

Reformas lentas no Sistema Monetário Internacional (SMI)

*João Basílio Pereira**

Resumo: Este artigo trata das reformas do Sistema Financeiro Internacional (SFI) e do Sistema Monetário Internacional (SMI) que estão em discussão após a eclosão da crise financeira de 2007. O SMI recuou, nos últimos trinta anos, de um modelo cooperativo baseado em regras, vigentes durante o período de Bretton Woods, para um modelo disfuncional competitivo baseado em discricionariedade. Ao mesmo tempo foram adotadas medidas de desregulação, como por exemplo o *Financial Services Modernization Act* nos EUA, permitindo que mercados se tornassem superpostos e interligados por novos tipos de operações e produtos derivativos. Como resultado, a instabilidade do sistema aumentou em todas as direções até culminar na maior crise financeira e econômica da história, somente comparável aos episódios de 1929. A crise de 2007 reacendeu a necessidade de reforma e reorientou a agenda das nações e das instituições internacionais como FMI, Banco Mundial, BIS e a própria ONU. No entanto, como argumentaremos, as reformas em direção a um novo, mais seguro e equitativo sistema monetário internacional, com uma moeda supra-nacional, estão caminhando muito lentamente. O G20, principal meio de promover estas mudanças, tem oscilado nos seus diversos encontros, desviando-se de um objetivo superior, como a criação de uma moeda supranacional e todos os condicionantes que isso impõe, para tratar de temas pontuais. O resultado final é a observação de poucos progressos. Corremos o risco de repetir, por leniência, o mesmo caminho percorrido após a crise asiática de 1997: pensar que a crise passou e que o sistema financeiro e mundial voltou a funcionar adequadamente; até a próxima grande crise.

Palavras-chave: Sistema monetário; Economia internacional; Macroeconomia.

Classificação JEL: F33; F42; G15.

* Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Professor adjunto do Departamento de Economia, do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico e Vice-Chefe do Departamento de Economia da UFPR. Editor da *Revista Economia & Tecnologia* (RET). Endereço eletrônico: joaobasilio@ufpr.br.

1 Introdução

Decorridos quatro anos desde a deflagração em 2007 da maior crise financeira e econômica desde 1929, a qual atingiu os países centrais do capitalismo global, poucas reformas no sistema financeiro (SFI) e monetário (SMI) foram de fato implementadas. Enquanto alguns passos e progressos foram feitos em direção a reformas no SFI, em particular para garantir liquidez internacional em alguns centros financeiros, especialmente EURO e EUA, pouco progresso tem sido realizado para reformar o sistema monetário internacional (SMI) como um todo. Contribuem para isso razões de ordens técnicas, cujo desafio é lidar com a complexa estrutura e rede de relações financeiras entre nações e organizações públicas, mistas e privadas, bancárias, quase bancárias e financeiras, e razões de ordens políticas, cujo desafio consiste em organizar um mundo fragmentado politicamente em Estados-nação unidos assimetricamente em termos econômicos em um mercado global.

Neste artigo analisamos as reformas do SFI e do SMI em discussão, cada uma em uma seção separada. Evidentemente esta separação é didática, posto que na prática a interdependência entre os dois sistemas é muito grande.

A compreensão dos limites e desafios para reformar o sistema financeiro e monetário é de crucial importância para qualquer nação, especialmente num momento em que a falta de cooperação e regras internacionais empurra os Estados nacionais para soluções particulares. Exemplo de tais soluções são a competição cambial, o recrudescimento de barreiras ao comércio internacional como forma de fomentar a atividade econômica e o emprego local, a acumulação de reservas internacionais como forma de blindar as economias de crises cambiais e financeiras e a adoção de políticas macroeconômicas com objetivos locais, mas com efeitos adversos sobre as demais economias. Algumas dessas soluções são ineficientes do ponto de vista de bem-estar social e custam muito caro aos países. A manutenção de reservas elevadas, por exemplo, é em si uma estratégia cara, uma vez que o custo de carregamento das reservas é alto e de elevado risco, pois as moedas e os países lastros estão em crise. A manutenção de reservas só se justifica em um mundo onde o desorganizado sistema monetário internacional é incapaz de evitar grandes desequilíbrios nas balanças de pagamentos e volatilidade das taxas de câmbio. Numa ordem monetária internacional instável,

a acumulação de reservas parece oferecer, individualmente, mais benefícios que custos. No entanto, estes benefícios desapareceriam em uma ordem monetária estável e então os custos ficam evidentes.

Conforme argumentamos em outra ocasião (Pereima, 2011, p. 23), o SMI recuou, nos últimos trinta anos, de um modelo cooperativo baseado em regras, vigentes durante o período de Bretton Woods, para um modelo disfuncional competitivo baseado em discricionariedade. Há consenso sobre a necessidade de reformar ambos os sistemas, monetário e financeiro, mas não há acordo sobre os rumos a serem tomados. Considerável parte das reformas implementadas até o momento atinge majoritariamente o sistema financeiro, e foram adotadas muito mais como resposta imediata a problemas de solvência e liquidez do sistema financeiro em crise do que propriamente um processo planejado de mudança institucional, regulatória e operacional, dirigido para um fim previamente compreendido e desejado. Por exemplo, em 12 setembro de 2010 o *Basel Committee for Banking Supervision* atualizou o anexo (do Basileia III) que o comitê havia lançado um pouco antes, em 26 de julho de 2010, especificando em mais detalhes novos requerimentos de capital por parte dos bancos (basicamente aumentando a exigência de mais patrimônio líquido) e períodos de transição. No entanto o prazo para algumas implementações pode se estender até 2019, muito distante, portanto.

O advento da crise, ao expor a fragilidade do sistema mundial, deflagrou um intenso movimento pró-reformas e a organização de diversos fóruns de discussões, alguns oficiais, ligados a instituições como IMF, UN, BIS¹, e outros de iniciativa individual de grupos de especialistas e acadêmicos. Exemplo das primeiras iniciativas, oficiais, é o fórum permanente do IMF que trata de debater e publicar relatórios e textos sobre diferentes dimensões da reformas (*Key issues: Reforming the International Financial System*²), as publicações do *Financial Stability Board* (FSB), formado por instituições oficiais e bancos centrais da maioria dos países, a *UN Commission of Financial Experts*, instalada em 2008 e que culminou no chamado “Relatório Stiglitz”, nome derivado do seu então presidente. Exemplos das segundas iniciativas, particulares, são os relatórios e publicações do *Palais-Royal Initiative* (Boorman; Icard, 2011) e o relatório

1 International Monetary Fund (IMF), United Nations (UN), Bank of International Settlements (BIS).

2 Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/key/quotav.htm>. Acesso em: 05 de abril de 2012.

Reforming the International Monetary System (Farhi; Gourinchas; Ray, 2011), entre vários outros.

As reformas envolvem um amplo conjunto de questões, entre as quais as mais importantes e gerais são: a) gerenciamento de liquidez e risco das operações de mercado das instituições financeiras; b) regulação e supervisão destas instituições; c) gerenciamento da liquidez internacional no âmbito dos países, envolvendo engenharia institucional e definições de ativos de confiança; d) definição de regimes monetários e cambiais e respectivas moedas internacionais; e) sistema de regras que orientem a conduta dos países, corrijam e evitem desequilíbrios; f) legitimação de instituições internacionais supranacionais; e g) estratégias de transição para diferentes países entre o sistema atual e o novo, na hipótese de implementações de mudanças estruturais. Tratar de todas as questões em particular vai além dos objetivos deste artigo, e as limitações de espaço nos permitem apenas traçar um panorama geral das mudanças, que mesmo assim, poderá ser muito esclarecedora.

2 Da crise de confiança e liquidez à crise de acumulação

A compreensão das propostas de reformas e mudanças implementadas recentemente depende, obviamente, do diagnóstico que se faça das causas e da natureza da crise, e explicações diferentes, ou parciais, já foram dadas à crise de 2007. Convém, portanto, discerni-las.

Muito já se escreveu sobre a natureza e as causas da crise financeira, e em geral apontam-se cinco fontes, interagentes: crise de liquidez (Taylor, 2009) e crédito (Minsky, 2008[1986])³, crise de confiança (Strauss-Khan, 2008; Stiglitz, 2011b, p. 3)⁴, crise de regulação (Acemoglu, 2011; Friedman, 2011) e crise de acumulação de riqueza financeira (Belluzzo, 2009). Ainda entre os analistas, alguns afirmam que a crise ocorreu por omissão dos governos, desregulando e deixando as avaliações e gestão do risco às decisões de mercado, enquanto que

³ Esta obra de Minsky foi originalmente publicada em 1986 e não trata especificamente da crise de 2007. No entanto seu esquema analítico e descrição anatômica das crises financeiras tem sido largamente utilizado, especialmente por economistas pós-keynesianos, como uma das explicações da crise, a qual ocorre devido à inversão do ciclo de endividamento dos agentes: expansão do crédito gera o *boom* e depois, com passivos expostos, o colapso do crédito advém contaminando as expectativas pessimistas e arrastando a economia real para a recessão.

⁴ Dominique Strauss-Khan, à época diretor-gerente do FMI escrevendo para o *Project Syndicate/Europe's World*, 2008 (<http://www.project-syndicate.org>), expressiu através de um artigo traduzido pelo Jornal Valor Econômico de 06/11/2008 preocupações que eram comum a muitos analistas e dirigentes, de que a crise em curso também era uma crise de confiança: "A dinâmica do **medo** é potencialmente catastrófica, mas essa dinâmica pode ser rompida." (Negrito adicionado).

outros afirmam que ocorreu por ação, quando os governos adotaram políticas monetárias expansionistas e estimularam o crédito, principalmente quando Alan Greenspan esteve na presidência do FED de 1987 a 2006. Outros ainda distribuem as responsabilidades entre muitos agentes, quase todos, inclusive às famílias que entraram na onda especulativa e compraram imóveis (Stiglitz, 2011a). Para Stiglitz, a questão vai além de saber quem puxou o gatilho, pois a trama do crime é mais ramificada, podendo chegar ao fabricante do revólver.

Uma das principais revelações da crise financeira e econômica de 2007 foi mostrar ao mundo a incapacidade dos mecanismos de mercado de regularem sozinhos o nível de risco, os excessos de alavancagem e a falta de instituições e ativos que ofereçam liquidez necessária às operações no mercado financeiro das principais economias desenvolvidas. Além disso, uma combinação de ganância, corrupção⁵ e crença “ingênua”⁶ nos mecanismos de mercado levaram as diversas instâncias do mercado financeiro a criar produtos derivativos e esquemas de negócios que, com os estímulos monetários da era Greenspan, pavimentaram o caminho para a acumulação de um estoque de riqueza financeira sem igual na história do capitalismo. Totalmente descolada da economia real, a acumulação de riqueza se deu por um processo do tipo *bootstrap*, com criação de produtos artificiais cujos preços e rendimentos realimentaram a si mesmo, e cujo limite depende apenas do estado de confiança dos agentes no próprio sistema. Muitos diagnósticos, que serviram de base para as intervenções dos governos, afirmaram que a crise de 2007 era uma crise de confiança e que bastaria injetar liquidez e garantir o funcionamento de instituições privadas, mistas e públicas no mercado, para restabelecer a ordem e retomar a normalidade.

Aos poucos, porém, foi se consolidando a noção de que a crise é mais profunda e atinge os alicerces do processo de acumulação de riqueza, e que não basta apenas restaurar a confiança e a liquidez. É preciso também alterar a forma de funcionamento do sistema financeiro, o que implica em limitar o grau de liberdade dos agentes, aumentar a transparência das operações e aperfeiçoar as práticas de monitoramento. Mas se o objetivo das reformas for apenas

5 O relatório *The Financial Crisis Inquiry Report*, editado pelo governo americano e que resume o gigantesco trabalho da “Comissão Nacional sobre as causas da crise financeira e econômica nos Estados Unidos”, afirma claramente que: “We conclude there was a systemic breakdown in accountability and **ethics**” (FCIC, 2011, p. xxii, negrito adicionado).

6 Ingênua pelo menos por parte de muitos governos que, acalentados pelo otimismo geral dos mercados e o crescimento observado no mundo inteiro, acreditaram durante algum tempo que a economia estava sólida. Atualmente muitos governos, especialmente França e Alemanha, e mesmo o governo Americano, antes permissivos, insistem na adoção de fortes mecanismos de regulação do mercado financeiro.

restabelecer a confiança e a liquidez, voltaremos ao ponto inicial de um estoque irreal de riqueza financeira que continuaria a crescer descolado da economia real. Este erro já fora cometido uma vez, quando da crise asiática deflagrada em 1997. A restauração da confiança e da liquidez do sistema financeiro permitiu que os países asiáticos se recuperassem mais rapidamente do que na atual crise, com a Malásia sob o comando de Zeti Akhtar Aziz no Banco Central, apresentando a melhor performance e servindo de referência entre os países em crise. Se por um lado a recuperação rápida dos países asiáticos foi um resultado bom e desejável, por outro a ilusão de que o sistema financeiro era funcional foi rapidamente restabelecida, a confiança retornou e nada foi modificado. Apesar de muitas sugestões de reformas, quase nada foi feito no sistema financeiro entre a crise asiática e a crise global de 2007. Este risco de leniência existe hoje e há um perigo muito grande das reformas serem postergadas ou mesmo não acontecerem novamente, na medida em que os momentos mais dramáticos da crise estejam passando e a sensação de normalidade volte a reinar.

No intuito de proporcionar uma melhor compreensão das reformas em discussão convém separar, para fins didáticos, as diferenças que envolvem o SFI e o SMI. Por sistema financeiro internacional (SFI) estamos nos referindo ao conjunto de instituições e operações financeiras conduzidas por instituições públicas e privadas com interesses comerciais, de intermediação financeira, financiamento ao consumo, crédito imobiliário e investimentos, mercados de ações e bolsas mercantis que operam no mercado à vista, a termo e futuro, bem como o mercado de créditos securitizados, derivativos e seguros em geral. Em que pese a diversidade de instituições, produtos e formas de negociação, há uma característica que permeia o SFI que é o fato de envolver boa parte das operações de mercado do setor privado. Por sistema monetário internacional (SMI) estamos nos referindo ao conjunto de instituições nacionais e supranacionais e ao conjunto de regras que definem o uso de moedas como meio de troca e reserva de valor internacional, as relações entre as moedas nacionais entre si, os regimes cambiais e a coordenação de políticas macroeconômicas entre os Estados nacionais. Diferentemente do SFI, o que caracteriza o SMI é o conjunto de instituições, ativos e regras que regulam as relações entre os Estados e cuja solução, portanto, envolve fatores geopolíticos e macroeconômicos de grande complexidade, e cuja instância de solução é muito diferente das soluções de

caráter mais técnico, digamos assim, que envolvem o SFI.

3 Reformas no Sistema Financeiro Internacional

A reforma em discussão no sistema financeiro envolve propostas de criação de um mecanismo de provimento de liquidez para as instituições financeiras, o monitoramento e controle dos riscos das diversas operações financeiras, e um mecanismo de regulação ativa.

Tais propostas procuram restabelecer um ambiente operacional mais seguro, tal com aquele vislumbrado em 1933 nos Estados Unidos quando da adoção do *Banking Act*, também conhecido como *Glass-Steagall Act*. Esta lei, elaborada como resposta à crise de 1929, tinha como objetivo reformar o sistema financeiro americano da época, e reduzir o grau de especulação. A lei criou a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), responsável por assegurar depósitos bancários até o valor de US\$ 2.500 na época e que cobria a quase totalidade dos depósitos, e que fora aumentado para US\$ 100.000 em 1980 e para US\$ 250.000 em 2008. O *Glass-Steagall Act*, no entanto, foi mais importante por implementar uma grande reforma institucional do sistema financeiro americano, que previu a separação de atividades financeiras de diferentes naturezas em diferentes instituições. Em especial, separou e limitou as atividades bancárias propriamente ditas, com depósitos em conta corrente e crédito intermediado (atividade típicas de bancos comerciais), das atividades de seguro, financiamento aos investimentos e mercados de capitais. Isto mudou radicalmente em 1999, no auge das reformas neoliberais, quando da adoção do *Gramm-Leach-Bliley Act* (GLB), também conhecido como *Financial Services Modernization Act*, durante o governo de Bill Clinton. Em essência, o *GLB Act* removeu as barreiras de mercado impostas pelo *Glass-Steagall* e estimulou todo o tipo de fusão e combinação de atividades financeiras, ao permitir que fossem criadas empresas financeiras *holdings* que passaram a controlar, centralizadamente, diversos segmentos do mercado financeiro, como bancos de investimento, bancos comerciais, *leasing*, seguros e fundos de investimento.

No Brasil, em 1995, com o PROER e outras medidas posteriores, o sistema financeiro bancário foi reformado no mesmo sentido da reforma americana e permitiu a operação dos chamados bancos múltiplos, que passaram a abrigar,

embaixo de uma mesma *holding*, um gigantesco conglomerado econômico, com diversas atividades financeiras. As reformas americanas e em outros países foram até mais longe, na medida em que não observaram as regras prudenciais acordadas em Basileia (Suíça) em 1988, de forma que, livres de impedimentos legais e descomprometidos de regras prudenciais, os sistemas financeiros dos países passaram a ser praticamente administrados pelas próprias instituições financeiras com interesses individuais, sem capacidade e instrumentos para lidar com problemas sistêmicos.

Até março de 2012, de acordo com o BIS (2012), Argentina, Indonésia, México, Rússia, Turquia e principalmente os EUA, estão ainda nos estágios iniciais da implantação dos acordos de Basileia 2.5, com redação de documentos para serem colocados em audiência pública, enquanto os demais países já estão iniciando preparativos para adoção da versão Basileia III. A maioria das propostas de regulação que procuram impor limites e regular a atividade financeira após a crise de 2007, como a recente reforma implementada por Obama em 2010 (o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), lembram em muito o *Glass-Steagall*, pelo menos em seu espírito original, mas contextualizadas para uma ordem financeira internacional globalizada e um conjunto diversificado de instituições financeiras.

As reformas atuais procuram reorganizar o sistema financeiro em quatro grande eixos regulatórios: normatização; transparência e monitoramento; provimento de liquidez; e controle de riscos.

O maior desafio consiste na adequação de legislação e normas operacionais para funcionamento de mercados específicos. Dada a desregulamentação nos anos 1990, muitos mercados específicos se tornaram superpostos, capazes de encadear e transmitir riscos de um segmento para outro, como ficou claro no caso de contratos imobiliários (*mortgage*), que eram objetos de novos contratos derivativos oferecidos como alternativas de investimentos para clientes bancários e fundos de investimento. O encadeamento dos segmentos de mercado exige um maior esforço e integração das instituições reguladoras.

As propostas de reformas ainda não alcançaram o equilíbrio entre mais regulação e melhor regulação. A reengenharia regulatória depende da combinação adequada de dois importantes aspectos, cuja ausência de um deles pode comprometer o funcionamento do todo. Estes dois elementos são: a)

extensão ou cobertura das regras regulatórias que determinam as instituições e operações que deverão ser mais ou menos reguladas; e b) a estrutura regulatória ou o conjunto de instituições que irão, de fato, implementar e monitorar os mercados e instituições. Um problema a ser resolvido, tanto teórica quanto pragmaticamente, é se a forma institucional da estrutura regulatória será centralizada ou descentralizada. Tradicionalmente, a regulação tem-se especializado em três segmentos: bancária, seguros e mercados de capitais, com instituições e órgãos reguladores específicos emitindo normas específicas sem muita coordenação entre elas. Neste esquema regulatório não há garantias de que uma peça bem regulada será suficiente para garantir a estabilidade do sistema financeiro como um todo.

Além disto, em segmentos de mercados interconectados, uma regulação eficiente deverá ser capaz de atuar de forma contracíclica para evitar que períodos expansionistas culminem em baixa precificação de risco e excesso de alavancagem, como normalmente ocorre nas fases de *boom*, e evitar que períodos recessivos culminem em pessimismo alardeado com interrupção de crédito e elevação de risco após o estouro das bolhas. Mecanismos que evitem excessos nas duas pontas atenuam a amplitude das crises e seus efeitos destrutivos. Mas isso não é tarefa de instituições específicas, e talvez o escopo dos Bancos Centrais deva ser ampliado para além da estabilidade dos preços e do emprego. Um objetivo mais amplo requer a redefinição do papel dos Bancos Centrais para além da sua função básica de autoridade monetária (Blinder, 1999), bem como desenvolver novos instrumentos de política macro e microeconômica, o que exigirá novas teorias econômicas que vão além da política monetária tradicional. Um exemplo de um mecanismo de autocorreção de risco e alavancagem está sendo previsto no Basileia III, com a obrigatoriedade de um aumento progressivo de capital próprio dos bancos e instituições a medida que um ciclo expansionista se caracterize, evitando-se assim um excesso de alavancagem, no exato momento em que menos a economia precisa disto. Permanecem, no entanto, as dúvidas sobre como medir estes ciclos, o tamanho do aporte de capital, bem como quais instituições financeiras envolver (talvez valha a pena lembrar que o acordo de Basileia atinge essencialmente o setor bancário, apenas [Bis, 2011]) e como.

Mercados financeiros regulados devem ser capazes de garantir estabilidade e solvência tanto no nível das instituições, individualmente, quanto

no nível sistêmico, macroeconômico. Tentativas de extrair estabilidade sistêmica a partir de regulação prudencial de instituições individuais é reconhecidamente um processo falho, simplesmente pelo fato de que muitas vezes o aumento de risco das operações de uma instituição qualquer pode originar-se no plano macro. Um exemplo é quando um choque altera a rentabilidade e, portanto, o portfólio de uma instituição. Ao se desfazer de alguns ativos é possível dar início a um processo de deflação nos preços do ativo, levando a mais vendas e a mais quedas de preço. Tais corridas, por exemplo, podem ser acionadas por diferentes esquemas regulatórios implementados por diferentes países, induzindo a fluxos de capitais desestabilizadores.

As reformas no sistema financeiro mundial também estão sendo dominadas por demandas urgentes da crise financeira, em especial o provimento de liquidez quando o sistema sofre alguma crise. Muitas propostas de reformas defendem uma reengenharia institucional, envolvendo Bancos Centrais em escala local e instituições internacionais como FMI, BIS e Banco Mundial em escala global para garantir o bombeamento de liquidez em mercados em crise. O fornecimento de liquidez atua em dois níveis diferentes, mas interdependentes. No nível microeconômico, das instituições e de mercados específicos, e no nível macroeconômico de um país e de uma região inteira. A crise dos países asiáticos de 1997, que começou na Tailândia com a desvalorização abrupta do Thai Baht diante da impossibilidade do país manter seu regime de câmbio fixo, logo se disseminou para toda a região, atingindo Japão, Coreia do Sul e outras importantes economias. Nestes casos, dificilmente um colapso do sistema financeiro e suas instituições local será evitado se não houver uma ação macroeconômica orquestrada entre os Bancos Centrais e outras fontes globais de liquidez.

Mas a estabilidade do sistema financeiro não será obtida apenas por regulação e medidas prudenciais exclusivamente dirigidas para as instituições financeiras. Envolverá também uma reforma no sistema monetário internacional, onde instituições globais e coordenação de políticas macroeconômicas entre nações são necessárias. Um campo em que houve, também, um grande recuo desde a década de 1970.

4 Reformas no Sistema Monetário Internacional

As propostas de reformas no sistema monetário internacional têm sido mais amplamente debatidas do que as reformas no sistema financeiro, que em geral envolvem conhecimento muito especializado. Porém, elas têm evoluído muito mais lentamente. A razão é que reformas no sistema monetário internacional envolvem interesses nacionais e as respostas dos Estados-nação são mais lentas devido a restrições políticas, multiplicidade de interesses, assimetrias e necessidades de acordos abrangentes para funcionar.

No passado recente, pré-crise financeira de 2007, houve várias tentativas de reformas do sistema, todas fracassadas, e uma quantidade maior ainda de discussões e propostas de alterações no sistema. A diferença entre antes e depois da crise tem sido o ressurgimento de um senso de urgência no avanço destas reformas, como é deixado claro no relatório do *Palais-Royal Initiative*: “Most of the problems described above are not new, but the consequences of not addressing them are increasing and inhibiting the realization of the full benefits of globalization” (Boorman; Ícard, 2011, p. 13).

A disfuncionalidade do atual sistema monetário internacional foi exposta durante a crise de 2007, em vários momentos e instâncias. As principais deficiências, sobre as quais as diversas propostas de reformas devem ser dirigidas, envolvem diversos aspectos.

Provisionamento de liquidez internacional: diante da incapacidade do atual sistema financeiro e monetário de evitar crises que conduzem ao colapso da liquidez das instituições financeiras, os principais Bancos Centrais foram forçados a agir às pressas em sucessivas intervenções que ao fim mobilizaram mais de 4 trilhões de dólares e a perda de controle sobre as dívidas públicas. Simultaneamente, o FMI abriu e expandiu linhas de financiamento para ajudar a socorrer diversas economias, inclusive economias em países em desenvolvimento não envolvidas na geração da crise. Exemplos destes novos instrumentos de provimento de liquidez são a *Flexible Credit Lines* (FCLs), *Precautionary Credit Lines* (PCLs), o *Global Stabilization Mechanism* (GSM) e a expansão do *New Arrangements to Borrow* (NAB), onde diversos países membros contribuem com oferta de fundos denominados em SDR⁷, para fortalecer o caixa do FMI a ser

⁷ SDR: *Special Drawing Right* (direito especial de saque). Moeda supranacional utilizada pelo FMI para suas operações financeiras tradicionais.

utilizado em momentos de dificuldade. Exemplo de proposta para solução do problema de provimento de liquidez é Farhi, Gourinchas and Ray (2011). Em geral, tais reformas podem contribuir para melhorar a estabilidade do sistema ou reduzir a amplitude das crises, mas não resolvem todo o problema. Que é necessário reformar as instituições globais para atuar de forma mais incisiva em momentos de crise sistêmica, não resta dúvida. No entanto, como se reconhece, não é possível constituir um sistema monetário e financeiro internacional sólido e estável oferecendo liquidez ilimitada, sob o grave risco de incorrer em risco moral no sistema como um todo. É necessário mais do que isso.

Definição de ativos de reserva para uma economia globalizada e respectivos lastros: a definição dos ativos de reservas é um dos pontos mais críticos do sistema monetário internacional e um dos temas que tem recebido uma quantidade enorme de sugestões. Em parte o problema de provimento de liquidez no sistema mundial também ocorre pela inexistência de um ou mais ativos amplamente reconhecidos, confiáveis, onde os países possam armazenar suas reservas (Moghadam, 2010). Desde Bretton Woods o dólar tem representado este papel, mas sujeito a limites graves como é o caso do dilema de Triffin, segundo o qual um único país não é capaz de fornecer liquidez internacional suficiente emitindo moeda sem causar sérios problemas à sua própria economia, como por exemplo inflação. Várias propostas têm sugerido que o FMI, com o apoio dos países membros, passem a usar o SDR como um ativo internacional de reserva de valor, como uma alternativa ao uso de moedas nacionais e até mesmo como uma alternativa de um sistema monetário multinacional, formado por uma cesta de moedas: dólar, euro, yuan, yen, real, libra etc.. A dificuldade principal na definição de um ativo ou moeda com funções de reserva internacional consiste em definir seu emissor responsável, uma regra para emissão e seu lastro. Durante o período de Bretton Woods e fora dele, desde 1870 até 1970, o ouro constituiu o lastro principal que forneceu credibilidade às moedas dos países. As emissões de ouro dependiam da produção das minas e a migração de ouro entre os países do seu comércio internacional. De 1970 a 2012 o dólar continuou sendo usado tendo a própria economia americana, em particular os títulos do tesouro americano, como lastro, carregando junto as restrições impostas pelo dilema de Triffin. A crise de 2007 minou a credibilidade no lastro-país, empurrando o mundo atual para uma busca acelerada por novas moedas internacionais e

seus respectivos lastros (Pereima; Curado, 2012). As propostas de uso do SDR como ativo de reserva internacional precisam ainda lidar com o problema da fonte de credibilidade e isto significa desenvolver um mecanismo de garantia que envolva a participação de nações soberanas as quais, em alguma instância, devem abrir mão de suas preferências individuais em nome da manutenção da estabilidade da economia global. Não é uma tarefa política fácil realizar no mundo fragmentado de hoje, embora historicamente os acordos de Bretton Woods sejam uma prova concreta de que isto é possível.

Moedas e regimes cambiais: além de encontrar uma alternativa para reserva de valor internacional o sistema monetário internacional precisa encontrar uma moeda que também possa ser usada para liquidar transações econômicas de forma a suprir as duas funções básicas de uma boa moeda: ser um ativo seguro, com liquidez e servir como unidade de conta e manuseada nas trocas. Isto envolve definir o funcionamento de um regime cambial articulado internacionalmente, que tanto pode ter uma inclinação para um regime fixo, quanto para flutuante. O problema com regimes flutuantes é que os países, ao adotarem políticas cambiais discricionárias voltadas para interesses próprios, podem de fato inviabilizar o SDR como uma moeda de troca internacional, pois sua função de reserva de valor é comprometida quando outras moedas nacionais se valorizam. Assim, o uso de uma moeda “artificial” supranacional qualquer, como poderia ser o SDR, esbarra na definição de um regime cambial estável entre as moedas nacionais, semelhante ao que vigorou no período de Bretton Woods. Está é uma dificuldade grande, num mundo globalizado, com mercados financeiros e com um estoque de ativos financeiros muitas vezes superiores à economia real. Um problema a ser resolvido para as reformas avançarem.

Mecanismos de correção de desequilíbrios entre balanços de pagamentos: após o fim do regime de Bretton Woods em 1971, teve início a fase de flutuação cambial que já dura quase 42 anos. Muitos países tentaram evitar a flutuação cambial e seus impactos negativos, mas as tentativas duraram poucos anos. Os enormes fluxos de capitais, operados por instituições financeiras globais e fundos gigantescos de investimento tornaram difícil e custosa, senão impossível, a tarefa de regular o preço da moeda através de operações de compra e venda de divisas pelos Bancos Centrais. As sucessivas crises cambiais e financeiras dos anos 1990/2000 são parte desta história. Não restou aos países outra alternativa

senão acumular reservas internacionais como estratégia de defesa à flutuação cambial. Além disto, a acumulação de reservas também tem sido uma fonte de recursos para modelos de crescimento baseados em exportações muito bem administrados na região da Ásia. Emergiu deste cenário um sistema monetário internacional deformado, com alguns países detendo boa parte das reservas internacionais, enquanto que outros, gerando sistemáticos déficits, exportam suas reservas correndo o risco de sofrer crises cambiais. É claro que tal assimetria não é sustentável no longo prazo, pois ela favorece unilateralmente algumas economias e penaliza outras. A credibilidade de uma moeda supranacional, nos termos acima, depende também da correção dos enormes desequilíbrios na formação das poupanças externas, onde China, Japão, Rússia, Taiwan, Coreia, Brasil e Alemanha estão entre as maiores reservas.

Coordenação e regras para políticas macroeconômicas em economias interdependentes: sejam quais forem os motivos, defesa contra instabilidade ou fomento de exportação e crescimento, o fato é que tais estratégias de acumulação de reservas envolvem políticas macroeconômicas discricionárias por parte dos países. Na ausência de cooperação internacional, não apenas no plano dos regimes cambiais, mas também no conjunto das políticas macroeconômicas, dificilmente se obterá um sistema mundialmente estável onde o capital financeiro tenha pouco espaço de arbitragem para explorar diferenças entre países. Há, portanto, uma importante complementaridade entre uma moeda internacional estável e a coordenação de políticas macroeconômicas. Países interessados em impulsionar e acelerar o ritmo de crescimento podem criar um diferencial de juros muito grande ou ainda criar bolhas em mercados locais que podem culminar em crises financeiras. Dependendo do grau de interdependência, crises financeiras locais podem ter efeitos em outras economias. Há um temor sobre a existência de uma bolha de crédito na China, que a depender da veracidade e tamanho pode ter graves consequências sobre o resto do mundo, particularmente num momento de hipersensibilidade das expectativas como é hoje. Se as políticas macroeconômicas forem decididas discricionariamente, sem um mínimo de consenso e consultação entre os países, a tendência é de um agravamento das relações internacionais e um passo a mais para a criação de um sistema econômico com maior grau de competição entre nações do que o já existente. O ambiente macropolítico dificultará qualquer avanço em todas as demais áreas acima.

Estabilidade global versus políticas macroeconômicas locais: de acordo com Mundell (1968), há uma incompatibilidade ou restrição para a coordenação global em um mundo de países soberanos dada pela impossibilidade de atender a três desejáveis objetivos simultâneos: sistema financeiro estável, integração financeira e prevalência de preferências soberanas. Aplicando-se esta impossibilidade à história do sistema monetário internacional, podemos constatar que o regime de Bretton Woods adquiriu estabilidade com reduzida integração financeira (baixa mobilidade de capitais), com muitos países abrindo mão de preferências individuais, aceitando as regras impostas pelo acordo para manter os balanços de pagamentos em equilíbrio e as moedas estáveis. No entanto, o atual sistema monetário e financeiro mundial opera num contexto de prevalência quase que inequívoca das preferências individuais em um sistema integrado, sujeito à enorme instabilidade. O triângulo de Mundell é uma pista para se obter um sistema monetário mais estável. Ele inevitavelmente exige um maior grau de cooperação entre os países e a criação de instituições supranacionais com legitimidade suficiente para fazer valer regras e mecanismos corretivos de desvios de conduta por parte de países isoladamente, como por exemplo, os grandes desequilíbrios nas balanças de pagamentos atualmente, que estão por trás da assimétrica distribuição da poupança mundial. Há uma dificuldade de partida para as reformas atuais, pois não basta determinar as condições ideais de funcionamento de um novo sistema monetário, mas também prever os processos de transição de forma que os países hoje responsáveis pelas assimetrias e fontes de instabilidade corrijam suas políticas macroeconômicas.

Regulação e monitoramento global: por fim, simultaneamente à coordenação macroeconômica, a sobrevivência de um sistema estável dependerá também de um esquema de monitoramento e regulação que funcione internacionalmente. Isto requer normas operacionais e critérios de avaliação de riscos globalmente compartilhados e instituições que operem internacionalmente, acima de qualquer conflito de interesses. Esta exigência hoje não é satisfeita, por exemplo, pelas agências privadas de *ratings*, que tiveram participação ativa na geração da crise. Os acordos de Basileia caminham nesta direção, ao compartilhar normas e critérios.

5 Pequenos avanços via G20

As reformas no sistema financeiro e monetário mundial sempre estiveram na pauta das discussões macroeconômicas internacionais. Mas na agenda política das nações a implementação de reformas flutuou conforme as circunstâncias e praticamente saiu das agendas internacionais por muitas décadas, até eclodir a crise de 2007. Um ponto de inflexão importante para o reaparecimento da agenda de reformas foi a reunião de cúpula do G20 realizada nos dias 14 e 15 de novembro de 2008 em Washington-EUA, na qual o presidente do Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva teve um importante papel articulador. O G20 foi criado ainda em 1999 como um fórum que reunia ministros de finanças e presidentes dos Bancos Centrais dos países, e foi uma resposta à crise asiática de 1997, a qual exigiu uma reação coordenada de políticas macroeconômicas e dos Bancos Centrais para conter o efeito contágio e para socorrer os países afetados. Apagado o incêndio financeiro de 1997, houve uma acomodação na agenda de reformas, por conta de uma falsa sensação de que o sistema financeiro internacional havia voltado à normalidade. O mundo então foi chacoalhado por um terremoto de gigantescas proporções em 2007, e os líderes políticos das nações finalmente acordaram e tomaram ciência dos verdadeiros problemas existentes no sistema financeiro e monetário mundial. O G20 somente se tornou um fórum importante, capaz de promover alguma mudança, após a reunião de cúpula de 2008.

O G20 tem sido uma instância de decisão importante, também, pelo fato de que este fórum possibilitou preencher um vácuo no sistema de governança global criado pelo enfraquecimento de instituições como o Banco Mundial e o FMI, cujo modelo decisório e forma de representação tem sido criticado por muitos países, especialmente pela excessiva influência que poucos países como EUA, França, Alemanha e Inglaterra possuem, alguns com poder de veto. O FMI fora muitas vezes criticado por representar mais o interesse destas nações do que os interesses do sistema monetário internacional como um todo. Além disso, e por isso mesmo, o FMI carece de instrumentos de intervenção, de legislação internacional e reconhecimento ou legitimação para atuar como uma instituição supranacional. O G20 foi também uma resposta improvisada dos líderes políticos à falência das instituições internacionais, que carecem de poder de ação.

Passados quase quatro anos desde a primeira reunião de cúpula,

poucos progressos foram realizados em direção à reforma do SFI e SMI. O tema dominante de algumas das principais reuniões de cúpula foram: em setembro de 2009, em Pittsburg-EUA, o encontro tratou de uma “reforma radical” no FMI; em novembro de 2010, em Seul, o tema dominante foi a guerra cambial e as políticas de desvalorização cambial decorrentes da política monetária americana expansionista no pós-crise; em novembro de 2011, em Cannes-França, o tema principal foi o planejamento e monitoramento da cooperação internacional. Os resultados, até o momento pífios, podem ser resumidos no seguinte: nenhuma reforma radical do FMI foi feita tal como acordado em 2009; os países apenas assinaram coletivamente uma carta de intenção ao final da reunião de 2010, afirmando que cada um individualmente iria se esforçar para tentar evitar desvalorizações competitivas, muito embora Zou Xiaochuan, presidente do Banco Central da China, tenha declarado que as desvalorizações cambiais intentadas pelos EUA a partir de 2010 podem ser uma coisa boa no longo prazo; após debater sobre planos e monitoramento, os países acabaram por concordar que o uso de controles de capitais é uma estratégia admissível quando países estão em crises financeiras, uma conclusão óbvia e que na prática vem sendo adotada por vários países desde que o câmbio começou a flutuar, de forma que a reunião de 2011 fez chover no molhado.

Se o objetivo dos encontros de cúpula for mesmo a reforma do sistema financeiro e monetário internacional, então a pauta e a forma de encaminhamento dos acordos deveriam mudar nas próximas reuniões, que agora passam a ocorrer uma vez por ano apenas, e não mais duas. As próximas reuniões deveriam ter como tema principal a criação de uma moeda supranacional. O G20 somente terá um papel efetivo na história do início do século XXI se ele for capaz de catalisar uma mudança de grandes proporções na economia mundial, em direção à uma ordem econômica mais estável e equitativa entre as nações. A definição de uma moeda supranacional, aparentemente uma questão técnica, constitui-se de fato uma decisão de grandes efeitos, pois irá condicionar o comportamento das políticas macroeconômicas discricionárias dos países, forçará a criação de mecanismos de correção de desequilíbrios internacionais, exigirá o redesenho das instituições internacionais e uma série de normas e instrumentos de regulação para monitoramento da atividade global. Um passo histórico gigantesco, para a humanidade, será a criação de uma moeda global, planetária. O momento atual

é propício e o passo à frente poderá ser dado pelo G20 ou uma versão ampliada, onde pequenos países com características e interesses afins possam se reunir e ser representados por delegados escolhidos entre eles.

Referências

- Acemoglu, Daron (2011). “The crisis of 2008: lessons for and from economics”. In Friedman, Jeffrey; Posner A. Richard (Ed.) (2011). *What cause the financial crisis*. EUA: University of Pennsylvania Press.
- Bank of International Settlements (BIS) (2011). “Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems”. URL [on-line]: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
- Bank of International Settlements (BIS) (2012). “Progress report on Basel III implementation”. URL [on-line]: <http://www.bis.org/publ/bcbs215.pdf>.
- Belluzzo, Luiz Gonzaga (2009). *Os antecedentes da tormenta: origens da crise global*. São Paulo: Editora Unesp.
- Bhidé, Amar (2011). “An accident waiting to happen: securities regulation and financial deregulation”. In Friedman, Jeffrey; Posner A. Richard (Ed.) (2011). *What cause the financial crisis*. EUA: University of Pennsylvania Press.
- Blinder, Alan (1998). *Central Banking in theory and practice*. Massachusetts: MIT Press.
- Boorman, Jack; Ícard, André (2011). *Reform of the International Monetary System: the Palais-Royal Initiative*. Nova Deli: SAGE Publications India Pvt Ltd.
- Farhi, Emmanuel; Gourinchas, Pierre-Olivier; Rey, Hélène (2011). *Reforming the International Monetary System*. London: Centre for economic Policy Research. URL [on-line]: <http://www.cepr.org/pubs/books/P226.asp>.
- Fischer, Stanley (2001). “The International Financial System: crises and reform”. *The Robbins Lectures*, October: 29-31, 2001. URL [on-line]: <http://www.iie.com/fischer/pdf/fischer178.pdf>. Acesso em: 05 de abril de 2012.
- Friedman, Jeffrey (2011). “Capitalism and the crisis: bankers, bonuses, ideology, and ignorance”. In Friedman, Jeffrey; Posner A. Richard (Ed.) (2011). *What cause the financial crisis*, EUA: University of Pennsylvania Press.
- International Monetary Fund (2010). “Reserve accumulation and international monetary stability, International Monetary Fund (IMF), strategy, policy and review department, approved by Reza Moghadam”. URL [on-line]: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>.
- Minsky, Hyman (2008)[1986]. *Stabilizing an unstable economy*. EUA: McGraw-Hill.
- Mundell, R. (1968). *International economics*. New York: Macmillan.

- Pereima, João B. (2011). “Desafios atuais para o Sistema Monetário Internacional”. *Revista Economia e Tecnologia* 7(4): 17-26.
- Pereima, João B.; Curado, Marcelo; (2012). Sistema Monetário Internacional, cooperação e competição: um ensaio sobre guerra cambial. Curitiba: [mimeo], Universidade Federal do Paraná.
- Stiglitz, Joseph E. (2011a). “The anatomy of a murder: who killed America’s economy”. In Friedman, Jeffrey; Posner A. Richard (Ed.) (2011). *What cause the financial crisis*. EUA: University of Pennsylvania Press.
- Stiglitz, Joseph E. (2011b). *The Stiglitz report: reforming the International Monetary and Financial Systems in the wake of global crisis*, UN Commission of Financial Experts. New York: The New Press.
- Taylor, John (2009). *Getting off track: how government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*. Standford: Hoover Institution Press.
- Strauss-Kahn, Dominique (2008). “Para enfrentar o medo”. *Valor Econômico*, 06/11/2008.

