

A REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL*

José Antonio Ocampo**

Este estudo argumenta em favor de uma reforma global, porém evolutiva, do atual sistema monetário internacional. Incluiria seis áreas: *i*) um sistema internacional de reservas baseado na emissão anticíclica a maior emissão da história de direitos especiais (DES) e também são a fonte de financiamento das linhas de crédito do Fundo Monetário Internacional (FMI); *ii*) mecanismos mais amplos de cooperação da política macroeconômica incluídos no FMI; *iii*) um sistema de taxa de câmbio entre os principais países, com base em um sistema de taxas de referência; *iv*) a regulamentação transfronteira das finanças; *v*) a disponibilização de adequado financiamento da balança de pagamentos durante as crises; e *vi*) o provimento de mecanismos internacionais adequados de renegociação da dívida. Isto deve ser acompanhado por uma reforma institucional, que incluiria, por sua vez: *i*) a transição do Grupo dos 20 (G20) para um órgão mais representativo, que deve fazer parte do sistema da Organização das Nações Unidas (ONU); *ii*) uma reforma contínua das instituições de Bretton Woods, para tornar sua estrutura de votação mais coerente com a economia global contemporânea; e *iii*) uma arquitetura de múltiplas camadas, em que as instituições globais interajam com um conjunto mais denso de acordos regionais.

Palavras-chave: Sistema Monetário Internacional, reforma, Fundo Monetário Internacional, Direitos Especiais de Saque.

REFORMING THE INTERNATIONAL MONETARY SYSTEMⁱ

This paper argues in favour of a comprehensive yet evolutionary reform of current international monetary system. It would include six areas: (i) an international reserve system based on the counter-cyclical issuance of SDRs that are also the source of financing for IMF credit lines; (ii) broader mechanisms of macroeconomic policy co-operation embedded in the IMF; (iii) an exchange rate system among major countries based on a system of reference rates; (iv) regulating cross-border finance; (v) offering appropriate balance of payments financing during crises; and (vi) providing adequate international debt workout mechanisms. This should be matched by an institutional reform that would include, in turn: (i) the transition from the G20 to a more representative body, which should be part of the UN system; (ii) continued reform of the BWIs to make their voting structure more coherent with today's global economy' (iii) a multi-layered architecture in which global institutions interact with a denser body of regional arrangements.

Keywords: International Monetary System, reform, International Monetary Fund, Special Drawing Rights.

JEL: F50; F33

Rev. Tempo do Mundo, 3 (3): 57-98 [2011].

* O autor proferiu a 14ª Conferência Anual do World Institute for Development Economics Research (Wider) na sede da ONU, em Nova Iorque, em 9 de dezembro de 2010. Associado à United Nations University (UNU/Wider) desde sua formação, participou de projetos liderados por Gerry Helleiner e Lance Taylor e de uma conferência em honra de seu grande professor Carlos Díaz-Alejandro. O autor tem tido, desde então, a oportunidade de trabalhar com a UNU/Wider como pesquisador e funcionário da ONU. Este agradece à Fundação Ford por apoiar seu trabalho sobre este tema na Universidade de Columbia, bem como a muitas pessoas com quem tem debatido os temas abordados nesta palestra nos últimos anos e com quem tem aprendido muito, incluindo Yilmaz Akyüz, Amar Bhattacharya, Kemal Derviş, Barry Eichengreen, Roberto Frenkel, Kevin Gallagher, Stephany Griffith-Jones, Eric Helleiner, Jomo Kwame Sundaram, Peter Kenen, Jan Kregel, Isabelle Mateos y Lagos, Joseph E. Stiglitz, Lance Taylor e John Williamson.

** Professor da Universidade de Columbia, Nova Iorque.

i. As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*

1 O CONTEXTO

A recente crise financeira mostrou quão disfuncional é a atual arquitetura monetária e financeira internacional para gerir a economia global contemporânea. Apelos para a reforma desta arquitetura e os passos dados nesta direção são, portanto, bem-vindos. Solicitações semelhantes para a reforma foram feitas após as crises asiática, russa e latino-americana do final do século XX,¹ mas levaram, na melhor das hipóteses, a reformas marginais. O fato de que, desta vez, os países industriais estão no centro da tempestade tem levado a um conjunto mais amplo de iniciativas.

O colapso financeiro desencadeado pela crise no mercado de títulos – garantidos por hipotecas de alto risco (*subprime*), nos Estados Unidos, em agosto de 2007, e, principalmente, pelo colapso do Lehman Brothers, em setembro de 2008 – deixou claro que há um déficit significativo na regulamentação e na supervisão das atividades financeiras. O sistema bancário europeu também sofreu grandes problemas associados aos investimentos em ativos de alto risco emitidos nos Estados Unidos, à euforia imobiliária em um número de países e às expansões de crédito em vários países da Europa Central e Oriental, entre outros fatores.

Enquanto as políticas monetárias altamente expansionistas e as intervenções para resgatar instituições financeiras falidas nas economias industriais contiveram a hemorragia, elas só tiveram efeitos mistos na geração de fortes recuperações nestes países. Passos dados para voltar a regular (*re-regulate*) as finanças sob a liderança do Grupo dos 20 (G20), inclusive por meio do reformado Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board – anteriormente, fórum) e do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision), têm sido positivos, embora o caráter incompleto da agenda e a lentidão na implementação permaneçam como motivos de preocupação. Esforço significativo para reformar as linhas de crédito do Fundo Monetário Internacional (FMI), para aumentar os recursos disponíveis para esta instituição e para realizar a maior emissão da história de direitos especiais de saque (DES) também tem sido importante para realizações no campo monetário global.

No entanto, a expansão monetária em economias industriais e, particularmente, nos Estados Unidos tem tido grandes repercussões internacionais, que inflamaram o que veio a ser conhecido como a “guerra cambial”, termo cunhado em 2010 pelo ministro da Fazenda brasileiro, Guido Mantega. Isto, além dos debates sobre a contribuição dos desequilíbrios de pagamentos globais para a atual crise, bem como os apelos para reformas do papel do dólar americano na economia internacional, também deixou claro que o sistema monetário global,

1. Isso foi acompanhado por extensas discussões acadêmicas. Ver, entre outros, Kenen (2001), Eatwell e Taylor (2002) e Ocampo, Kregel e Griffith-Jones (2007).

igualmente, precisa de reformas profundas. Esta é uma área na qual a ação tem sido muito limitada até agora. Desde 2009, têm havido propostas para reformas profundas do sistema global de reservas, pelo diretor do Banco Central da China (XIAOCHUAN, 2009) e pela Comissão de Especialistas sobre Reformas do Sistema Monetário e Financeiro Internacional da Organização das Nações Unidas – em inglês UN Commission of Experts on Reform of the International Monetary and Financial System (UNITED NATIONS, 2009b), liderada por Joseph E. Stiglitz, entre outros. As guerras cambiais agora indicam que o sistema de taxa de câmbio internacional – ou melhor, o “não sistema”, já que envolve uma combinação de todos os regimes de taxas de câmbio possíveis – também pode precisar de uma revisão. E, em face da enxurrada de capital que receberam desde meados de 2009, muitos países emergentes e em desenvolvimento estão respondendo pelo fortalecimento ou pela reinstituição da regulamentação da conta de capital. Estas intervenções também podem estar gerando suas próprias repercussões internacionais, indicando que o financiamento transfronteira também pode exigir regulamentações próprias, de fato, como parte do esforço global para voltar a regular as finanças.

Essas evoluções indicam que quatro elementos centrais do sistema monetário global – os sistemas globais de reservas e de taxas de câmbio, a regulamentação da conta de capital e o financiamento de emergência da balança de pagamentos – estão intimamente vinculados. Isto se reflete, em primeiro lugar, no fato de que os países podem ajustar-se a variações nos choques externos, particularmente aqueles que vêm por intermédio das contas de capital, por meio de uma combinação de quatro mecanismos: *i*) absorver estes choques por meio de mudanças nas reservas internacionais; *ii*) permitir que suas taxas de câmbio flutuem; *iii*) controlar as entradas ou as saídas de capital; e *iv*) receber financiamento do FMI. Os vínculos entre os quatro elementos também refletiram na forma como o sistema monetário do pós-Guerra foi desenhado em Bretton Woods, que incluiu um padrão ouro-dólar, juntamente com o princípio de que as taxas de câmbio seriam fixas, mas poderiam ser ajustadas em face de desequilíbrios fundamentais da balança de pagamentos e da capacidade dos países em recorrer, a qualquer momento, à regulamentação dos fluxos de capital e ao financiamento limitado da balança de pagamentos pelo FMI.

O colapso do primeiro dos componentes da arquitetura monetária global no início dos anos 1970 deu lugar a um sistema no qual dólares totalmente inconvertíveis (fiduciário ou mandatário) passaram a estar no centro do sistema de reservas global – ainda que em potencial concorrência com outras moedas –, com flutuações da taxa de câmbio entre as principais moedas. Os membros do FMI foram então autorizados a adotar qualquer regime cambial que escolhessem, desde que evitassem “manipular” suas taxas de câmbio – termo que não possui, até agora, definição clara. Os Estados Unidos e o então diretor-geral do FMI, Michel

Camdessus, tentaram adicionar uma terceira perna ao sistema durante as reuniões do FMI, em Hong Kong, em 1997: o princípio de que as contas de capital devem ser liberalizadas. Eles falharam, mas a pressão do mercado e o pensamento econômico dominante, em grande parte, impuseram este princípio na prática.

A reforma monetária global deve incluir um quinto e essencial elemento: a cooperação da política monetária global. No entanto, embora tenha sido prevista no Convênio Constitutivo do FMI, tem sido historicamente limitada, até agora, a circunstâncias excepcionais – incluindo a atual crise financeira global – e tem contado com uma forma limitada de cooperação por meio de órgãos *ad hoc* (como o G7 e o G20, entre outros grupos econômicos), em vez de organizações multilaterais (o FMI, neste caso).

Assim, tem-se agora um sistema monetário global baseado em: *i*) um padrão dólar fiduciário (secundariamente, a concorrência de diferentes moedas em seus papéis de moedas de reservas); *ii*) a liberdade dos países para escolher o sistema de taxa de câmbio que preferirem, com taxas de câmbio flexíveis como um mecanismo dominante entre as principais moedas; *iii*) movimentos de capital, em grande parte, livres, ou a expectativa do mercado de que os países se movimentem nesta direção, mas com a capacidade destes em controlar os fluxos de capital; *iv*) o financiamento do FMI, que tem sido pequeno em relação à magnitude das crises das balanças de pagamentos contemporâneas; e *v*) a coordenação *ad hoc* da política macroeconômica em momentos de crise.

Por último, a crise em curso na Europa periférica lembra que não só a crise financeira global está longe de acabar, mas também que há duas lacunas adicionais na arquitetura monetária e financeira internacional. A primeira é a necessidade de pilares regionais sólidos, que têm sido preenchidos pela criação, como medida de emergência, do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (European Financial Stability Facility), que seria sucedido, em 2013, pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (European Stability Mechanism). Após sua própria crise, o Leste Asiático criou a iniciativa Chiang Mai, em 2000, à qual foi dada forma final multilateral em dezembro de 2009, mas não foi aproveitada durante a crise atual. A segunda lacuna é a falta de um arcabouço institucional regular para gerir o excesso de endividamento internacional (*debt overhangs*).

2 A NECESSIDADE DE UMA REFORMA ABRANGENTE, PORÉM EVOLUTIVA

A dinâmica da crise, assim, trouxe para o debate um número crescente de ingredientes da reforma monetária e financeira global, dos quais a maioria esteve fora da agenda durante períodos anteriores de turbulência. Isto representa uma oportunidade para empreender a difícil tarefa de negociar uma reforma abrangente. O que a torna viável é que muitos de seus elementos podem evoluir a partir de

alguns acordos existentes, como já vem acontecendo com a emissão de DES, com as novas linhas de crédito do FMI, com as novas diretrizes do Comitê de Basileia etc. O G20 e seus organismos associados têm avançado em outras áreas, incluindo novos mecanismos de coordenação de política macroeconômica, sobre os quais a comunidade internacional pode desenvolver-se. Assim, os avanços em curso criam a possibilidade real de reforma abrangente, porém evolutiva.

A reforma deve ter dois objetivos principais: a estabilidade macroeconômica e financeira global. O primeiro deve responder ao fato de que o sistema é fundamentalmente *internacional*, formado, portanto, com base em diferentes sistemas monetários *nacionais* (regional na área do euro e alguns outros casos), utilizando suas próprias moedas fiduciárias e sob as ordens de autoridades que, obviamente, determinam suas políticas com base nas próprias prioridades nacionais (ou regionais). O desafio é como fazer que este sistema seja consistente com um nível razoável de estabilidade macroeconômica *global*, evitando, assim, ambos os vieses (de expansão e de recessão) e os ciclos de negócios mundiais muito curtos, bem como picos inflacionários e deflacionários, garantindo, em particular, que os ajustes dos desequilíbrios da balança de pagamentos não tenham grandes repercussões globais. Por sua vez, cumprir o segundo objetivo significa que o sistema deve evitar, ou pelo menos mitigar, a volatilidade e o contágio financeiro, particularmente por meio da adequada regulamentação e supervisão prudenciais. Uma longa história de crises indica que as duas dimensões de estabilidade estão intimamente ligadas. Em ambos os casos, deve ser dada prioridade à prevenção de crises, mas a história indica também um déficit significativo de boas ferramentas para a gestão de crises.

Este estudo irá concentrar-se na primeira dessas dimensões de estabilidade, embora reconhecendo seus vínculos com a segunda. De fato, alguns dos elementos da reforma podem ser classificados sob qualquer uma das duas categorias. Assim, a regulamentação dos fluxos de capital pode ser vista como parte da arquitetura financeira ou monetária e é certamente parte da família da regulamentação “macroprudencial”. Isto também é verdade nos mecanismos de renegociação da dívida.

Portanto, uma reforma monetária global abrangente deve incluir cinco grandes objetivos: *i*) desenhar um sistema de reservas internacional que contribua para a estabilidade da economia internacional – em particular, por meio da provisão de liquidez internacional adequada e considerada justa por todas as partes; *ii*) criar mecanismos que facilitem a consistência das políticas econômicas nacionais dos principais países com a estabilidade dos sistemas da economia mundial; *iii*) em estreita relação a isto, e dado o papel central que desempenha nos ajustes de pagamentos, desenhar um sistema de taxa de câmbio que promova a estabilidade e evite repercussões negativas em outros países; *iv*) regulamentar as

finanças transfronteiras, a fim de não apenas facilitar o comércio, mas também mitigar o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capitais internacionais e os riscos que eles geram; e *v*) propiciar adequado financiamento de emergência da balança de pagamentos durante as crises internacionais, versão limitada da função que os bancos centrais realizam em âmbito nacional como credores de última instância. Visto que o financiamento de emergência é apenas uma boa alternativa quando as dificuldades de pagamento estão associadas a problemas de liquidez, o último objetivo interage de perto com um sexto, que, como observado, pode ser visto mais como ferramenta ou instrumento financeiro ou monetário: *vi*) a criação de mecanismos adequados de renegociação da dívida internacional para lidar com problemas de sobre-endividamento.²

Nas seções seguintes, abordar-se-ão brevemente esses objetivos e como eles interagem uns com os outros. A seção 3 irá analisar o sistema de reservas global. A seção 4 discutirá as questões interligadas de cooperação monetária e do sistema de taxa de câmbio. A seção 5 abordará a regulamentação da conta de capital. A seção 6 focará as questões interligadas de financiamento de emergência e renegociação da dívida. Isto será seguido por uma discussão do desenho institucional. O estudo termina com algumas breves conclusões.

3 O SISTEMA DE RESERVAS GLOBAL

Como já observado, o atual sistema de reservas global evoluiu a partir da decisão unilateral dos Estados Unidos, em 1971, de abandonar a paridade ouro-dólar e a conversibilidade de dólares em ouro para os governos e os bancos centrais estabelecidos em Bretton Woods, evoluindo, assim, para um sistema caracterizado por ser essencialmente baseado em dólares fiduciários. Embora as outras moedas possam competir com o dólar americano como meios de pagamento internacionais e potenciais ativos de reservas em moeda estrangeira, esta competição tem sido fraca devido às *externalidades de rede* no uso de moedas ao fato de que os Estados Unidos têm, de longe, o maior e mais líquido mercado de títulos do Tesouro. Durante a última década, mais de 80% das operações cambiais foram feitas em dólares americanos e cerca de dois terços das reservas cambiais têm sido nesta moeda. A outra característica é que as moedas de reservas alternativas flutuam umas contra as outras – uma questão que se vincula ao debate sobre o sistema de taxa de câmbio.

O sistema pode ser caracterizado como um enfrentamento de três problemas distintos, que, de fato, surgiram em uma sequência histórica (OCAMPO, 2010a; 2010b).

2. Essa agenda coincide, em parte, com o sugerido pelo FMI, que inclui o reforço da colaboração da política macroeconômica, da monitoração e da gestão dos fluxos de capital, melhorando a rede de segurança financeira global e fortalecendo o sistema financeiro por meio do aprofundamento dos mercados financeiros (*financial deepening*) e da diversificação de reservas e ativos (IMF, 2011b).

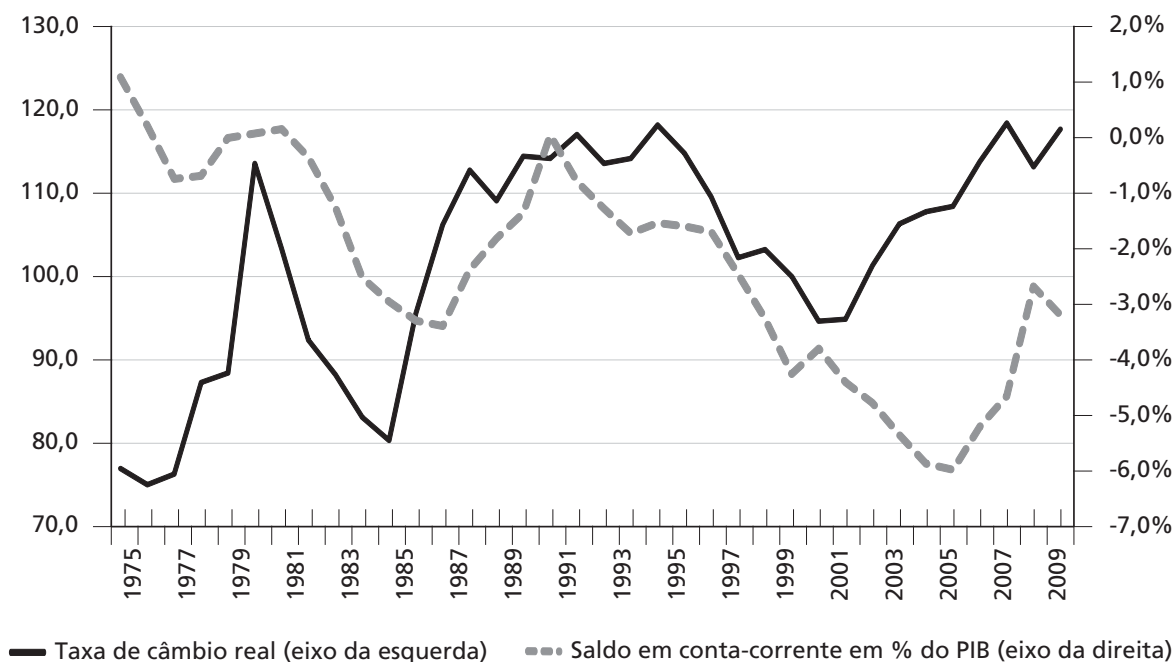
O primeiro é o problema que Keynes (1969) enfatizou em suas propostas para um sistema monetário global nos anos que antecederam o Acordo de Bretton Woods, e que, como ele apontou, foi também uma característica de todos os sistemas monetários internacionais que se conhecem: as pressões de ajustamentos assimétricos que ele impõe aos países deficitários *versus* os superavitários. Como os primeiros são forçados a se ajustar, enquanto os segundos não, isto cria uma clara pressão recessiva sobre a economia mundial. Este problema é, naturalmente, sentido com especial gravidade durante as recessões mundiais, quando se esgota o financiamento do déficit. Este problema pode ser chamado de “viés anti-keynesiano” do sistema.

O segundo problema é aquele gerado pelo uso de uma moeda nacional, o dólar americano, como a principal moeda internacional. Isto foi formulado em 1960 pelo economista belga Robert Triffin (1961; 1968) e veio a ser conhecido, portanto, como o “dilema de Triffin”. A questão essencial é que a provisão de liquidez internacional exige que o país (ou os países) de emissão de reservas mantenha déficit(s) na balança de pagamentos; seja na conta-corrente, seja na conta de capital. Na década de 1960, isto gerou uma tendência dos Estados Unidos em perder gradualmente as reservas de ouro. No entanto, se os Estados Unidos buscassem corrigir seu déficit para evitar a perda de reservas de ouro, teriam gerado uma escassez de liquidez internacional, talvez não diferente da “escassez de dólares” dos primeiros anos do período pós-Guerra. Após falharem em gerenciar a perda de reservas de ouro por meio de um arranjo parcialmente multilateral, o *gold pool*, os Estados Unidos finalmente tomaram a decisão de abandonar tal conversibilidade em 1971 (EICHENGREEN, 2007, cap. 2).

Isso mudou a natureza do dilema de Triffin. Os Estados Unidos foram, essencialmente, desprovidos de qualquer limitação efetiva para apresentar déficits na balança de pagamentos. Isto gerou tanto uma tendência de longo prazo ao aumento dos déficits em conta-corrente, quanto fortes flutuações na taxa de câmbio do dólar em relação a outras moedas. Ambos os problemas são apresentados no gráfico 1. O primeiro, pode-se afirmar que gera pressões expansionistas (e, sob certas condições, inflacionárias) em âmbito mundial, durante os períodos em que os Estados Unidos estiverem apresentando déficits. Por sua vez, reduções do déficit na conta-corrente do referido país sempre foram associadas a desacelerações ou a recessões mundiais – 1980-1982, 1990-1991, 2008-2009, mas muito menos em 2001. Assim, pode-se afirmar que o sistema se alterna entre tendências expansionistas e recessivas. A instabilidade da taxa de câmbio do dólar americano pode ser entendida, em termos do dilema de Triffin, como ciclos na confiança desta moeda como moeda de reservas. Isto também significa que o dólar carece, desde o início dos anos 1970, do que deveria ser uma característica essencial da moeda que está no centro do sistema monetário global: possuir valor estável.

GRÁFICO 1

Saldo da conta-corrente e da taxa de câmbio real dos Estados Unidos



Fonte: *International Financial Statistics* do FMI. Disponível em: <<http://www.imf.org>>

Obs.: A taxa de câmbio real é descrita aqui para mostrar um aumento quando há uma depreciação real (convenção oposta à usada pelo FMI). É calculada como o inverso da taxa de câmbio real estimada pelo FMI.

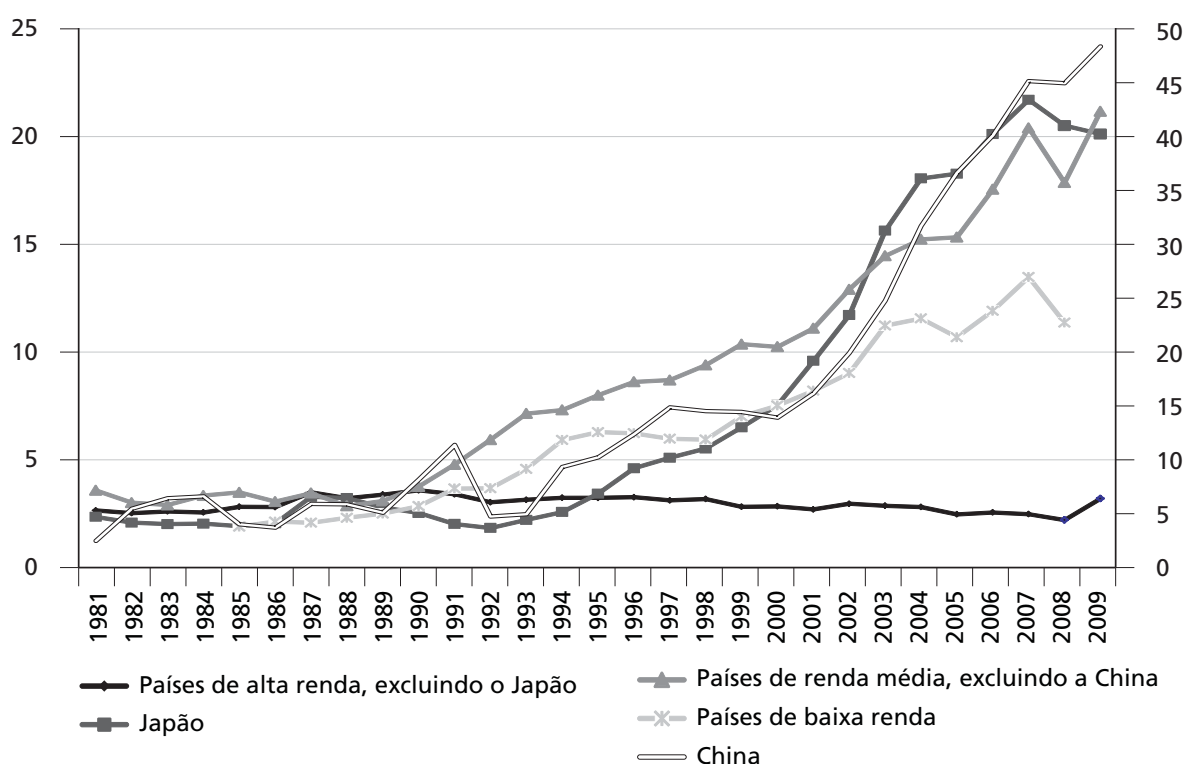
O fato de estar no centro do sistema gera várias vantagens para os Estados Unidos: a apropriação da senhoriação do uso do dólar como moeda global; a capacidade de tomar empréstimos a taxas de juros baixas; e o aumento da demanda para os serviços prestados por seu setor financeiro. Mas isto também tem custos, especialmente se envolve déficits em conta-corrente, como normalmente tem ocorrido nas últimas décadas, pois este é um vazamento na demanda agregada. Isto significa, por sua vez, que a eficácia de suas políticas expansionistas é reduzida pelas repercussões que suscitam sobre o resto do mundo durante os períodos de valorização do dólar. Isto foi o que aconteceu após o colapso do Lehman Brothers em setembro de 2008, o que implicou que parte do estímulo das políticas expansionistas dos Estados Unidos fosse exportada para o resto do mundo.³

O terceiro problema são as desigualdades geradas pela necessidade que os países em desenvolvimento enfrentam em acumular reservas cambiais para gerir as fortes oscilações pró-cíclicas dos fluxos de capital, que nada mais são do que transferências de recursos para os países emissores de reservas. Este fator de *desigualdade* se tornou muito visível na década de 1990 e, particularmente, no rescaldo de uma sequência de crises nos países emergentes, que começou no Leste

3. Isso é um problema para o país emissor de reservas, como apontado por Stiglitz (2006, cap. 9), e pode ser visto como uma falta de controle por parte do país emissor de reservas sobre sua balança de pagamentos, como ressaltado por Greenwald e Stiglitz (2010).

Asiático no final do século XX. Como mostra o gráfico 2, até a década de 1980, as reservas cambiais dos países de baixa e média renda não eram diferentes daquelas dos países de alta renda; cerca de 3% do PIB. Desde então, começaram a divergir, acentuadamente, a partir da crise asiática. Antes da crise financeira atual (final de 2007), países de renda média, excluindo a China, mantinham reservas, em média, equivalentes a pouco mais de 20% do PIB; e países de baixa renda, a mais de 13%. Com exceção do Japão, países de alta renda continuaram a manter reservas equivalentes a cerca de 3% do PIB.

GRÁFICO 2
Reservas internacionais de acordo com o nível de desenvolvimento
(Em % do PIB)



Fonte: *World Development Indicators* do Banco Mundial, com base em informações do FMI. Disponível em: <<http://www.worldbank.org>>.

Esse fenômeno, que veio a ser chamado de autosseguro (*self-insurance*), envolve não só a acumulação de reservas para enfrentar uma eventual parada súbita no financiamento externo, mas também a absorção, por meio da acumulação de reservas, grande parte do que os países consideram entradas de capital em excesso. A base de raciocínio desta política é evitar pressões de valorização e crescente déficit em conta-corrente durante os períodos de entrada de capital em expansão, que, tal como a experiência indica, são fortes preditores de crises durante a desaceleração do ciclo da conta de capital. Há evidência crescente de que fortes posições de reservas e ações no sentido de evitar a sobrevalorização e déficits em conta-corrente contribuíram significativamente para

um desempenho relativamente bom dos países em desenvolvimento, durante a recente crise financeira global.⁴ Então, em um sentido amplo, o autosseguro é nada mais que uma política macroeconômica prudencial ou anticíclica, visando moderar os efeitos domésticos dos fluxos de capital prócíclicos. Apesar deste efeito positivo, deve-se ressaltar que esta política gera “falácia de composição”: se muitos países adotarem uma política destinada a gerar excedentes ou pequenos déficits em conta-corrente, estarão contribuindo para a geração de desequilíbrios globais.

A superação desses problemas interligados exige uma reforma significativa do sistema de reservas global (EICHENGREEN, 2011, cap. 6). Neste sentido, existem dois caminhos básicos a seguir.⁵ O primeiro, de certa maneira, é a solução inercial; é reforçar o caráter potencial multimoedas (*multi-currency*) do sistema atual. O uso crescente do euro nas transações globais e como ativo de reservas global é uma das possibilidades, embora a crise recente tenha mostrado que esta moeda tem de superar a percepção de que é um substituto imperfeito para o dólar, uma vez que é apoiada por um grupo heterogêneo de países, com forças desiguais, e, de fato, não existe um mercado de eurobônus homogêneo. A internacionalização do renminbi é uma segunda possibilidade complementar. É um processo que está sendo impulsionado pelas forças do mercado e facilitado pelas autoridades chinesas, em particular, permitindo que Hong Kong desempenhe o papel de intermediário no processo. As restrições são dadas aqui pelas limitações do desenvolvimento financeiro doméstico na China e pela inconvertibilidade de sua moeda. A plena convertibilidade pode não ser necessária para que esta desempenhe o papel de ativo de reservas (embora a plena convertibilidade para os bancos centrais que mantêm renminbi como reservas seja essencial) e pode ser inconveniente para o gigante asiático, já que pode levar, na transição, a forças de desestabilização com as quais outros países em desenvolvimento estão familiarizados. Além do euro e do renminbi, outras moedas podem desempenhar um papel secundário, e as moedas locais podem ser usadas em escala mais ampla para o comércio intrarregional entre países em desenvolvimento, na sequência de várias experiências bem-sucedidas do tipo que surgiram durante a recente crise e também no passado.

4. Ver, entre outros, Frankel e Saravelos (2010) e Llaudes, Salman e Chivakul (2010).

5. Há, obviamente, alternativas. Uma seria voltar a alguma forma de padrão-ouro, ou pelo menos a um maior uso do ouro como ativo de reserva. Mas isto vai contra tendências de longo prazo de se afastar desta “reliquia bárbara”, para usar a terminologia de Keynes, que inclui a desmonetização crescente do ouro desde os anos 1970. Seria também ir contra o *embedded liberalism* dos acordos do pós-Segunda Guerra Mundial, como enfatizado por Eichengreen (1996). Uma proposta mais interessante seria pensar em um sistema de reserva baseado em *commodities*, como o sugerido por Hart, Kaldor e Tinbergen (1964), que, na verdade, tem algumas características anticíclicas interessantes, mas se tornou obsoleto dadas as tendências da economia mundial em direção a uma participação reduzida de comércio de *commodities*.

A solução multimoedas (*multi-currency*) não resolve, no entanto, nenhum dos problemas fundamentais do sistema atual. Não ajuda a corrigir o viés anti-keynesiano, que continuaria usando moedas que ainda não são reservas de valor estáveis e manteria as desigualdades do atual sistema, já que a maioria dos países em desenvolvimento estaria investindo suas reservas em ativos emitidos por países industrializados. A flexibilidade da taxa de câmbio que o sistema mantenha implica que este não enfrentaria a inflexibilidade que levou ao colapso de sistemas duais com taxas de câmbio fixas no passado: o bimetalismo, no final do século XIX, e o sistema ouro-dólar, no início de 1970. Mas isto não significa que o sistema será estável e, de fato, pode levar a uma maior volatilidade da taxa de câmbio entre as principais moedas de reservas e aos efeitos potencialmente desestabilizadores de decisões dos bancos centrais de mudar a composição de suas reservas internacionais. Por esta razão, pode ser que este efetivamente precise de uma conta de substituição do FMI para servir como mecanismo de estabilização; isto é, pode ser que tenha de contar com pelo menos alguns dos elementos da segunda solução.

Essa alternativa é avançar para uma moeda global; possivelmente, na primeira etapa, apenas como um ativo de reservas. Embora outras rotas possíveis pudessem ser consideradas,⁶ a melhor é, sem dúvida, o uso de DES emitidos pelo FMI, de fato atendendo à aspiração redigida no Convênio Constitutivo do FMI de “transformar o direito especial de saque no principal ativo de reservas do sistema monetário internacional” (Artigo 8º, seção 7 e Artigo 22).⁷ Como previsto por Triffin (1968), isto completaria a transição, em curso desde o século XIX, de colocar moedas fiduciárias no centro dos modernos sistemas monetários. Isto representaria ainda um passo adicional na direção definida pelos membros do G20 e do FMI, quando decidiram alocar US\$ 250 bilhões em DES, em 2009. Devido à natureza instável da economia mundial, um grupo de economistas apresentou recentemente uma proposta para o G20 apoiar uma alocação anual de 150 bilhões a 250 bilhões de DES, durante os próximos três anos, o que equivale a taxas de câmbio corrente entre US\$ 240 bilhões e US\$ 400 bilhões (STIGLITZ *et al.*, 2011).

As propostas de alocações periódicas de DES seguem dois modelos diferentes. O primeiro são alocações anticíclicas, concentrando-se, assim, em períodos de estresse financeiro mundial e, possivelmente, destruindo-as parcialmente logo que as condições financeiras se normalizem (UNITED NATIONS, 1999; CAMDESSUS, 2000; OCAMPO, 2002; AKYÜZ, 2005). Isto desenvolveria um elemento anticíclico na gestão da liquidez mundial. O segundo modelo propõe alocações regulares na

6. A reforma também poderia ser implementada pela criação de uma nova instituição (o Banco de Reserva Global) ou uma rede de acordos regionais. Ver, a este respeito, United Nations (2009b, cap. 5). Porém, a criação de novas estruturas institucionais seria demorada e pode não ser politicamente viável.

7. Ver Solomon (1977, cap. 4-8) para a história dos debates sobre as questões monetárias globais que levaram à criação do DES.

proporção da demanda adicional mundial de reservas. Durante o período 2003-2008, a acumulação média anual de reservas foi de US\$ 738 bilhões ou US\$ 370 bilhões, excluindo China e Japão. Assim, uma alocação na ordem de US\$ 250-300 bilhões por ano poderia ser razoável. Esta é também a magnitude dos DES, que deve ser emitida em longo prazo sob uma regra anticíclica.

Para levar adiante essa reforma, vários problemas adicionais devem ser resolvidos. O primeiro é que os DES devem tornar-se o mecanismo principal, ou único, de financiamento de empréstimos do FMI, questão que será tratada mais adiante. Se os DES fossem usados para financiar programas do FMI, eles ajudariam também a corrigir um segundo problema: os desequilíbrios significativos intensificados pela demora em aumentar o tamanho do FMI em relação ao da economia mundial e, particularmente, ao dos fluxos de capitais internacionais (FMI, 2010). Um terceiro problema é que, apesar da redistribuição de quotas acordadas desde 2006 – e, particularmente –, em 2010, estas não refletem, hoje, a participação dos diferentes países na economia mundial. A sub-representação dos países em desenvolvimento na alocação de quotas reforça as desigualdades associadas ao fato de que a maior demanda por reservas vem, essencialmente, de países em desenvolvimento.

Isso implica, obviamente, que os esforços para reformar a alocação de quotas devem continuar. Essas desigualdades também podem ser parcialmente corrigidas por uma, ou por uma combinação de três tipos de reformas (já que não são mutuamente exclusivas). A primeira é uma emissão assimétrica de DES, o que implicaria que a totalidade ou uma proporção maior de alocações seria dada aos países com a maior demanda por reservas – ou seja, essencialmente, os países em desenvolvimento. Uma fórmula simples que Williamson (2010) propôs é dar 80% das alocações para os países emergentes ou em desenvolvimento e 20% para os países industrializados, com alocações dentro de cada grupo, determinadas de acordo com as quotas do FMI. A segunda seria criar um “elo de desenvolvimento” em alocações de DES. Uma alternativa – em certo sentido, semelhante à proposta pelo grupo de especialistas convocado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) na década de 1960 (UNCTAD, 1965) – seria permitir ao FMI utilizar os DES não usados pelos Estados-membros para comprar títulos de bancos multilaterais de desenvolvimento, que passariam, então, a financiar as demandas de recursos de longo prazo dos países em desenvolvimento.⁸ A terceira é incentivar a criação de mecanismos de reservas regionais

8. Há também a possibilidade de usar a alocação aos países industrializados para financiar a ajuda oficial adicional ao desenvolvimento e a provisão de bens públicos globais (STIGLITZ, 2006, cap. 9). Na mesma linha de raciocínio, o diretor-geral do FMI, Dominique Strauss-Kahn, levantou a possibilidade de usá-los para financiar programas de combate às alterações climáticas. Estas propostas têm muitas virtudes, mas colocam o problema de que estas transferências são de caráter fiscal podendo, portanto, requerer, em cada caso, a aprovação dos parlamentos nacionais.

entre os países em desenvolvimento – tais como o Fundo Latino-Americano de Reservas e o Acordo de Chiang Mai – que dispõem de uma forma complementar de seguro coletivo. United Nations (1999) e Ocampo (2002) sugeriram que incentivos podem ser criados para contribuir com estes acordos, ao fazer alocações equivalentes às quotas do FMI com o propósito de alocações de DES. A eficácia de tais acordos também poderia ser melhorada ao permitir que o FMI conceda-lhes empréstimos ou o redesconto das obrigações de países com acordos regionais.

Uma reforma como essa contribuiria de forma significativa na correção de alguns dos principais problemas do sistema atual – em particular, o dilema de Triffin e o viés da desigualdade –, mas não resolveria o viés antikeynesiano. Este problema poderia ser parcialmente resolvido por duas reformas complementares: *i*) a criação de pelo menos uma versão moderada das facilidades a descoberto de Keynes, questão que será tratada adiante; e *ii*) a retirada das alocações de DES para os países com “reservas excessivas”, utilizando-se de uma definição de “excesso” que levasse em conta a alta demanda por reservas que os países em desenvolvimento possuem.

Os DES poderiam ainda ser usados para outros fins. Um deles é criar uma “conta de substituição” semelhante àquela lançada nos debates dos anos 1970, o que teria permitido aos países transformar suas reservas em dólares (ou aquelas denominadas em outras moedas) em ativos expressos em DES, emitidos pelo FMI (BERGSTEN, 2007). Este instrumento daria estabilidade ao sistema atual e, como já apontado, poderia, de fato, revelar-se essencial para gerir algumas das instabilidades geradas pelos acordos multimoedas (*multi-currency*), propensos a se desenvolverem ao longo dos próximos anos; também seria um mecanismo essencial de transição de um esforço de reforma ambiciosa (KENEN, 2010b). A decisão do FMI, de 1 de julho de 2009, de emitir notas denominadas em DES para algumas economias emergentes, pode ser considerada um passo nesta direção. Obviamente, é essencial negociar como distribuir os custos potenciais deste mecanismo, mas simulações de Kenen (2010a), com base em dados históricos para 1995-2008, indicam que estes custos podem ser pequenos.

A reforma também poderia incluir mais moedas na cesta de DES (particularmente, o renminbi) e permitir o uso mais amplo de DES em transações privadas, como alguns autores têm sugerido ao longo dos anos – por exemplo, Kenen (1983, cap. 7). Uma reforma simples poderia permitir que os depósitos de instituições financeiras em bancos centrais (reservas compulsórias ou reservas excedentes) sejam realizados em DES. No entanto, e contrariamente às opiniões de alguns autores (EICHENGREEN, 2011, cap. 6), o sistema poderia também funcionar como aquele em que os únicos usos de DES são como ativo de reservas e meio de financiamento de empréstimos do FMI, desde que bancos centrais mantenham o compromisso básico de converter DES em moedas conversíveis, quando

solicitados a fazê-lo, sendo isto o que torna os DES um instrumento monetário eficaz para transações entre bancos centrais. Além disso, permitir o uso mais amplo de DES tornaria dispendiosa a reforma para os Estados Unidos e, assim sendo, haveria a probabilidade de enfrentar maior resistência deste país e poderia-se sujeitar os DES à instabilidade que caracteriza os mercados privados. Em qualquer caso, pode ser necessário incorporar a reforma em regras que tornem a manutenção de DES atraente para os bancos centrais (um retorno adequado) e/ou outras regras que garantam que haja uma demanda ativa por DES (por exemplo, compromissos de não reduzir os DES, de posse dos bancos centrais, abaixo de certos limites atinentes às alocações que tenham recebido; obviamente, se eles não tomam empréstimos do FMI).

4 A COOPERAÇÃO MONETÁRIA E O SISTEMA DE TAXA DE CÂMBIO

A cooperação monetária global foi incorporada em Bretton Woods, no Convênio Constitutivo do FMI (IMF Articles of Agreement)⁹, que afirma que o primeiro objetivo desta instituição é prover “mecanismos de consulta e colaboração no que diz respeito a problemas monetários internacionais”. Este objetivo, claramente, não foi cumprido no passado. De fato, uma das características essenciais dos atuais acordos internacionais tem sido a tendência das principais economias em se desviar do FMI nos seus grandes esforços para a coordenação da política macroeconômica e usar mecanismos informais alternativos entre os principais países (como o G7, o G8 e o G20, entre outros grupos econômicos), seguindo um padrão que pode ser chamado de “multilateralismo de elite”.

Assim, a crise do início dos anos 1970 foi gerida, levando ao Acordo Smithsonian de 1971, bem como aos desequilíbrios globais da década de 1980, que foram tratados por meio do Acordo do Plaza, em 1985, e do Acordo do Louvre, em 1987. Todos esses acordos foram relacionados à gestão da taxa de câmbio entre as principais moedas. O G20 é o mais recente destes fóruns, embora utilize o FMI para auxiliar o Processo de Avaliação Mútua (Mutual Assessment Process – MAP), consultiva e liderada pelos países-membros, esta é uma importante inovação introduzida em setembro de 2009, na Cúpula de Pittsburgh. Há também outros casos em que a comunicação direta entre os bancos centrais tem sido utilizada para coordenar a provisão de liquidez em circunstâncias críticas. Eles incluem as reações ao ataque terrorista de 11 de setembro de 2001, nos Estados Unidos, as políticas expansionistas sincronizadas após a crise das hipotecas *subprime*, em agosto de 2007, no mesmo país, e o colapso do Lehman Brothers, em setembro de 2008. Há também episódios, pouco frequentes, de intervenções acordadas nos mercados cambiais, como os esforços em março de 2011 para enfraquecer o iene após a valorização que teve lugar depois dos devastadores terremoto e tsunami no Japão.

9. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

Em contraste a essas intervenções nas taxas de câmbio e à expansão monetária coordenada, existem casos menos frequentes de coordenação da política fiscal. O Acordo de Maastricht, entre os países europeus, é talvez o melhor exemplo, mas também aquele que tem sido caracterizado por frequentes desvios dos compromissos. Embora regras europeias mais duras tenham sido acordadas em março de 2011, resta saber como vão ser cumpridas na prática. O Acordo de Londres, de abril de 2009, do G20, para empreender esforços comuns para a expansão fiscal, seria outro caso, mas logo caiu por terra, conduzindo a políticas fiscais divergentes. De fato, a ação comum entre as principais economias para adotar políticas fiscais e monetárias expansionistas no início da crise financeira global talvez seja o melhor exemplo na história da cooperação macroeconômica, mas, mesmo neste caso, não conseguiu lidar com questões cambiais e durou apenas um curto período de tempo.

Por sua vez, o melhor caso de uma questão macroeconômica global tratada no âmbito de uma instituição multilateral (o FMI) foi a criação dos DES na década de 1960. As consultas multilaterais sobre os desequilíbrios globais lançadas pelo mesmo, em 2006, com a participação dos Estados Unidos, dos países da Zona do Euro, do Japão, da China e da Arábia Saudita, foram uma iniciativa interessante, mas faltaram-lhes o compromisso vinculativo entre as partes e um mecanismo de *accountability* claro; assim, tornaram-se logo insubstanciais. O FMI, mais recentemente, criou um novo mecanismo de supervisão que poderá ter implicações multilaterais, com o nome de Relatórios *spillover*. Em um contexto diferente, o Consenso de Monterrey – aprovado na Conferência Internacional das Nações Unidas sobre o Financiamento do Desenvolvimento, realizada em 2002 (UNITED NATIONS, 2002) – constitui, talvez, o melhor documento acordado sobre a cooperação financeira global, mas lhe faltam *accountability* claro e mecanismos de prestação de contas. O mesmo pode ser afirmado sobre o documento final das Nações Unidas, em 2009, sobre a crise financeira e econômica mundial (UNITED NATIONS, 2009a).

A cooperação na política macroeconômica tem de lidar com as grandes repercussões que as decisões nacionais desencadeiam em outros países. Um quadro ideal deveria envolver todas as principais políticas macroeconômicas, mas não há nenhum exemplo deste tipo de cooperação na história até o momento. Como foi visto, vários acordos lidaram, no passado, com as taxas de câmbio e com a expansão monetária coordenada, geralmente durante as crises financeiras ou conjunturas críticas. A mais rara tem sido a cooperação fiscal. Além disso, em um sistema que continua a ser essencialmente internacional (apenas parcialmente supranacional, no caso da União Europeia), não está claro o quanto as regras internacionais devam limitar os processos decisórios democráticos nacionais que estão no centro das políticas fiscais. Este fato, juntamente com perspectivas diferentes sobre as políticas monetárias – particularmente, a tendência do Banco

Central (Federal Reserve) dos Estados Unidos de ter um foco anticíclico mais nítido em suas ações em relação ao Banco Central Europeu –, é a razão porque certo nível de flexibilidade cambial é essencial para se adaptar a diferentes decisões nacionais (regionais).

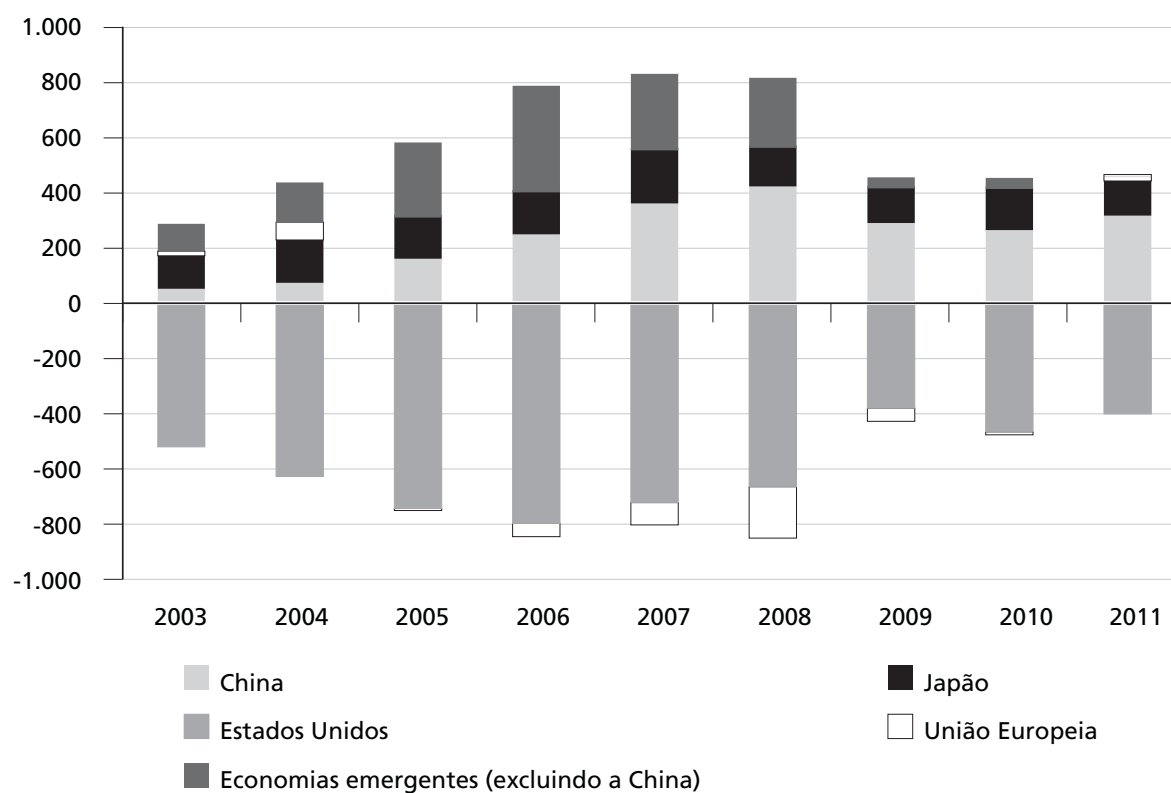
Por esse motivo, e pelo fato de que, desde sua criação, foi acordado que o FMI deveria concentrar sua atenção nas taxas de câmbio,¹⁰ esta seja talvez a área em que a comunidade internacional deva procurar melhores formas de cooperação. Isto é importante não só para as taxas de câmbio como tal, o que, obviamente, pode gerar externalidades maiores, mas também para os movimentos da taxa de câmbio refletirem divergência nas demais políticas macroeconômicas, como apontado no parágrafo anterior. O debate de 2010 sobre as “guerras cambiais” foi, por exemplo, associado aos efeitos que a expansão monetária nos Estados Unidos estava tendo sobre os fluxos de capital em direção às economias emergentes.

O grande problema nesse sentido é que, como observado, o sistema que evoluiu desde a ruptura do acordo original de Bretton Woods é, de fato, um não sistema, já que todos os países estão essencialmente livres para escolher qualquer regime cambial. A única restrição é que, conforme o Artigo 4º do Convênio Constitutivo do FMI, os países devem evitar “a manipulação das taxas de câmbio ou do sistema monetário internacional, de modo a obstar o ajustamento efetivo das balanças de pagamentos ou obter vantagens competitivas indevidas em relação aos outros membros”. Isto também é indicado na decisão de junho de 2007 sobre a supervisão bilateral. Não obstante, tanto o FMI quanto o G20 não conseguiram determinar até agora o que significa “manipulação”. Além disso, pode-se afirmar que um problema ainda mais importante do não sistema da taxa de câmbio é este que pode distorcer os fluxos de comércio e ser disfuncional em termos de correção dos desequilíbrios globais de pagamentos. Assim, pode-se afirmar que não se conseguiu alcançar o objetivo definido no Artigo 1º do Convênio Constitutivo do FMI: “facilitar a expansão e o crescimento equilibrado do comércio internacional”. Um grande paradoxo do sistema atual é, de fato, que não há nenhum mecanismo que vincule o comércio mundial e as regras cambiais. Países passam anos negociando as regras comerciais, mas as variações das taxas de câmbio podem ter, dentro de dias (ou até mesmo horas), mais efeitos sobre o comércio que esses acordos minuciosos.¹¹ Em cima disto, variações cambiais são essencialmente determinadas pelos fluxos financeiros, que também podem ter fortes efeitos sobre os padrões de comércio, como a vasta literatura sobre a “doença holandesa” indica.

10. É interessante lembrar a esse respeito que, na sua concepção original, o FMI incluiu o princípio de que as modificações das paridades cambiais deveriam ser objeto de consulta, um princípio que, no entanto, nunca funcionou na prática.

11. Isso não significa, entretanto, que as questões cambiais devem recorrer à OMC para a solução de controvérsias, como sugerido por Matoo e Subramanian (2008), pois isto pode acabar enfraquecendo um dos poucos mecanismos efetivos de âmbito internacional.

GRÁFICO 3
Resultado em conta-corrente
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: Base de dados do FMI. *World Economic Outlook*, 2010-2012. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

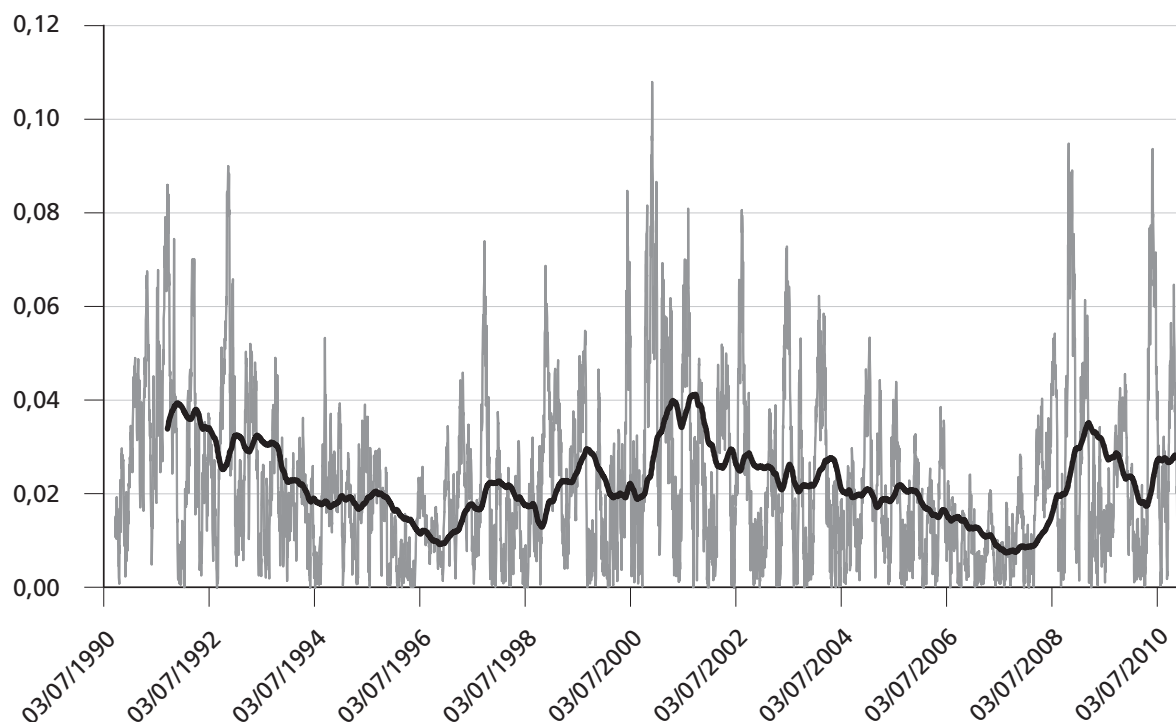
Pode-se afirmar que a taxa de câmbio corrente do não sistema também não conseguiu cumprir dois objetivos adicionais definidos no Artigo 1º do Convênio Constitutivo do FMI: “reduzir o grau de desequilíbrio das balanças de pagamentos internacionais”; e “promover a estabilidade dos termos de câmbios”. A questão dos desequilíbrios globais nas balanças de pagamentos é ilustrada no gráfico 3. Estes desequilíbrios cresceram dramaticamente durante a expansão econômica mundial no período 2003-2007, e continuaram em alta até 2008. A principal tendência foi o crescente déficit nos Estados Unidos e, no final do período de expansão, na Europa, contrabalançado por excedentes na China, no Japão e no resto do mundo em desenvolvimento, principalmente nos exportadores de petróleo. Nestes grupos, havia também grandes superávits e déficits, particularmente na Europa (não apenas um grande superávit na Alemanha, mas também grandes déficits de alguns países periféricos) e nos países em desenvolvimento (muitos países incorreram em déficits). A dramática recessão que se seguiu após setembro de 2008 levou a uma forte redução dos desequilíbrios, para cerca de metade dos níveis anteriores, e tem permanecido razoavelmente estável desde então, com os Estados Unidos e a Europa reduzindo seus déficits e os países em desenvolvimento – à exceção da China – reduzindo seus superávits.¹²

12. Há uma vasta literatura sobre esse assunto. Um dos melhores trabalhos conhecidos – Obstfeld e Rogoff (2010) – sublinha as relações entre o desequilíbrio global e a crise financeira.

GRÁFICO 4

Volatilidade da taxa de câmbio euro-dólar americano

(Desvio em relação à média móvel de 12 meses em valor absoluto)

Fonte: Bloomberg. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com>>.

A incapacidade do sistema em prover estabilidade cambial é ilustrada no gráfico 4, em termos da principal taxa de câmbio bilateral, aquela entre o euro e o dólar americano. Esta taxa tem experimentado um nível significativo de “volatilidade excessiva” desde a crise financeira global. Como mostra o gráfico, esta volatilidade tem intensidade semelhante à experimentada na década de 1990, durante a forte crise monetária europeia que se seguiu à adoção da plena conversibilidade da conta de capital pelos países europeus em 1990, e no início de 2000, durante o estouro da bolha de tecnologia nos Estados Unidos. De fato, a taxa bilateral de dólar-euro experimentou dois ciclos completos desde a eclosão da crise das hipotecas *subprime* e está no meio de um terceiro: uma depreciação inicial do dólar após o evento, seguida por uma valorização significativa durante a fuga para a segurança (*flight to safety*), desencadeada pelo colapso do Lehman Brothers; uma nova depreciação do dólar durante a normalização dos mercados financeiros desde março de 2009, seguida de uma valorização durante o primeiro semestre de 2010, como resultado da série de crises na Europa periférica; e um novo ciclo que começou em meados de 2010 e provavelmente ainda não terminou. Não está claro a que propósito serve o elevado nível de volatilidade entre as duas moedas mais importantes do mundo.

O sistema poderia, portanto, ser melhorado com a introdução de elementos que proporcionem algum nível de estabilidade às taxas de câmbio. Retornar às taxas de câmbio fixas entre as principais moedas é, obviamente, impossível – dado o nível dos fluxos da conta de capital que caracterizam a economia mundial contemporânea – e inconveniente – dada as diferentes prioridades das políticas macroeconômicas entre os principais países. O mundo deveria, em vez disso, evoluir para um sistema de taxas de referência entre as principais moedas, como foi sugerido por Williamson (2007), entre outros autores.

Isso implica que os principais países seguiriam alguma forma de flutuação controlada – o sistema que a maioria das economias emergentes realmente escolheu, mais como resultado da aprendizagem empírica que de argumentos teóricos. Paridades ou bandas multilateralmente acordadas seriam a pedra angular de um sistema deste tipo, e ajudariam a dar certo nível de estabilidade ao funcionamento dos mercados que, no passado, foram caracterizados por longos períodos de desvio do equilíbrio. Diretrizes indicariam que as intervenções nas políticas e nos mercados cambiais, com fortes efeitos sobre as taxas de câmbio, teriam de apoiar o movimento das taxas de câmbio em direção às paridades ou às bandas acordadas (ou seja, reforçar a desvalorização se a moeda for percebida como sobrevalorizada, e a apreciação, se subvalorizada). Estas regras também implicam uma definição implícita do significado de “manipular” a taxa de câmbio. Um país (ou região, no caso do euro) pode optar por não intervir, mas isto somente aumentaria o nível de intervenções necessárias a outros países para alcançar o equilíbrio e, ainda, poderia reduzir a eficácia das intervenções.

Nesse arcabouço, o processo conducente à decisão sobre as paridades cambiais teria de levar em conta outros determinantes macroeconômicos da taxa de câmbio, e, neste sentido, as paridades resumiriam uma quantidade significativa de informação. Porém, uma abordagem complementar, ou talvez alternativa, seria olhar diretamente para os desequilíbrios de pagamentos e, particularmente, para os desequilíbrios em conta-corrente, que, como se sabe, são equivalentes, em termos macroeconômicos, a olhar para os desequilíbrios de poupança-investimento e para aqueles entre os gastos e a produção agregada. De fato, como Derviş (2010b) apontou, a definição de zonas-alvo (*target zones*) da conta-corrente, que os Estados Unidos propuseram em 2010, foi um reconhecimento de que o foco deveria também estar sobre os efeitos das políticas econômicas globais na poupança e no investimento nacional, e não apenas nas políticas de taxa de câmbio.¹³ Obviamente, olhando para os desequilíbrios de pagamentos, seria necessário levar em conta a divergência das taxas de poupança entre os países, na presunção de que os grandes poupadores não seriam apenas grandes investidores, mas tenderiam também a gerar superávits em conta-corrente.

13. Também é interessante lembrar que, nas discussões dos anos 1970, os Estados Unidos apoiaram um sistema de *indicador de reservas*, em que a cada membro do FMI teria sido atribuída uma meta de reservas e que seria forçado a ajustar-se para manter as reservas em torno dessa meta.

Melhor ainda, obviamente, seria olhar para os desequilíbrios de pagamentos entre os países conjuntamente com os desequilíbrios macroeconômicos globais – isto é, a mensuração das brechas da produção global (incluindo o emprego) e as pressões expansionistas e recessivas associadas – que, em alguns casos, também podem ser inflacionárias ou deflacionárias. Além disso, se poderiam incluir indicadores do grau de endividamento público e do setor privado para analisar tanto as questões de sustentabilidade da dívida, como o espaço político para a formulação de políticas macroeconômicas expansionistas. As *diretrizes indicativas* escolhidas pelo G20 para o Mutual Assessment Process (MAP) incluem dívidas públicas e déficits fiscais, taxas de poupança privada e de endividamento privado e desequilíbrios em conta-corrente, sendo que “políticas cambiais, fiscais, monetárias e outras serão levadas em consideração” (G20, 2011). Em qualquer caso, a complexidade pode não ser um bom ponto de partida para um processo incipiente. Por esta razão, um conjunto simples de indicadores pode ser melhor. É por isto que a proposta de taxa de câmbio de referência é uma boa ideia, ou, alternativamente, um foco nos déficits em conta-corrente e nas brechas da produção global.

Há também grandes desafios institucionais na construção dessas formas de cooperação. Um deles é a continuidade do arcabouço de cooperação. Da história, infere-se que há uma forte demanda para a cooperação somente durante as crises, mas é igualmente essencial ter cooperação durante os períodos de prosperidade que muitas vezes incubam as crises. Uma questão adicional é a representatividade, o tema central tratado na seção 7. Por ambas as razões, seria melhor responder à expectativa de que o FMI deveria ser o “mecanismo de consulta e colaboração no que diz respeito a problemas monetários internacionais”. Uma vantagem básica do G7 é, no entanto, que os pequenos grupos ajudam a criar um clima de confiança e, portanto, um maior intercâmbio entre um pequeno conjunto de atores políticos relevantes (DERVIŞ, 2010a). Mas isto não está em contradição com o objetivo de representatividade, se o diálogo intenso e regular entre os países – que são sistemicamente importantes – for incorporado em uma instituição global. Isto é precisamente o que visaram as consultas multilaterais de 2006 sobre os desequilíbrios globais, lançadas pelo FMI. Este foi realmente um arranjo melhor, tanto porque foi incorporado pelo FMI como porque envolveu, de fato, um número menor de atores relevantes. Talvez por isto, o MAP do G20 deva ser feito no âmbito do FMI, possivelmente envolvendo um número menor de países.

5 REGULAMENTAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL

A volatilidade cambial “excessiva”, associada aos fluxos de capitais, aponta para uma perna adicional da reforma monetária internacional: a regulamentação da conta de capital. É útil, a este respeito, lembrar que um acordo importante, durante a recente crise, foi que as atividades financeiras desregulamentadas podem

ser uma fonte de grandes distúrbios macroeconômicos. O G20 liderou, assim, um importante esforço para voltar a regular (*re-regulate*) as finanças já regulamentadas, principalmente no âmbito nacional. No entanto, o financiamento *transfronteira* foi, quase inteiramente, deixado fora da agenda, como se não necessitasse de qualquer regulamentação – ou mesmo como se não fosse parte das finanças. Também envolveu uma adaptação particular da terminologia ao discutir esta questão: regulamentações financeiras nacionais são chamadas por este nome, mas caso envolvam fluxos transfronteira, são chamadas de “controles”. Referir-se-á a estas pelo nome apropriado: *regulamentação* da conta de capital.

O problema essencial aqui é que os fluxos de capital, como as finanças em geral, são pró-cíclicos. Agentes que são percebidos como tomadores de empréstimos de risco estão sujeitos às fortes oscilações na disponibilidade e nos custos de financiamento. Estes agentes de maior risco incluem as pequenas empresas e as famílias pobres em todos os mercados domésticos e mercados emergentes e, em geral, os países em desenvolvimento tomadores de empréstimos nos mercados globais. Há provas contundentes de que os fluxos de capital para países em desenvolvimento são pró-cíclicos e têm tornado-se um dos principais determinantes (talvez o principal) dos ciclos de negócios nas economias emergentes (PRASAD *et al.*, 2003; OCAMPO *et al.*, 2008). Além disso, a oferta cíclica de financiamento é cada vez mais impulsionada por decisões de portfólio em países industrializados, que podem ser totalmente desvinculados da demanda de capital por parte dos países emergentes e em desenvolvimento. Estes países enfrentam outros problemas: seus mercados financeiros domésticos são significativamente mais “incompletos” e são assolados por combinações variáveis de descasamentos de moedas e de prazos, e seus mercados de capital são relativamente rasos e pequenos diante da magnitude das pressões especulativas que enfrentam.

É importante ressaltar que o comportamento cíclico que caracteriza os fluxos de capitais vai além da volatilidade dos fluxos de curto prazo. Ainda mais importantes são a disponibilidade e os custos de financiamento nos ciclos de *médio prazo*. Desde meados dos anos 1970, experimentaram-se três ciclos completos de médio prazo – de meados dos anos 1970 até o final da década de 1980, de 1990 a 2002, e de 2003 a 2009 – e está-se no início de um quarto. O principal problema com estas oscilações cíclicas é seu forte efeito sobre as principais variáveis macroeconômicas – ou seja, nas taxas de câmbio, nas taxas de juros, no crédito doméstico e nos preços dos ativos. Como resultado disto, os fluxos de capital pró-cíclicos exacerbam importantes *trade-offs* da política macroeconômica, limitando significativamente o espaço para políticas macroeconômicas anticíclicas. Por exemplo, durante um período de expansão, os países podem flutuar a taxa de câmbio para manter certo grau de autonomia da política monetária, mas isto apenas desloca os efeitos dos fluxos de capital pró-cíclicos para a taxa de câmbio.

A deterioração resultante na conta-corrente permite que estes países “absorvam” os crescentes fluxos, mas a experiência indica que a probabilidade de crises e seus custos também aumentam. Maior volatilidade da taxa de câmbio gera, por sua vez, desincentivos para investir em setores exportadores e importadores concorrentes. Se há histerese associada às economias de escala dinâmicas (por exemplo, se a produtividade de amanhã depende da produção de hoje), pode haver perdas permanentes na estrutura de produção durante os períodos de expansão e, portanto, efeitos adversos sobre o crescimento.¹⁴

Uma vez que uma política monetária restritiva apenas exacerbaria as pressões de valorização, uma alternativa das autoridades para reduzir as pressões expansionistas geradas por entradas de capital é adotar uma política fiscal contracionista. Mas isto torna a política fiscal refém da volatilidade da conta de capital. A política fiscal pode não ter a flexibilidade para responder rapidamente a variações nos fluxos de capital, e pode não haver respaldo político para fazê-lo. As autoridades podem também tentar estabilizar a taxa de câmbio acumulando reservas cambiais, enquanto esterilizam seus efeitos monetários domésticos. Mas tal acumulação esterilizada gera perdas *quase fiscais* que são particularmente elevadas em países com altas taxas de juros domésticas. Quando as reservas cambiais já são altas – como em muitos países emergentes e em desenvolvimento –, estes custos são difíceis de justificar. Estas intervenções também destroem, em primeiro lugar, a justificativa para entradas de capital, que é transferir recursos para o país. Na medida em que tais reservas são uma maneira de contrabalançar o risco de reversões futuras de fluxos de capital, destroem a justificativa adicional para a liberalização da conta de capital, que é diversificar os riscos. De fato, a experiência indica que são uma fonte de risco adicional.

Durante os períodos de expansão, as regulamentações da conta de capital podem ser justificadas como uma forma de ajudar as autoridades a gerir os períodos de expansão, ao mesmo tempo em que evitam a valorização cambial, os riscos associados ao crescimento dos déficits em conta-corrente e/ou a acumulação inútil de reservas internacionais. Durante a crise, podem também ser usadas como meio de evitar ou atenuar a fuga de capital, que tem efeitos macroeconômicos opostos. De um modo mais geral, estas regulamentações podem desempenhar um papel duplo: podem ser um instrumento de política macroeconômica complementar e ajudar a reduzir os riscos associados às estruturas de passivo relacionadas a fluxos de capitais reversíveis. Como uma ferramenta de política macroeconômica, fornecem algum espaço para políticas monetárias anticíclicas. Durante os períodos de expansão, aumentam o espaço político para realizar uma política monetária contracionista, enquanto reduzem pressões de valorização cambial.

14. Ver a revisão da literatura em Frenkel e Rapetti (2010).

Por sua vez, durante as crises, podem criar algum espaço para políticas monetárias expansionistas. Vistas como uma política de passivos, as regulamentações da conta de capital reconhecem o fato de que o comportamento pró-cíclico e, particularmente, a reversibilidade variam significativamente de acordo com a natureza dos fluxos de capital: o investimento direto estrangeiro é mais estável que os fluxos de portfólio e de dívida, e, entre estes últimos, os fluxos de dívida de curto prazo são particularmente voláteis.¹⁵

A regulamentação do mercado de capital, obviamente, *segmenta* os mercados domésticos dos internacionais, mas reconhece o fato de os mercados já estarem segmentados. De fato, a falha básica da liberalização da conta de capital é não reconhecer as implicações deste fato básico. Tal como acontece com as regulamentações prudenciais, as regulamentações da conta de capital podem ser tanto quantitativas (ou administrativas) quanto baseadas no preço, mas há tipologias mais complexas.¹⁶ As primeiras incluem, entre outras: proibições ou limites sobre certos fluxos de capitais; determinadas operações com derivativos ou exposição líquida em moedas estrangeiras; períodos de estadia mínima; e restrições aos investidores estrangeiros que adquirem títulos e ações (*securities*) nacionais ou regras sobre que tipo de agente pode realizar certas transações de capital (residentes *versus* não residentes e corporativo *versus* não corporativo). Por sua vez, regulamentações baseadas em preços incluem requerimentos de reservas não remuneradas sobre fluxos de capital, impostos sobre entradas ou saídas de capital, e maiores exigências de reservas para passivos externos de saldo líquido em moeda estrangeira. Além disso, podem ser parcialmente substituídas por regulamentações prudenciais internas quando envolvem a intermediação financeira doméstica, embora não seja o caso quando implicam o acesso aos mercados de capital externos por agentes domésticos não financeiros.¹⁷ Assim, elas pertencem à família que passou a ser conhecida como *regulamentações macroprudenciais*, incluindo, em particular, a das regulamentações prudenciais anticíclicas.¹⁸

A análise concreta das experiências com o uso de regulamentação da conta de capital leva a várias conclusões.¹⁹ Em primeiro lugar, as regulamentações de ambas as entradas ou saídas podem funcionar (embora a literatura mais ortodoxa seja cética quanto à eficácia desta última), mas as autoridades devem ter a

15. Ver, por exemplo, Reddy (2010, cap. 21). Tem-se tratamento clássico do grau de risco de capital de curto prazo em Rodrik e Velasco (2000).

16. Ver, por exemplo, IMF (2011a). Há também diferenças terminológicas. O FMI cunhou o termo *medidas de gestão de fluxo de capital* (IMF, 2011a), e Epstein, Grabel e Sundaram (2003) têm sugerido o termo *técnicas de gestão de capital*.

17. Nesse último caso, as regulamentações baseadas no preço podem também ser substituídas por disposições tributárias aplicáveis aos passivos em moeda estrangeira – ver, por exemplo, Stiglitz e Bhattacharya (2000).

18. Para uma análise inicial desse vínculo, ver Ocampo (2003).

19. Ver, entre outros, três trabalhos do FMI e de especialistas do FMI (Ariyoshi *et al.*, 2000; Ostry *et al.*, 2010; IMF, 2011a), Magud e Reinhart (2007), Kawai e Lamberte (2010) e o trabalho do autor desse artigo (Ocampo, 2003; 2008).

capacidade administrativa para gerenciá-las, o que inclui agir na hora de fechar lacunas e responder às “inovações” de agentes privados que visam contornar as regulamentações. Como resultado do vínculo com a capacidade administrativa, regimes regulatórios permanentes, que apertam ou afrouxam as normas em resposta às condições externas, podem ser a melhor opção, em vez de improvisar um sistema face aos choques. Em segundo lugar, as regulamentações ajudam a gerar uma combinação de maior autonomia monetária, redução das pressões cambiais e alterações da magnitude dos fluxos, com maior ceticismo sobre o último efeito, por vários autores. Alguns destes efeitos podem ser temporários, em grande parte devido a uma maior evasão das regulamentações com o decorrer do tempo, e neste sentido, as regulamentações podem agir como “*speed bumps*”,²⁰ em vez de restrições permanentes. Isto implica a possibilidade de o reforço adicional ser necessário para manter sua eficácia. Em terceiro lugar, as regulamentações da conta de capital sobre as entradas ajudam a melhorar os perfis de endividamento e, assim, agir como uma política de passivos eficaz, que reduz a vulnerabilidade externa. Finalmente, em quarto lugar, e talvez o mais importante, as regulamentações são um complemento para as políticas macroeconômicas sólidas, e não substitutas delas.

No geral, a evidência é, portanto, que a regulamentação da conta de capital é um instrumento complementar útil e eficaz de gestão política anticíclica (IMF, 2011a). Há também evidências de que os países que usaram regulamentações de entradas de capital obtiveram melhores resultados durante a recente crise financeira global (OSTRY *et al.*, 2010), e que as novas regulamentações, postas em prática por alguns países a partir de 2010, têm sido pelo menos parcialmente eficazes (GALLAGHER, 2011; IMF, 2011a).

Desde 2010, os debates sobre o tema têm enfatizado algumas dimensões *globais* dessas regulamentações que devem estar no centro das atenções. O primeiro e essencial problema é a assimetria gerada entre a força de várias economias emergentes e a continuada fraqueza da maioria dos países industriais. Esta situação, que provavelmente continuará, implica que estes últimos têm de manter as políticas expansionistas, mas os primeiros estão gradualmente se movendo em direção a políticas mais restritivas, embora de forma parcialmente limitada pelas expressivas entradas de capital. Em suma, o caráter de “várias velocidades” (*multi-speed*) da recuperação cria a necessidade de uma assimetria nas políticas monetárias, o que seria muito difícil de gerir sem algumas restrições sobre os fluxos de capital.

Um segundo problema é que a expansão monetária pode ser bastante ineficaz em países industrializados, mas pode gerar grandes externalidades nos mercados emergentes. Isto é particularmente problemático quando se trata do país

20. Esse é o termo usado por Palma (2002) e Ocampo e Palma (2008).

emissor da principal moeda de reservas mundial. De fato, políticas monetárias expansionistas nos Estados Unidos incluindo agora a flexibilização quantitativa (*quantitative easing*), têm tido, no melhor dos casos, efeitos mistos na geração de uma reativação do crédito, principal mecanismo de transmissão da expansão monetária para a atividade econômica doméstica, mas as baixas taxas de juros em dólar associadas a esta política estão induzindo fluxos de capital maciços para os mercados emergentes, nos quais estão gerando pressões de valorização cambial e riscos de bolhas especulativas nos preços dos ativos. Elas podem estar contribuindo também para o enfraquecimento do dólar, com efeitos negativos sobre os parceiros comerciais.

Um terceiro problema é que as ações unilaterais dos países também têm externalidades negativas em outros países. Ou seja, as regulamentações por alguns países podem gerar fluxos ainda mais fortes para aqueles que não o fazem. Isto é também verdadeiro, é claro, nas intervenções nos mercados cambiais.

Assim, as regulamentações transfronteiras das contas de capital são parte essencial da reforma monetária global. De fato, o princípio básico que deve orientar as ações neste campo é o *embedded liberalism* sob o qual o FMI foi construído: é do interesse de todos os membros permitirem aos países prosseguir as suas próprias políticas macroeconômicas de pleno emprego, mesmo que isto exija bloquear a livre circulação de capital. Portanto, é positivo que o FMI tenha reconhecido que a regulamentação da conta de capital pode desempenhar um papel positivo, como parte de uma ampla família de regulamentações macroprudenciais, tomado a iniciativa de discutir abertamente esta questão e sugerido um possível “arcabouço político” para a discussão (IMF, 2011a). Além disso, este é o primeiro passo para incluir os fluxos transfronteiras de capital no âmbito dos esforços em curso para reforçar a regulamentação prudencial em todo o mundo.

Tal arcabouço político deve começar, no entanto, pelo desenho de mecanismos para cooperar com os países que utilizam essas políticas, contribuindo, em particular, para tornar essas regulamentações eficazes. De fato, isto pode requerer eliminar as disposições em vários acordos de livre comércio (principalmente aqueles assinados pelos Estados Unidos) que restringem o uso de tais regulamentações. Este tipo de cooperação está excluído das diretrizes do FMI, mesmo quando reconhece que a volatilidade da conta de capital é uma externalidade negativa infligida aos países beneficiários.

As diretrizes procuram identificar as “melhores práticas” nessa área. Como indicado, estas incluem o reconhecimento de que são um complemento, e não um substituto para as políticas macroeconômicas anticíclicas. No entanto, as diretrizes tendem a vê-las como intervenções de “último recurso” (ou uma segunda, terceira ou quarta linha de defesa) para ser usado, uma vez que outras políticas macroeconômicas

tenham sido esgotadas: ajustes cambiais, acumulação de reservas e políticas macroeconômicas restritivas. Esta é uma visão limitada de seu papel, já que, de fato, deveriam ser parte do pacote anticíclico, que deve incluir, em primeiro lugar, evitar a valorização excessiva da taxa de câmbio e a acumulação excessiva de reservas.

Além disso, as diretrizes tendem a vê-las como medidas temporárias. Isto vai contra outra recomendação do FMI, que demanda o “reforço do arcabouço institucional em uma base contínua”. Isto implica que as regulamentações devem ser parte do conjunto de ferramentas permanentes dos países, que são fortalecidas ou enfraquecidas de forma anticíclica. Igualmente, e novamente contra as diretrizes e quase por necessidade, elas requerem alguma discriminação entre residentes e não residentes, o que reflete a segmentação que caracteriza os mercados financeiros em um sistema internacional: como dinheiros diferentes são usados em distintos territórios, residentes e não residentes têm demandas assimétricas por ativos denominados nestas moedas.

Em todo caso, qualquer diretriz nessa área deve reconhecer o fato de que não há obrigação de conversibilidade da conta de capital sob o Convênio Constitutivo do FMI – uma questão acordada nos debates de 1997 – e, portanto, os países têm plena liberdade para gerir sua conta de capital. Nas palavras do Grupo dos Vinte e Quatro (G24, 2011, parágrafo 8): “as autoridades dos países que enfrentam fluxos de capital abundantes e voláteis devem ter flexibilidade e discricão para adotar as políticas que considerem adequadas e eficazes a fim de mitigar os riscos”. Assim, embora o FMI tenha feito uma contribuição positiva ao trazer a questão da regulamentação da conta de capital para o debate global, esta contribuição somente pode ser tomada como um primeiro passo na importante tarefa de incluir este tema nos esforços para voltar a regular (*re-regulate*) as finanças e evitar desequilíbrios macroeconômicos globais.

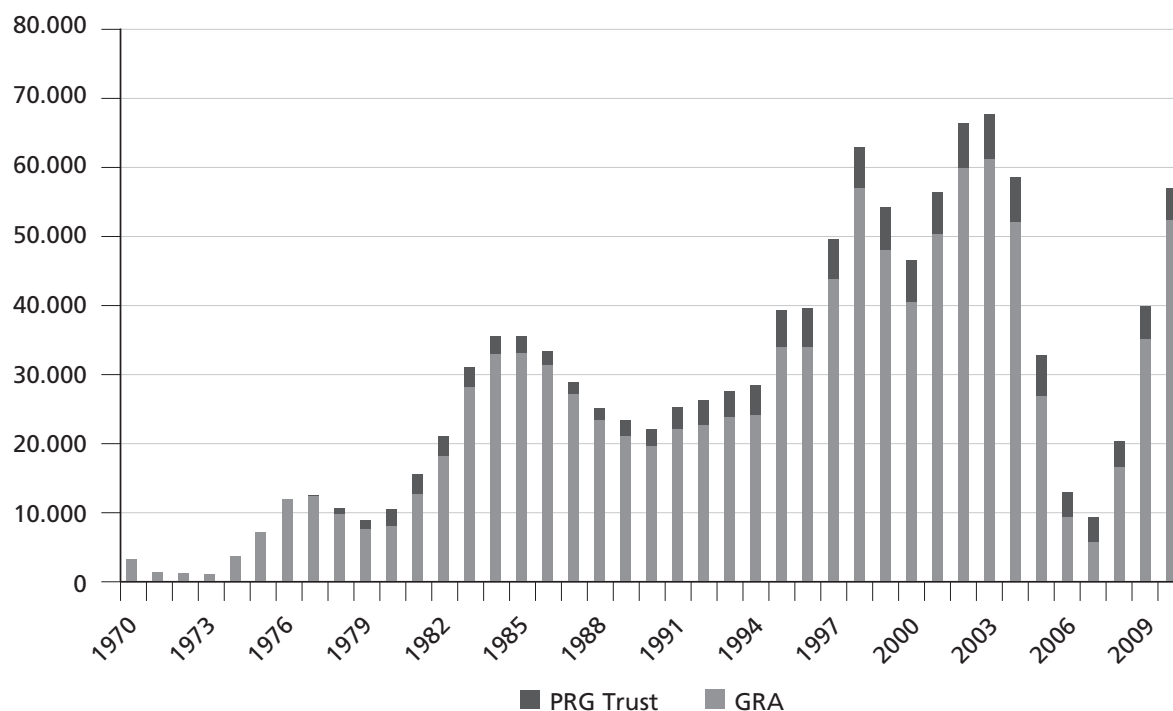
6 FINANCIAMENTO DE EMERGÊNCIA DA BALANÇA DE PAGAMENTOS E RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA

Desde a Segunda Guerra Mundial, a comunidade internacional tem podido contar com o financiamento de emergência do FMI durante crises na balança de pagamentos. Como mostra o gráfico 5, este mecanismo favoreceu um crescente aumento do financiamento anticíclico até o início de 2000, especialmente durante a crise financeira da década de 1980 e a sucessão de crises que começaram em 1994: México, Ásia Oriental, Rússia, América do Sul e Turquia. Seguindo este padrão, o FMI aumentou significativamente seus empréstimos a países afetados pela crise global em 2008, e especialmente em 2009 e 2010.

Após a crise mexicana, a necessidade de criar novas linhas de crédito para mitigar os efeitos da volatilidade da conta de capital – e, mais genericamente, para atingir

a magnitude dos programas de cada país – começou a ser reconhecida. Assim, face à crise asiática, o FMI criou duas novas linhas de crédito: o Programa de Financiamento de Reserva Suplementar (Sypplement Reserve Facility – SRF), que serviu como arcabouço para os grandes empréstimos feitos durante as crises d final do século XX e o início o século XXI; e as linhas de crédito contingente (*contingent credit line* – CCL), que tiveram uma finalidade mais preventiva. Estas últimas, nunca exploradas – possivelmente, porque seu uso foi percebido como indicador de vulnerabilidade – foram suspensas em 2003. Em 2006, o FMI propôs um mecanismo alternativo, uma linha de crédito para o aumento das reservas (*reserve augmentation line*), mas nunca foi aprovado. Para os países mais pobres, as linhas de ajustamentos estruturais criadas em meados dos anos 1980 foram transformadas, em 1999, no Programa de Financiamento para Redução da Pobreza e Crescimento (Poverty Reduction and Growth Facility – PRGF). Em janeiro de 2006, uma linha de crédito foi adicionada para aqueles países que visam facilitar a recuperação após os choques negativos – de comércio e desastres naturais – e os conflitos com países vizinhos.

GRÁFICO 5
Uso dos recursos do FMI
 (Em milhões de DES)



Fonte: FMI. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcred1.aspx>>.

Obs.: 1. Fundo do PRG: recursos para países de baixa renda.

2. GRA: conta de recursos gerais.

A crise financeira global levou a novas reformas em todas essas áreas. Em outubro de 2008, o FMI criou uma nova linha de crédito preventiva para países com “políticas macroeconômicas sólidas”, a linha de liquidez de curto prazo (*short-term liquidity facility* – SLF), que poderia ser desembolsada sem a tradicional condicionalidade *ex post* do FMI. No entanto, à medida que a crise global se aprofundou e se espalhou pelo mundo em desenvolvimento, nenhum país a solicitou. Curiosamente, no mesmo dia em que o FMI anunciou a criação do SLF, o Federal Reserve finalizou acordos de crédito recíproco com México, República da Coreia, Cingapura e Brasil, que foram extensivamente utilizados. Isto implica que, a despeito de prazos de vencimentos mais curtos, as linhas de *swap* do Banco Central dos Estados Unidos (e outras que surgiram posteriormente em todo o mundo) foram claramente superiores aos empréstimos do FMI em termos de escala, flexibilidade e ausência de condicionalidades.

Como resultado da forte pressão para adotar medidas mais amplas, o FMI, em março de 2009, aprovou uma revisão do seu arcabouço de empréstimos. Em primeiro lugar, criou um novo programa preventivo, a linha de crédito flexível (*flexible credit line* - FCL), novamente para países com fundamentos sólidos, mas com risco de enfrentar problemas em suas contas de capital.²¹ Seus termos foram melhorados em agosto de 2010, ao aumentar a escala dos recursos e estender o período pelo qual pode ser utilizado. Em segundo lugar, o pacote de março de 2009 duplicou as outras linhas de crédito e permitiu a utilização mais ampla de acordos *stand-by* para fins preventivos (denominado *acordo preventivo de acesso elevado* ou *high-access precautionary arrangements*). Em agosto de 2010, um passo adicional foi dado, com a criação da nova linha de crédito preventiva (*precautionary credit line* – PCL) para os países que o FMI considere ter boas políticas, mas que não satisfaçam os critérios da FCL. A terceira reforma significativa, introduzida em março de 2009, foi para eliminar a relação entre os desembolsos e as condicionalidades estruturais do FMI. Estas reformas foram acompanhadas pela eliminação de várias linhas de crédito existentes.

Em termos de países de baixa renda, o FMI aumentou a capacidade global de empréstimos para US\$ 17 bilhões até 2014, tanto por meio da linha de crédito ampliada (*extended credit facility* – ECF), que substituiu o PRGF, como por meio de rápidos desembolsos e condicionalidades reduzidas de financiamento de emergência. O FMI também decidiu que todos os países de baixa renda receberiam um cancelamento excepcional de todos os pagamentos de juros devidos sobre os empréstimos em condições concessionais até o final de 2011, bem como menores taxas de juros sobre empréstimos futuros. Em dezembro de 2009, reformou suas

21. Uma desvantagem importante dessa linha, como com outras similares no passado, é, não obstante, que divide os países em dois grupos: aqueles que têm “boas” políticas e aqueles que o FMI não classifica nesta categoria. O então administrador do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD), Kemal Derviş (2008), assinalou, em relação a um programa de SLF que precedeu a FCL, que esta classificação não era clara e poderia criar sérias tensões.

linhas de empréstimos em condições concessionais a partir de um único desenho para um portfólio de opções, que visam ser mais flexíveis para as diferentes situações que enfrentam os países em relação à sua vulnerabilidade à dívida e à sua capacidade de gestão macroeconômica e das finanças públicas (“capacidade”). Neste contexto, os países nos quais a vulnerabilidade à dívida é alta terão sempre empréstimos em condições concessionais, mas aqueles com vulnerabilidade limitada e alta capacidade podem, eventualmente, ter acesso a empréstimo em condições não concessionais.

Além de continuar a melhorar este portfólio, a principal questão pendente diz respeito à forma como os empréstimos do FMI são financiados. Os mecanismos mais utilizados no passado foram as quotas e os “acordos de obtenção de empréstimo” (*arrangements to borrow*). As desvantagens do primeiro são que os ajustes das quotas tendem à defasagem em relação ao tamanho da economia mundial, e que o FMI é forçado a gerir uma multiplicidade de moedas, das quais a maioria não pode ser utilizada para financiar seus programas. É por isto que os acordos de obtenção de empréstimo – uma rede de empréstimos dos bancos centrais ou dos governos para o fundo – são complementos necessários. Sua desvantagem básica é que, apesar da expansão do número de países que contribuem para estes acordos, não é um mecanismo verdadeiramente multilateral.

É por isso que faz sentido ter um DES integralmente financiado pelo FMI, que combinaria a criação de dinheiro internacional com as funções de empréstimo, de forma similar à criação do dinheiro e financiamento que os bancos centrais operam no âmbito nacional. Além da vantagem básica de fazer os empréstimos do FMI autofinanciados, seria realmente fazer dos DES um instrumento monetário internacional mais útil, ao permitir que os DES não utilizados, mantidos como reservas internacionais pelos países, fossem usados para emprestar aos países que precisam deles para fins de liquidez. Portanto, equipara as *alocações* anticíclicas de DES (se eles são essencialmente emitidos durante as crises) ao *financiamento* anticíclico.

Existem duas formas alternativas de desenhar empréstimos integralmente financiados por DES do FMI. A primeira é aquela sugerida pelo falecido economista do FMI, Jacques Polak, há três décadas: os empréstimos do FMI durante as crises criariam novos DES (semelhante à forma que os empréstimos pelos bancos centrais criam moedas domésticas), mas estes seriam automaticamente destruídos, uma vez que esses empréstimos fossem pagos (POLAK, 1979). Este seria um mecanismo de financiamento totalmente anticíclico. Um corolário disto é que o FMI deveria ser autorizado, em qualquer caso, a criar DES em uma quantidade quase ilimitada em face de um grande distúrbio global (STIGLITZ *et al.*, 2011). O outro mecanismo seria tratar os DES não utilizados por países como depósitos no (ou empréstimos ao) FMI, que poderiam ser utilizados pela instituição para

emprestar aos países em necessidade (OCAMPO, 2010a; 2010c). Qualquer uma destas propostas envolveria eliminar a divisão entre as denominadas contas de “recursos gerais” e de DES, o que limitaria severamente a utilidade de alocações de DES. Também implicaria mudança no significado de “quotas” dos Estados-membros, que não envolveria transferências reais de recursos para o FMI, mas, em qualquer caso, seria essencial para determinar os limites de empréstimo e de alocações de DES (POLAK, 2005, parte II).

Para qualquer uma dessas soluções funcionarem, é, sem dúvida, essencial, que as linhas de crédito do FMI continuem a melhorar em termos de tamanho, prazo e condicionalidade. No entanto, as reformas recentes parecem ter sido incapazes de superar o estigma associado a pedidos de empréstimos a esta instituição e, assim, não têm corrigido a demanda por autosseguro. É por isto que uma reforma mais ambiciosa é necessária, talvez por meio da adoção de, pelo menos parcialmente, uma parte do plano original de Keynes para um acordo pós-Guerra: a criação da linha de saque a descoberto que pode ser usada *incondicionalmente* por *todos* os membros do FMI, até determinado limite e por um período de tempo preestabelecido.

Tal programa contribuiria, ainda, para tornar o sistema mais simétrico entre países superavitários e deficitários, de modo a corrigir parcialmente o viés anti-keynesiano. Algumas regras para a alocação de DES poderiam também contribuir para este propósito; particularmente, ao penalizar países com superávits substanciais e/ou reservas excessivas, suspendendo seus direitos a receber alocações de DES. Concentrar a emissão durante as crises também ajudaria a contornar as pressões recessivas que a economia mundial enfrenta durante as crises, devido à pressão assimétrica em países deficitários *versus* superavitários no sentido de se ajustarem. Este objetivo também seria atendido pelo papel mais ativo do FMI, de prestamista de emergência da balança de pagamentos, assim como de fonte de “seguro coletivo”.

Essas reformas são, portanto, essenciais para reduzir a demanda por *self-insurance*, mas podem requerer um uso mais ativo da regulamentação da conta de capital, para evitar fluxos excessivos de capital para países emergentes e em desenvolvimento, que são uma fonte adicional de demanda por *self-insurance*. O uso ativo de DES também contribuiria para corrigir o dilema de Triffin e as desigualdades do sistema. Como um grupo, estas reformas, assim, contribuiriam significativamente para corrigir alguns dos grandes problemas do atual sistema monetário internacional.

Pode-se acrescentar que o sistema não pode depender exclusivamente do financiamento de emergência, considerando que a disponibilidade de tal financiamento poderia levantar questões de risco moral para os credores do setor privado e/ou tomadores de empréstimos do setor público. O financiamento

de emergência serve para evitar que problemas de acesso à liquidez durante as crises se transformem em insolvência, mas não é adequado para lidar com problemas de sobre-endividamento. É por esta razão que um quadro institucional regular para gerir o excesso de endividamento internacional tem de ser criado: um tribunal de dívida para as dívidas soberanas, semelhante àqueles criados para gerenciar falências em economias nacionais, cujas decisões são juridicamente vinculantes.

O único mecanismo institucional regular desse tipo é o Clube de Paris, que trata exclusivamente de financiamento oficial. O sistema baseou-se, no passado, sobre os mecanismos *ad hoc*, tais como os Planos Baker e Brady dos anos 1980 e da Iniciativa para os Países Pobres Muito Endividados (Heavily Indebted Poor Countries Initiative), desde meados dos anos 1990, e sua sucessora, a Iniciativa de Alívio da Dívida Multilateral (Multilateral Debt Relief Initiative), de 2005. Contudo, este sistema tem dependido fortemente de traumáticas renegociações individuais de dívida, incluindo aquelas com bancos do denominado “Clube de Londres”. O problema com todos estes mecanismos – e, portanto, com o existente (de novo) não sistema – é que as soluções em geral (ou até mesmo sempre) vieram tarde demais, depois dos efeitos devastadores do sobre-endividamento dos países. O não sistema é também horizontalmente desigual, uma vez que não trata todos os devedores ou todos os credores com regras uniformes.

O tribunal de dívida proposto serviria como mediador; caso falhasse nesta tarefa, este serviria como árbitro, tanto do setor público quanto do privado, de disputas internacionais envolvendo a dívida soberana.²² Mecanismos de reestruturação geridos pelo setor privado, com base em negociações do “Clube de Londres” ou no uso ativo da cláusula de ação coletiva em emissões de obrigações, são claramente insuficientes a este respeito. Fora o fato de que os devedores podem retardar o uso do mecanismo para evitar antagonizar os credores, os mecanismos de mercado não geram um tratamento uniforme aos credores e não tratam os empréstimos oficiais e privados com um conjunto único de regras, mantendo, portanto, as desigualdades horizontais do sistema atual. Além disso, e como indicam os debates europeus em curso sobre este assunto, o mecanismo deve ser de caráter global, mas a implementação de um mecanismo europeu pode ser o primeiro passo para reduzir esta grande brecha na arquitetura financeira e monetária internacional.

22. Ver, a esse respeito, a contribuição de Herman, Ocampo e Spiegel (2010), bem como a das Nações Unidas (United Nations, 2009b, cap. 5).

7 A CONSTRUÇÃO DE UMA ARQUITETURA INTERNACIONAL FINANCEIRA INCLUSIVA

Reformas substanciais devem ser acompanhadas pelo desenho de estruturas adequadas de governança. Bons, mas incompletos, passos foram dados nesta área. Os mais importantes foram a decisão de ampliar a admissão das instituições financeiras reguladoras globais aos membros do G20 e a inclusão dos principais países em desenvolvimento no próprio grupo, que se autodefiniu na reunião realizada em setembro de 2009, em Pittsburgh, como o “principal fórum para a nossa cooperação econômica internacional”. Mas este “multilateralismo de elite” também enfrenta um grande problema, já que os organismos *ad hoc* automeados não podem substituir as instituições representativas em uma bem estruturada arquitetura econômica internacional.

As reformas de “voz e representação” dos países em desenvolvimento nas instituições de Bretton Woods são anteriores à criação do G20 no âmbito dos líderes e continuam a ocorrer, parcialmente, de forma paralela. Em 2006 e 2008, acordos modestos foram aprovados sobre as reformas das quotas e dos votos no Conselho de Administração do FMI, o que implicou em uma redistribuição das quotas e uma triplicação dos votos básicos. Em outubro de 2010, pouco antes da reunião dos chefes de governo e de Estado em Seul, os ministros do G20 concordaram com a medida, e o Conselho de Administração do FMI aprovou, em novembro de 2010, uma reforma mais ambiciosa. Esta incluiu a duplicação das quotas, a revisão da alocação de quotas e o número de votos dos países em desenvolvimento, protegendo aquelas dos países mais pobres, reduzindo em dois os representantes europeus no Conselho de Administração do FMI e elegendo todos os seus membros. Em relação à situação pré-2006 (ou seja, antes da reunião anual de Cingapura, em 2006), o aumento das quotas – 3,9 pontos percentuais (p.p.) – e do número de votos (5,3 p.p.) de países em desenvolvimento e economias em transição foi menos que o esperado por aqueles países, e os grandes ganhos por parte de alguns deles (China, República da Coreia, Brasil, Índia, México e Turquia, nesta ordem), que perfizeram 7,3 e 6,7 p.p. em termos de quotas e número de votos, respectivamente, vieram, em parte, às custas de outros países em desenvolvimento (gráficos 6 e 7). Além disso, embora quota e número de votos dos países europeus fossem reduzidos, sua sobrerrepresentação continuou a ser um problema fundamental, como é a subrepresentação de algumas economias emergentes em relação à sua participação efetiva na economia mundial. Dada a dinâmica atual, este problema tende a piorar ao longo do tempo.

GRÁFICO 6
Redistribuição de quotas no FMI *versus* a situação pré-2006

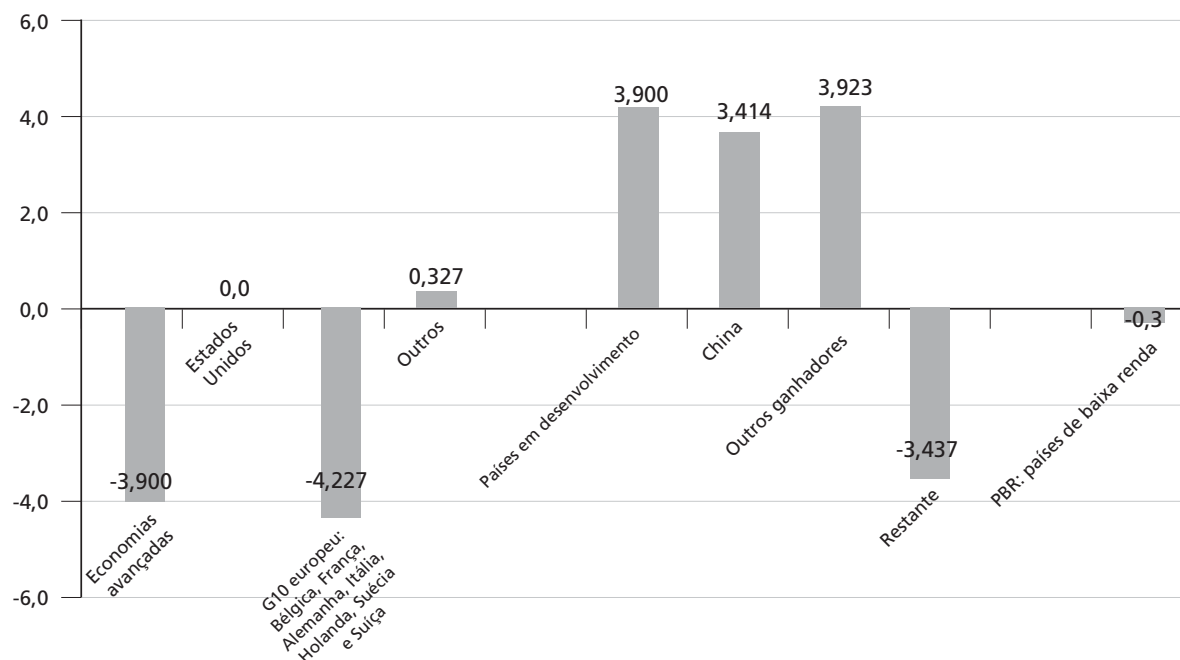
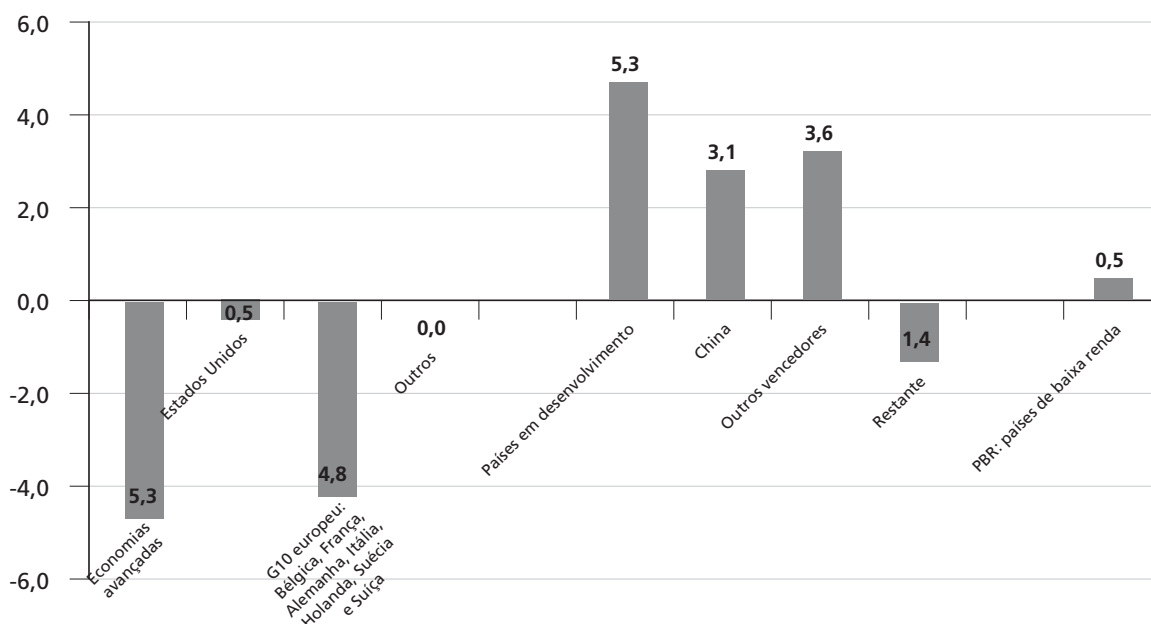


GRÁFICO 7
Redistribuição de votos no FMI *versus* a situação pré-2006



A essas medidas, devem-se acrescentar outras importantes propostas feitas em várias ocasiões, incluindo a do Comitê para a Reforma da Governança do FMI de 2009, liderada por Trevor Manuel (IMF, 2009): redução no limiar dos votos necessários para aprovar importantes reformas do FMI dos atuais 85% para, por exemplo, de 70% a 75%; criação de um conselho de ministros com poderes efetivos para adotar as decisões políticas mais importantes, substituindo assim

o Comitê Monetário e Financeiro Internacional (International Monetary and Financial Committee); e uma redefinição clara das relações entre este conselho, o conselho de administração e a administração.

Por sua parte, em reuniões na primavera de 2010, o Banco Mundial aprovou uma transferência de 3,13% de número de votos das economias desenvolvidas para as em desenvolvimento e em transição, que passaram a deter 47,19% do número de votos e receberam a promessa de que vão alcançar a paridade em um futuro próximo. Os aumentos foram concentrados principalmente em países de renda média, especialmente da Ásia, que estavam significativamente sub-representados, enquanto países de baixa renda observaram uma mudança limitada. Esta mudança foi alcançada por meio de um aumento *ad hoc* de capital, e não por meio de uma fórmula baseada em princípios claros, incluindo a missão de desenvolvimento do Banco Mundial. Houve consenso de que isto seria feito até 2015.

O G20 também concordou que a alta direção dessas organizações deveria ser escolhida com base em processos abertos e transparentes, baseados no mérito dos candidatos e independentemente de sua nacionalidade. Ainda deve ser tratado como este princípio funcionaria na prática, quando a maioria do número de votos em ambas as instituições ainda se concentra nas mãos dos Estados Unidos e dos membros da União Europeia, que atualmente lideram as duas principais organizações. Também seria útil que o quadro de funcionários destas instituições fosse mais diversificado, não apenas em termos de nacionalidade, mas também de educação e experiência profissional, bem como de gênero.

As questões mais amplas sobre a governança financeira global dizem respeito, contudo, ao multilateralismo de elite – ou seja, ao próprio G20. A criação deste G no âmbito dos líderes foi, naturalmente, um passo à frente quando comparado ao G7, em termos de representação dos países em desenvolvimento. Mas esta solução também criou problemas por causa da natureza *ad hoc* do mecanismo de cooperação adotado, incluindo a forma em que a admissão foi definida, que implica a exclusão de alguns grandes países (Nigéria é o caso mais proeminente) e (mais uma vez) a sobrerrepresentação da Europa Ocidental.

Essa preferência pelos grupos econômicos (G7, G8, G20...) sobre as instituições representativas internacionais tem raízes históricas profundas no caso dos principais países industrializados e reflete uma predileção revelada destes países por mecanismos sobre os quais possam exercer maior influência, mas esta tendência pode agora estar afetando outros membros do G20. O problema básico é o desafio de superar a tensão entre a representatividade e a legitimidade a ela associada, por um lado, e as estruturas de poder, por outro. Esta questão é algumas vezes expressa como a tensão entre inclusão e eficácia, mas isto é claramente uma maneira errada de colocá-la, considerando

que as democracias nacionais têm mostrado que as instituições representativas podem ser eficazes. É obviamente verdade que alguns processos de tomada de decisões podem exigir pequenos órgãos, mas isto não é inconsistente com o princípio da representação, já que estes pequenos órgãos podem ser incorporados em grandes instituições representativas, que elegem seus membros conforme critérios acordados.

Portanto, embora os “grupos econômicos” possam desempenhar um importante papel na colocação de novas questões na agenda, facilitar o consenso entre as grandes potências e, de maneira geral, orientar as mudanças que geram consenso entre os países mais influentes, nenhuma estrutura de governança pode gerar legitimidade enquanto os processos de tomada de decisões não sejam inclusivos. Por esta razão, o G20 deve ser visto como uma transição para um mecanismo de cooperação econômica internacional mais representativo e, assim, legítimo.

Um desses mecanismos seria o Conselho de Coordenação Econômica Global (Global Economic Coordination Council), proposto pela já referida Comissão de Especialistas sobre Reformas do Sistema Monetário e Financeiro Internacional da ONU (UNITED NATIONS, 2009b, cap. 4), que é, por sua vez, parte de uma longa história de propostas para criar o “Conselho de Segurança Econômica” da ONU. Conforme esta proposta, o Conselho de Coordenação seria instalado no âmbito do *sistema* das Nações Unidas, ao qual pertencem as Instituições de Bretton Woods, e a Organização Mundial do Comércio (OMC) se tornaria um membro. Seria formado com base em representantes eleitos por meio de votos ponderados, seguindo, assim, o modelo pelo qual os conselhos de administração das referidas instituições são compostos, embora com fórmulas de representação que superem os problemas que estas instituições enfrentam.

Além desse mecanismo potencial, a ONU pode desempenhar um papel importante na governança econômica global. Ela provou ser um mecanismo muito eficaz de estabelecimento de consensos (no âmbito das finanças globais, no caso do Consenso de Monterrey) e de geração de novas ideias e de um escopo para a cooperação internacional (em particular, os Objetivos de Desenvolvimento do Milênio), embora sua eficácia tenha sido limitada pela tendência a restringir seu papel na implementação destes acordos. Em retrospecto, algumas das contribuições analíticas do Secretariado da ONU sobre questões econômicas e financeiras globais – pelo Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais da ONU (United Nations Department of Economic and Social Affairs – UN-Desa), pela UNCTAD e pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), em particular – têm sido, no mínimo, mais sólidas que aquelas das Instituições de Bretton Woods, apesar da quantidade muito mais limitada de recursos que estas instituições gerenciam. A ONU também fez

importantes contribuições para estes debates por meio da convocação de grupos de alto nível técnico, como na área das finanças globais, com as comissões de Zedillo e de Stiglitz (UNITED NATIONS, 2001; 2009b).

Finalmente, em todas as áreas de reforma, a arquitetura global deve confiar mais amplamente nas instituições regionais. De fato, em uma comunidade internacional heterogênea, a criação de *redes* de instituições globais, regionais e nacionais pode proporcionar um melhor sistema de governança que os acordos baseados em organizações globais. Isto é fundamentado em velhos princípios federalistas: as regionais e sub-regionais dão uma voz mais forte e um senso de pertencimento aos países menores. Estas instituições são, portanto, mais propensas a responder às suas demandas. Isto já foi reconhecido em algumas áreas, como o sistema de bancos multilaterais de desenvolvimento, onde o Banco Mundial é complementado por bancos de desenvolvimento regionais e, em algumas partes do mundo, sub-regionais (em particular, na América Latina e no Caribe) e bancos inter-regionais (o Banco Islâmico de Desenvolvimento, por exemplo). Embora a densidade de acordos institucionais seja bastante diversificada em todo o mundo, seu histórico é amplamente positivo.²³

A criação dessa rede institucional é particularmente urgente na esfera monetária, onde o FMI deveria fazer uso mais ativo de instituições regionais, tais como a Iniciativa Chiang Mai e o Fundo de Reservas da América Latina, e apoiar suas criações em outras partes do mundo em desenvolvimento. A criação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e o futuro Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira também são passos importantes nesse sentido. De fato, o FMI do futuro deveria ser concebido como o ápice de uma rede de fundos de reservas regionais, em vez de um mero fundo global (OCAMPO, 2002; 2006). Além de seus benefícios em termos de participação de todos os países, este desenho seria muito melhor para promover o diálogo sobre políticas macroeconômicas e a prevenção e a gestão de crises mundiais.

No entanto, consideração cuidadosa deve ser dada aos vínculos entre os acordos globais e regionais. A este respeito, durante a recente crise, os europeus escolheram pacotes de resgate que combinaram recursos do FMI e do Fundo Europeu de Estabilização Financeira. Em contraste, como o acesso às linhas de *swap* de Chiang Mai, além de certo limite (20% das linhas de *swap* acordadas), requer um programa do FMI, os países que poderiam ter se utilizado da iniciativa durante a crise (Indonésia e República da Coreia) não o fizeram, já que não estavam dispostos a concordar com qualquer programa. Por sua vez, a utilização do Fundo de Reservas da América Latina tem sido tradicionalmente desvinculada

23. Ver, a esse respeito, as contribuições para Ocampo (2006) e a avaliação da contribuição de mecanismos regionais diferentes para a estabilidade monetária internacional por McKay, Volz e Mölfinger (2011).

de qualquer programa com a instituição global. Os vínculos entre o FMI e os acordos regionais devem ser sujeitos, portanto, a desenhos flexíveis.

8 CONCLUSÕES

Este estudo argumenta em favor de uma reforma global, porém evolutiva, do atual sistema monetário internacional. Uma reforma global incluiria seis áreas: *i)* o desenho de um sistema internacional de reservas baseado na emissão anticíclica de DES, que também são fonte de financiamento para as linhas de crédito do FMI, transitando, assim, para um FMI totalmente financiado por DES; *ii)* o provimento de mecanismos mais amplos de cooperação da política macroeconômica incluídos no FMI; *iii)* um sistema de taxa de câmbio entre os principais países com base em um sistema de taxas de referência; *iv)* a regulamentação de financiamento transfronteira para mitigar o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capital internacionais; *v)* a disponibilização de adequado financiamento para a balança de pagamentos durante as crises; e *vi)* o provimento de mecanismos adequados para a renegociação da dívida internacional, para lidar com problemas de sobreendividamento. A reforma pode ser evolutiva, já que pode ser construída sobre os acordos existentes na maioria destas áreas. Isto a torna também politicamente mais viável, embora o processo de negociação provavelmente seja complexo.

Isso deve ser acompanhado por uma reforma institucional que seja mais inclusiva, com três elementos principais. O primeiro é a transição do G20 para um mecanismo global mais representativo da cooperação econômica internacional, que deve fazer parte do sistema das Nações Unidas e com base em representantes eleitos por meio de votos ponderados. O segundo é a reforma contínua das Instituições de Bretton Woods, para fazer suas estruturas de votação mais coerentes com a economia global de hoje, assim como a dinâmica, e para melhorar outros aspectos das suas estruturas de governança. O terceiro é uma arquitetura de múltiplas camadas em que as instituições globais interajam com um corpo mais denso de acordos regionais.

REFERÊNCIAS

- AKYÜZ, Y. Reforming the IMF: back to the drawing board. **Global Economy Series**, n. 7, 2005.
- ARIYOSHI, A. *et al.* Capital controls: country experiences with their use and liberalization. **Occasional Paper**, Washington, n. 190, 2000.
- BERGSTEN, C. F. How to solve the problem of the dollar. **Financial Times**, 11 Dec. 2007. Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=854>>.

CAMDESSUS, M. **An Agenda for the IMF at the start of the 21st century.** *In*: COUNCIL ON FOREIGN RELATIONS. New York, Feb. 2000.

DERVIŞ, K. Fairness for emerging markets. **Washington Post**, 3 Nov. 2008.

_____. Keep the faith: the G20 can stop the war. **Financial Times**, 8 Nov. 2010a.

_____. The G20 and macroeconomic policy co-ordination at the crossroads: a macroeconomic agenda for the G20. *In*: BRADFORD, C. *et al.* **The G20 seoul G20 summit: strengthening the global recovery.** Washington: Brookings Institution, 2010b. p. 3-8.

EATWELL, J.; TAYLOR, L. (Eds.). **International capital markets: systems in transition.** New York: Oxford University Press, 2002.

EICHENGREEN, B. **Globalizing capital: a history of the international monetary system.** Princeton: Princeton University Press, 1996.

_____. **Global imbalances and the lessons of Bretton Woods.** Cambridge: MIT Press, 2007.

_____. **Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system.** New York: Oxford University Press, 2011.

EPSTEIN, G.; GRABEL, I; SUNDARAM, J. K. Capital management techniques in developing countries. *In*: BUIRA, A. (Ed.). **Challenges to the World Bank and the IMF: developing country perspectives.** London: Anthem Press, 2003. cap. 6.

FRANKEL, J.; SARAVELOS, G. **Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability?** Evidence from the 2008-2009 global crisis. NBER, 2010. (NBER Working Paper, n. 16.047).

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. Economic development and the international financial system. *In*: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. (Eds.). **Time for a visible hand: lessons from the 2008 world financial crisis.** New York: Oxford University Press, 2010.

GALLAGHER, K. **Regaining control?** capital controls and the global financial crisis. University of Massachusetts at Amherst, 2011. (Peri Working Paper, n. 250).

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. E. A modest proposal for international financial reform. *In*: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. (Eds.). **Time for a visible hand: lessons from the 2008 world financial crisis.** New York: Oxford University Press, 2010.

G20 – GROUP OF 20. **Communiqué**. *In*: G20 MEETING OF FINANCE MINISTERS AND CENTRAL BANK GOVERNORS. Paris, 18-19 Feb. 2011.

G24 – GROUP OF TWENTY-FOUR. **Intergovernmental Group of Twenty-Four on international monetary affairs and development**: communiqué. Washington, 14 Apr. 2011.

HART, A. G.; KALDOR, N.; TINBERGEN, J. **The case for an international commodity reserve currency**. Geneva: UNCTAD, 1964.

HERMAN, B.; OCAMPO, J. A.; SPIEGEL, S. (Eds.). **Overcoming developing country debt crises**. New York: Oxford University Press, 2010.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Committee on IMF global governance reform**: final report. Washington, Mar. 2009.

_____. **Fourteen general review of quotas**: the size of the fund – initial considerations. 12 Mar. 2010.

_____. Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting themes and possible policy framework. **IMF Policy Paper**, 14 Feb. 2011a.

_____. **Strengthening the international monetary system**: taking stock and looking ahead. 23 Mar. 2011b.

KENEN, P. B. Use of SDR to supplement or substitute for other means of finance. *In*: VON FURSTENBERG, G. M. (Ed.). **International money and credit**: the policy roles. Washington: International Monetary Fund, 1983.

_____. **The international financial architecture**: what's new? What's missing? Washington: Institute for International Economics, 2001.

_____. Reforming the global reserve regime: the role of a substitution account. **International Finance**, v. 13, n. 1, 2010a.

_____. An SDR-based reserve system. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 2, Article 13, 2010b.

KAWAI, M.; LAMBERTE, M. B. (Eds.). **Managing capital flows**: the search for a framework. Cheltenham: Edward Elgar and Asian Development Bank Institute, 2010.

KEYNES, J. M. The Keynes plan: 1942-1943. *In*: HORSEFIELD, J. K. (Ed.). **The International Monetary Fund 1945-1965**: twenty years of international monetary cooperation. Washington: IMF, 1969. v. 3. p. 3-36.

LLAUDES, R.; SALMAN, F.; CHIVAKUL, M. **The impact of the Great Recession on emerging markets**. IMF, 2010. (IMF Working Paper, n. 10/237).

MAGUD, N.; REINHART, C. Capital controls: an evaluation. *In*: EDWARDS, S. (Ed.). **Capital controls and capital flows in emerging economies: policies, practices and consequences**. Chicago: The University of Chicago Press, 2007. cap. 14.

MCKAY, J.; VOLZ, U.; WÖLFINGER, R. Regional financing arrangements and the stability of the international monetary system. **Journal of Globalization and Development**, 2011.

MATOO, A.; SUBRAMANIAN, A. **Currency undervaluation and sovereign wealth funds: a new role for the world trade organization**. 2008. (Peterson Institute for International Economics Working Paper, n. 08-02).

OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. Global imbalances and the financial crisis: products of common causes. *In*: GLICK, R.; SPIEGEL, M. M. (Eds.). **Asia and the global financial crisis**. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2010. 6p. 131-72.

OCAMPO, J. A. Recasting the international financial agenda. *In*: EATWELL, J.; TAYLOR, L. (Eds.). **International capital markets: systems in transition**. New York: Oxford University Press, 2002, p. 41-73.

_____. Capital account and counter-cyclical prudential regulation in developing countries. *In*: FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. (Eds.). **From capital surges to drought: seeking stability for emerging markets**. London: Palgrave Macmillan, 2003.

_____. (Ed.). **Regional financial cooperation**. Washington: Brookings Institution; ECLAC, 2006.

_____. A broad view of macroeconomic stability. *In*: SERRA, N.; STIGLITZ, J. E. (Eds.). **The Washington consensus reconsidered: towards a new global governance**. New York: Oxford University Press, 2008. cap. 6.

_____. Reforming the global reserve system. *In*: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. (Eds.). **Time for a visible hand: lessons from the 2008 world financial crisis**. New York: Oxford University Press, 2010a. cap. 16.

_____. Special drawing rights and the reform of the global reserve system. *In*: SUNDARAM, J. K. (Ed.). **Reforming the international financial system for development**. New York: Columbia University Press, 2010b. cap. 13.

_____. Building an SDR-Based global reserve system. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 2, Article 14, 2010c.

OCAMPO, J. A.; KREGEL, J.; GRIFFITH-JONES, S. **International finance and development**. London: Zed Books, 2007.

OCAMPO, J. A.; PALMA, G. The role of preventive capital account regulations. *In*: OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. (Eds.). **Capital market liberalization and development**. New York: Oxford University Press, 2008. cap.7.

OCAMPO, J. A. *et al.* Capital market liberalization and development. *In*: OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. (Eds.). **Capital market liberalization and development**. New York: Oxford University Press, 2008.

OSTRY, J. D. *et al.* **Capital inflows: the role of controls**. 19 Feb. 2010. (IMF Staff Position Note, n. SPN/10/04). Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

PALMA, G. The three routes to financial crises: the need for capital controls. *In*: EATWELL, J.; TAYLOR, L. (Eds.). **International capital markets: systems in transition**. New York: Oxford University Press, 2002. p. 297-338.

POLAK, J. J. Thoughts on an International Monetary Fund based fully on SDR. **Pamphlet Series**, Washington, n. 28, 1979.

_____. **Economic theory and financial policy: selected essays of Jacques J. Polak – 1994-2004**. Edited by James M. Boughton. Armonk: M.E. Sharpe, 2005.

PRASAD, E. S. *et al.* Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. **IMF Occasional Paper**, Washington, n. 220, 2003.

REDDY, Y. V. **Global crisis, recession and recovery**. Andhra Pradesh: Orient BlackSwan, 2010.

RODRIK, D.; VELASCO, A. Short-term capital flows. *In*: ANNUAL WORLD BANK CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS, 1999, Washington. **Anais...** Washington: World Bank, 2000. p. 59-90.

SOLOMON, R. **The International Monetary System 1945-1976: an insider's view**. New York: Harper & Row, 1977.

STIGLITZ, J. E. **Making globalization work**. New York: W. W. Norton, 2006.

STIGLITZ, J. E.; BHATTACHARYA, A. **The underpinnings of a stable and equitable global financial system: from old debates to a new paradigm**. *In*: ANNUAL WORLD BANK CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS, 1999, Washington, DC. **Anais...** Washington: World Bank, 2000. p. 91-130.

STIGLITZ, J. E. *et al.* A modest proposal for the G20. **Project Syndicate**, 2011. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/ocampo8/English>>.

TRIFFIN, R. **Gold and the dollar crisis**. Revised edition. New Haven: Yale University Press, 1961.

_____. **Our international monetary system: yesterday, today and tomorrow**. New York: Random House, 1968.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **International monetary issues and the developing countries: report of the group of experts**. New York: United Nations, 1965.

UNITED NATIONS. **Towards a new international financial architecture:** report of the task force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations. 21 Jan. 1999. Disponível em: <http://www.un.org/esa/ffd/economicgovernance/ECESA_Financial%20Architecture_1999.pdf>.

_____. **Report of the high-level panel on financing for development.** 2001 (Zedillo Report). Disponível em: <<http://www.un.org/reports/financing>>.

_____. **Monterrey consensus on financing for development.** 2002. Disponível em: <<http://www.un.org/esa/ffd/monterrey/MonterreyConsensus.pdf>>.

_____. **Outcome document.** *In:* CONFERENCE ON THE WORLD FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS AND ITS IMPACTS ON DEVELOPMENT. 22 June 2009a.

_____. **Report.** *In:* COMMISSION OF EXPERTS CONVENED OF THE PRESIDENT OF THE UN GENERAL ASSEMBLY ON REFORMS OF THE INTERNATIONAL MONETARY AND FINANCIAL SYSTEM, New York, 2009b. Disponível em: <http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf>.

WILLIAMSON, J. **Reference rates and the international monetary system.** Washington: Peterson Institute, 2007. (Policy Analysis, n. 82).

_____. The future of the reserve system. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 2, Article 15, 2010.

XIAOCHUAN, Z. **Reform the international monetary system.** Beijing: People's Bank of China, 2009. Disponível em: <<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Articles of agreement of the international monetary fund.** Washington, DC, 1944. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>>.