com o insucesso das reformas do G20 e o lançamento do programa de estímulo monetário pelo Fed com efeitos indiretos sobre emergentes (nomeado como “guerra cambial” pelo

---

49. Agradeço ao cordial diálogo com Paulo Nogueira Batista Jr., que era diretor do FMI, na época da criação desses instrumentos.

ex-ministro da Fazenda do Brasil, Guido Mantega), esses países (exceto México) decidiram aprofundar acordos regionais e bilaterais, construindo alternativas para a acumulação unilateral de reservas.

Esse movimento está contribuindo para reforçar um sistema monetário internacional fragmentado, menos multilateral. As estruturas institucionais estão refletindo esse movimento político: de organizações internacionais multilaterais, que operam como contrapartes centrais em operações financeiras, para redes regionais e bilaterais formalizadas, ainda que flexíveis, de *swaps* cambiais.

Finalmente, deve-se notar a persistência de uma característica desses instrumentos de *swap* cambiais: os acordos bilaterais e regionais, em sua maioria, continuam a ser formalizados em dólares americanos (como o CRA e o CMIM). Isso tende a revelar o papel persistente dessa moeda como principal ativo de reserva e meio de pagamento no sistema internacional.

Para os emergentes desta amostra, a ordem econômica internacional ainda é um mundo *quasi*-unipolar (Cohen e Benney, 2014). Alguns autores da ciência política têm alegado, contudo, que o atual *status* internacional do dólar americano está sendo sustentado como uma “moeda negociada” (*negotiated currency*), e não mais como uma “moeda superior” (*top currency*) (Helleiner, 2008; Otero-Iglesias e Steinberg, 2013). Uma “moeda negociada”, conforme nomenclatura original de Strange (1971), constitui-se em um ativo financeiro em que não há (mais) um alto e bastante pronunciado incentivo econômico para ser usado, mas imperativos políticos levam à uma percepção compartilhada de que se deve assegurar determinado instrumento como reserva cambial. Todavia, o surgimento de contratos de *swaps* cambiais em outras moedas com crescente uso internacional (notadamente, o renminbi<sup>50</sup> e, numa medida menor, o won coreano) parece apontar para uma nova tendência: a liquidez global, no futuro próximo, tende a ser mais diversificada. A hipótese de Eichengreen (2011), relativa ao surgimento de um mundo multipolar com real competição entre moedas internacionais, ainda não foi confirmada, mas pode estar a caminho.

#### 4 CONCLUSÃO: IMPLICAÇÕES TEÓRICAS E POLÍTICAS DESTE ESTUDO

A escolha dos prestamistas de última instância por economias emergentes não é apenas uma questão de “oferta” de suporte financeiro internacional e de seu desenho institucional. Para entender a variação empírica da cooperação monetária durante a crise de 2008 em contraste com a década de 1990, deve-se analisar também o papel

---

50. Com o renminbi passando a integrar a cesta de moedas do SDR (FMI, 2015), o FMI tende a reforçar a política de internacionalização da moeda chinesa, contribuindo para a diversificação do sistema monetário internacional (Duran, 2015b).

desempenhado por fatores nacionais, especialmente o poder crescente de bancos centrais e a persistência do estigma político em relação às instituições multilaterais.

Minha pesquisa empírica sugere que bancos centrais com certo grau de autonomia política (*de jure* ou *de facto*) e altos níveis de poder econômico (adquirido por meio da acumulação de reservas cambiais) estão reconfigurando as respostas monetárias das maiores economias emergentes da América Latina e da Ásia. Os *swaps* cambiais e os acordos regionais baseados em *swaps* tornaram-se a forma institucional mais importante de cooperação desses países.

Ademais, esta pesquisa sugere que a política de acumulação de reservas em moeda estrangeira (e sua conseqüente transferência econômica de recursos dos países emergentes para aqueles desenvolvidos) teve um efeito secundário importante: ela permitiu uma maior independência monetária para as economias emergentes em âmbito global. Os bancos centrais, gestores de reservas, são os principais agentes nacionais que estão moldando o desenho dessas opções políticas.

Esses fatores tendem a revelar questões acerca do poder político em âmbito global e de sua distribuição. Os custos econômicos e transacionais de modelos mais flexíveis (embora formalizados) de cooperação monetária podem ser elevados: os arranjos, baseados em *swaps*, tendem a gerar incertezas quanto ao acesso à liquidez em tempos de crise. O CMIM de países asiáticos e o CRA dos BRICS, por exemplo, permitem à parte credora justificar a não ativação de *swap*. Apesar de custos altos e incertezas, esses acordos têm sido o desenho institucional de cooperação monetária preferido do pós-crise de 2008.

Finalmente, quais são as implicações desse estudo em termos de política monetária internacional? O FMI deveria considerar os efeitos de experiências passadas (estigma político), bem como o papel global dos bancos centrais, para repensar seu desenho institucional. O Fundo poderia tornar-se eficaz caso desempenhe um papel mais relevante na *prevenção* de crises financeiras<sup>51</sup> e incorpore os interesses de países emergentes dentro da instituição, dando-lhes tratamento similar àquele conferido a países do centro do sistema monetário. A celebração de empréstimos *para* o Fundo por algumas economias emergentes revela o interesse em se engajar com a instituição multilateral nesses termos. Parece que o FMI, como ator financeiro, não é atualmente adequado para lidar com a contenção de crises nos maiores países emergentes (como o foi na década de 1990), mas apenas em países menores e em perturbações menos graves em termos sistêmicos. Apenas neste último caso, o seu papel de “construtor” de condicionalidades políticas pode gerar bons sinais para mercados e respaldar estruturas regionais (tarefa difícil para parceiros vizinhos,

---

51. Aqui, me parece que o papel mais relevante do Fundo seria aprimorar o desenho institucional do Departamento de SDRs. Para tanto, eu desenvolvo em detalhes as reformas necessárias em Duran (2015b).

como é o caso da CMIM asiático). Talvez, o FMI deva melhorar a natureza de suas condicionalidades políticas e não eliminá-las completamente de sua carteira.

Acima de tudo, a cooperação dos bancos centrais ressurgiu com força desde a crise de 2008. As autoridades monetárias ganharam mais credibilidade e poder para construir relações monetárias internacionais. Nesse domínio, eles são hoje um ator político global importante. Nesse novo desenho de cooperação monetária, o Fundo não consegue (e tampouco deveria) substituir bancos centrais das maiores economias emergentes no desempenho de seu papel financeiro internacional. Contratos de *swap* cambiais, renovados da experiência de Bretton Woods I, tornaram-se centrais para o sistema global atual. Dessa vez, porém, as redes de *swap* têm crescido exponencialmente em tamanho e não estão apenas reservadas aos bancos centrais em países desenvolvidos, mas também são construídas por economias emergentes, inclusive em moedas locais. O sistema monetário internacional está se tornando cada vez mais fragmentado e diversificado em termos de liquidez global.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. Complément A: La rénovation des politiques monétaires. *In*: CAE –CONSEIL D’ANALISE ECONOMIQUE. Le “central banking” après la crise: deux lectures d’une enquête internationale auprès d’économistes et de banquiers centraux. **Relatório CAE**, 1., 2011.

AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y.; PARK, D. International reserves and swap lines: substitutes or complements? **NBER and Asian Development Bank**, mar. 2010.

AIZENMAN, J.; PASRICHA, G. K. Selective swap arrangements and the global financial crisis: analysis and interpretation. **International Review of Economics and Finance** v. 19, n. 3, 2010.

ALLEN, W.; MOESSNER, R. Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. **LSE Financial Markets Group Paper series**, v. 187, 2010.

BAXTER, T. C.; GROSS, D. The federal reserve’s response to the crisis: doing whatever it takes within its legal authority. *In*: GIOVANOLI, M; DEVOS, D. (Orgs.). **International monetary and financial law: the global crisis**. Oxford University Press, 2010.

BERNES, T. A. *et al.* **China’s engagement with an evolving international monetary system** – a payment perspective. Institute for New Economic Thinking (CIGI), 2014.

BLINDER, A. **The quiet revolution: central banking goes modern**. New Haven: Yale University Press, 2004.



BORIO, C. Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters? **BIS Working Paper**, v. 353, Bank for International Settlements, 2011.

BROZ, J. L. **The politics of rescuing the world's financial system**: the Federal Reserve as a global lender of last resort. San Diego: University of California, 2014.

CARDOSO, F. H.; FALETTO, E. Repensando dependência e desenvolvimento na América Latina. *In*: SORJ, B.; CARDOSO, FH.; FONT, M. (Orgs.). **Economia e movimentos sociais na América Latina** [online]. Rio de Janeiro: Centro Edelstein de Pesquisa Social, 2008.

CASTEL, R. **Figures professionnelles**: dispositions règlementaires et genèse de l'expertise – l'expert mandaté et l'expert instituant. Situation d'expertise et socialisation des savoirs. Saint-Etienne: Cresal, 1985.

CHEY, H. Why Did the US Federal Reserve Unprecedentedly Offer Swap Lines to Emerging Market Economies during the Global Financial Crisis? Can We Expect Them Again in the Future? **GRIPS Discussion Paper 11-18**, 2012.

CINTRA, M. A. M.; MARTINS, A. R. A. O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional. *In*: \_\_\_\_\_. (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília, Ipea, 2013.

COHEN, B. J.; BENNEY, T. M. "What does the international currency system really look like? **Review of International Political Economy**, v. 21, n. 5, 2014.

COOMBS, C. A. **The arena of international finance**, NY, John Wiley Sons, 1976.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PHILON, D. O sistema monetário internacional e seu caráter hierarquizado. *In*: CINTRA, M. A. M.; MARTINS, A. R. A. (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília, Ipea, 2013.

DINCER, N.; EICHENGREEN, B. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. **International Journal of Central Banking**, v. 10, n. 1, mar. 2014 [2010].

GRIMES, W. W. The Asian Monetary Fund reborn? Implications of Chiang Mai Initiative Multilateralization. **Asia Policy**, v. 11, 2011.

DOWNS, A. **Inside bureaucracy**. Boston: Little Brown, 1967.

DURAN, C. V. **A moldura jurídica da política monetária**. São Paulo: Direito GV-Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. The international lender of last resort for emerging countries: a bilateral currency swap? **GEG working paper**, n. 108, University of Oxford, 2015a.

\_\_\_\_\_. Avoiding the next liquidity crunch: how the G20 must support monetary cooperation to increase resilience to crisis. **GEG/BSG Policy Brief**, University of Oxford, October 2015b.

EICHENGREEN, B. **Exorbitant privilege**: the rise and the fall of the dollar and the future of the International Monetary System. Oxford: Oxford University Press, 2011.

GIANVITI, F. Special Drawing Rights. *In*: EFFROS, R. C. (Org.). Current legal issues affecting central banks. **IMF Working Paper**, v. 5 (EPub), 1998.

GOLD, S. J. Development of the SDR as reserve asset, unit of account and denominator: a survey, 16. **The George Washington International Law Review**, 1, 1981-1982.

HAAS, P. M. Introduction: epistemic communities and international policy coordination. **International Organization**, v. 46, n. 1, Knowledge, Power, and International Policy Coordination, 1992.

HAMEIRI, S.; WILSON, J. D. The contested rescaling of economic governance in East Asia: a special issue. **Australian Journal of International Affairs**, 2015

HELLEINER, E. **The status quo crisis**: global financial governance after the 2008 crisis. Oxford: Oxford University Press, 2014.

\_\_\_\_\_. Political determinants of international currencies: what future for the US dollar? **Review of International Political Economy**, v. 15, n. 3, 2008.

HENNING, C. R. The global liquidity safety net: institutional cooperation on precautionary facilities and central bank swaps. **CIGI paper**, n. 5, mar. 2015.

\_\_\_\_\_. **The exchange stabilization fund**: slush money or war chest? Washington: Peterson Institute for International Economics, 1999.

IEO–INDEPENDENT EVALUATION OFFICE OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND. **IMF response to the financial and economic crisis**: evaluation report. Washington DC: IMF, 2014.

\_\_\_\_\_. The role of the IMF as trusted advisor. Washington DC, IMF, 2013.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. Review of the method of valuation of the SDR – initial considerations. **IMF Policy Paper**, August 3, 2015.

\_\_\_\_\_. Review on flexible credit line, the precautionary and liquidity line, and the rapid financing instrument. **IMF Policy Paper**, Washington DC, 2014.

\_\_\_\_\_. Assessing Reserve Adequacy-Further Considerations. **IMF Policy Paper**, Washington DC, 2013.

\_\_\_\_\_. **Enhancing international monetary stability** – a role for the SDR? Washington DC: IMF, Strategy, Policy, and Review Department, Jan. 2011.

\_\_\_\_\_. **The fund's mandate** – the future financing role: reform proposals. Washington DC: IMF – Finance, Legal, and Strategy, Policy and Review Departments, 2010a.

\_\_\_\_\_. **Capital inflows: the role of controls.** Washington DC: IMF – Research Department, 2010b.

KEOHANE, R. **After Hegemony: cooperation and discord in the world political economy.** Princeton: Princeton University Press, 2005 [1984].

KEOHANE, R; NYE, J. S. **Power and interdependence.** NY: Longman, 2012 [1997].

KINDLEBERGER, C. **The world in depression 1929-1939.** Berkeley/Los Angeles: University of California Press, 2012 [1973].

KINDLEBERGER, C.; ALIBER, Z. R. **Manias, panics, and crashes: a history of financial crises.** Nova York: Palgrave Macmillan, 2011 [1978].

LASTRA, R. **International Financial and Monetary Law.** Oxford: Oxford University Press, 2015.

LAURENS, B.; ARNONE, M.; SEGALOTTO, J-F. **Central bank independence, accountability, and transparency: a global perspective.** Nova York, NY: Palgrave Macmillan, 2009.

LIAO, S.; McDOWELL, D. Redback rising: China's bilateral swap agreements and Renminbi internationalization. **International Studies Quarterly**, v. 1, n. 22, 2014.

MARCUSSEN, M. Scientization of central banking: the politics of a-politicization. *In*: MARCUSSEN, M.; DYSON, K. (Orgs.). **Central banks in the age of the euro: europeanization, convergence and power.** Oxford: Oxford University Press, 2009.

MCDOWELL, D. The US as “sovereign international last-resort lender”: the Fed's currency swap programme during the great panic of 2007-2009. **New Political Economy**, v. 17, n. 2, 2012.

\_\_\_\_\_. The emerging international liquidity network: central bank cooperation after the global financial crisis. CONFERÊNCIA ANUAL DA ASSOCIAÇÃO DE ESTUDOS INTERNACIONAIS, Louisiana, New Orleans, Feb. 2015. **Paper...** New Orleans, ISA, 2015.

MEHRLING, P. Elasticity and discipline in the global swap network. CONFERENCE CHINA AND THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM,

Shangai, 2015. **Working Paper...** Shangai, Development Research Foundation, Aug. 2015.

MOESSNER, R; ALLEN, W. Banking crises and the international monetary system in the Great Depression and now. **BIS paper**, v. 333, 2010.

NIELSEN, L. Classifications of countries based on their level of development: how it is done and how it could be done. **FMI paper**, v. 11, n. 31, 2011.

STIGLITZ, J. E. e membros da Comissão de Experts Financeiros da ONU. **The Stiglitz report: reforming the International Monetary and Financial Systems in the wake of the global crisis**. Nova York: New York Press, 2010 (“Stiglitz report”).

STRANGE, S. The politics of international currencies. **World Politics**, v. 23, n. 2, 1971.

OCAMPO, J. A. Building an SDR-based global reserve system. **Journal of Globalization and Development**, v. 2, 2010.

OCAMPO, J. A.; TITELMAN, D. Regional monetary cooperation in Latin America. **Asian Development Bank Institute**, n. 373, ago. 2012.

OTERO-IGLESIAS, M.; STEINBERG, F. Is the dollar becoming a negotiated currency? Evidence from the emerging markets. **Working paper**, v. 18, n. 3, 2013.

SUSSANGKARN, C. Chiang Mai Initiative Multilateralization: origin, development, and outlook. **Asian Economic Policy Review**, v. 6, 2011.

THORNTON, H. **An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain**. London: primary source edition, 1802.

TONIOLO, G. **Central bank cooperation at the Bank for International Settlements 1930 – 1973**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

WOODS, N. **The globalizers: the IMF, the World Bank and their borrowers**. Cornell University Press, 2006.

\_\_\_\_\_. Global Governance after the Financial Crisis: a new multilateralism or the last gasp of the great powers? **Global Policy**, v. 1, n. 1, 2010.