

As Transformações no Sistema Financeiro Internacional

Volume 2



Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra
Keiti da Rocha Gomes

ipea 47
anos
Por um Brasil desenvolvido

Para serem socialmente úteis, os sistemas financeiros deveriam contribuir para a alocação eficiente de recursos na economia e para a promoção do investimento produtivo e da inovação técnica. O contexto recente, ainda sob os efeitos da crise financeira internacional eclodida em 2008, trouxe uma significativa oportunidade de discussão acerca da violenta instabilidade e dos riscos intrínsecos ao funcionamento de mercados financeiros desregulamentados, liberalizados e com precários mecanismos de controles internos das próprias instituições.

Escravos da lógica da acumulação especulativa, tendo-se tornado disfuncionais para a alocação eficiente de capitais, os sistemas financeiros podem causar grandes e graves danos às sociedades. É urgente aprofundar a reflexão sobre a rerregulamentação desses mercados cada vez mais complexos e sofisticados, e sobre o risco sistêmico potencial decorrente da atuação imprudente de gigantescos bancos universais. É imperioso repensar a componente pública da governança dos sistemas financeiros nacionais e global. Nos países em desenvolvimento, em especial o Brasil, o contexto reforçou os benefícios de se terem reguladores fortes (Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários) e de se conciliarem bancos públicos e privados na oferta de crédito anticíclico. Por seu turno, o momento enseja a oportunidade e a urgência de se promover uma agenda de desenvolvimento financeiro público e privado hígido e adequadamente supervisionado.

Aproximarem-se os mercados de capitais e os sistemas de crédito do papel de indução do investimento produtivo, superando o curto-prazismo e a inclinação às operações especulativas, embora pareça algo intuitivo, implica lidar com uma complexidade de aspectos fortemente relacionados, e em um ambiente de profundas transformações. Tais aspectos passam por questionar o papel das instituições reguladoras, dos bancos centrais, das organizações financeiras multilaterais, das grandes instituições bancárias internacionais e dos bancos de desenvolvimento regionais, e os resultantes desequilíbrios de balanços de pagamentos internacionais.

Os desafios nessa direção são muitos. E este livro pode ser um importante ponto de partida neste debate crucial.

Luciano Coutinho
Presidente do BNDES

As Transformações no Sistema Financeiro Internacional

Volume 2



Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra

Keiti da Rocha Gomes

ipea

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro Wellington Moreira Franco



Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidenta Interina

Vanessa Petrelli Corrêa

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Geová Parente Farias

Diretora de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Luciana Acioly da Silva

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas, Substituto

Claudio Roberto Amitrano

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Francisco de Assis Costa

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Carlos Eduardo Fernandez da Silveira

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Fabio de Sá e Silva

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação, Substituto

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

As Transformações no Sistema Financeiro Internacional

Volume 2



Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra

Keiti da Rocha Gomes

ipea

Brasília, 2012

As transformações no sistema financeiro internacional /
organizadores: Marcos Antonio Macedo Cintra, Keiti
da Rocha Gomes.- Brasília : Ipea, 2012.
2 v. : gráfs., tabs..

Inclui bibliografia.
ISBN 978-85-7811-147-2

1. Sistema Financeiro Internacional. 2. Mercado
Financeiro Internacional. 3. Finanças Internacionais. I.
Cintra, Marcos Antonio Macedo. II. Gomes, Keiti da
Rocha. III. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 332.042

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO **VII**

PREFÁCIO **IX**

VOLUME 1

CAPÍTULO 1

O G20 E A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO:
POSSIBILIDADES E LIMITAÇÕES
Fernando J. Cardim de Carvalho

CAPÍTULO 2

REGULAÇÃO FINANCEIRA DOS ESTADOS UNIDOS: A LEI DODD-FRANK
DE REFORMA DE WALL STREET E PROTEÇÃO AO CONSUMIDOR
NA PERSPECTIVA ATUAL E HISTÓRICA
Jan Kregel

CAPÍTULO 3

O SISTEMA FINANCEIRO DA UNIÃO EUROPEIA PÓS-LEHMAN:
RESPOSTAS POLÍTICAS E REGULATÓRIAS
Elisabetta Montanaro
Mario Tonveronachi

CAPÍTULO 4

OS DILEMAS DA POLÍTICA ECONÔMICA NO “PÓS-CRISE”
Maryse Farhi

CAPÍTULO 5

O GÊNIO FORA DA GARRAFA: A EVOLUÇÃO DA POLÍTICA
TOO BIG TO FAIL E A ESTRATÉGIA BANCÁRIA
DOS ESTADOS UNIDOS
Gary Arthur DymSKI

CAPÍTULO 6

O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO REGIME *FINANCE-LED*:
ESPECIFICIDADES INSTITUCIONAIS DOS EUA E DA FRANÇA
Rafael Fagundes Cagnin

CAPÍTULO 7

COMO SERIA UM SISTEMA FINANCEIRO
SISTEMICAMENTE RESILIENTE?
Avinash D. Persaud

CAPÍTULO 8

HEDGE FUNDS E AS IMPLICAÇÕES PARA O BRASIL
Keiti da Rocha Gomes
Marcos Antonio Macedo Cintra

CAPÍTULO 9

A REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO APÓS A CRISE

Simone Silva de Deos

VOLUME 2

CAPÍTULO 10

O BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO E SEU PAPEL NA INTEGRAÇÃO

E NO DESENVOLVIMENTO REGIONAL..... 411

Stephany Griffith-Jones

Judith Tyson

CAPÍTULO 11

REGULAÇÃO BANCÁRIA E ARRANJO INSTITUCIONAL PÓS-CRISE:

ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA E BASILEIA III 441

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

CAPÍTULO 12

DE BASILEIA II PARA BASILEIA III: OS MESMOS DESAFIOS?..... 479

Jean Toledo de Freitas

CAPÍTULO 13

INSTABILIDADE ESTRUTURAL E EVOLUÇÃO DOS FLUXOS

INTERNACIONAIS DE CAPITAIS PRIVADOS LÍQUIDOS

PARA A PERIFERIA (1990-2009) 501

Giuliano Contento de Oliveira

CAPÍTULO 14

O DESEQUILÍBRIO MONETÁRIO INTERNACIONAL NOS ANOS 2000..... 547

Luiz Afonso Simoens da Silva

CAPÍTULO 15

OS DIREITOS ESPECIAIS DE SAQUE E A REFORMA

DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL 573

José Antonio Ocampo

CAPÍTULO 16

REFORMANDO AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MULTILATERAIS

(PASSADO E PRESENTE): BANCO MUNDIAL E FUNDO

MONETÁRIO INTERNACIONAL 605

Jaime Cesar Coelho

CAPÍTULO 17

CRISE SISTÊMICA E ERA DA INDETERMINAÇÃO NO INÍCIO

DO SÉCULO XXI: EVOLUÇÃO MACROECONÔMICA

E DA RIQUEZA FINANCEIRA A PARTIR DA CRISE

DO PERÍODO 2007-2009 649

José Carlos Braga

APRESENTAÇÃO

Passados pouco mais de três anos da quebra do banco Lehman Brothers, estopim da mais profunda crise financeira internacional do segundo pós-Guerra, poucas vezes na história recente as perspectivas para a economia mundial se apresentaram tão incertas. A maior economia do planeta, os Estados Unidos, epicentro do colapso das hipotecas *subprime* a partir do qual a crise se espalhou, exibe atividade econômica anêmica e níveis elevados de desemprego. A Europa, do mesmo modo, se prepara para um ano de estagnação no nível de atividade, quando não propriamente de recessão, em meio às taxas de desemprego mais altas verificadas em décadas e à desconfiança generalizada nos mercados financeiros em relação às dívidas soberanas de vários países, que ameaçam a continuidade do financiamento de suas economias e da região como um todo. Mesmo as economias emergentes, muitas das quais foram as primeiras a se recuperar do impacto sofrido com a eclosão da crise em 2008, passaram a mostrar sinais de desaquecimento do ritmo de atividade econômica.

A magnitude da extensão e dos desdobramentos desse episódio no mundo, inicialmente restrito à esfera financeira, desencadeou a proliferação de inúmeros espaços de debates e de reflexão acerca do potencial risco sistêmico da arquitetura dos mercados financeiros globais e das fragilidades dos principais mecanismos regulatórios em assegurar a liquidez e a estabilidade. Em meio às tensões recentes, a defesa em prol de uma supervisão mais direta e permanente do sistema financeiro ganhou importância nos fóruns internacionais e tem-se mostrado cada vez mais urgente. Algumas iniciativas nesta direção surgem nas recomendações do G20 financeiro, nas propostas prudenciais do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, na lei Dodd-Frank de reforma financeira nos Estados Unidos e no projeto de regulamentação da União Europeia, entre outras.

Paralelamente a algumas críticas quanto à real eficácia dessas iniciativas, emerge uma reflexão ainda mais profunda, com subsídios certamente relevantes, apoiada em como conceber um sistema financeiro que colabore de forma eficaz para o desenvolvimento econômico e social. Visando contribuir para esta reflexão, o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) convidou professores e pesquisadores brasileiros e estrangeiros, reconhecidos por estudos na área de mercados financeiros, a enfrentarem o desafio de pensar as transformações no sistema financeiro internacional e as possíveis implicações para o alcance de um sistema mais resiliente e em linha com o objetivo de desenvolvimento econômico e social global.

O resultado desse trabalho, reunido neste livro, mostrou que tal questão passa por pensar uma complexa interação de temas diversos, entre os quais: o papel das instituições financeiras multilaterais, como o Fundo Monetário

Internacional (FMI) e o Banco Mundial; a importância dos bancos de desenvolvimento, nacionais e regionais; as implicações de uma arquitetura de mercado orientada por grandes instituições financeiras internacionais – as chamadas *financial holding companies*; a conciliação de um mercado financeiro estável com a presença de atividades especulativas; e os efeitos adversos de tais atividades sobre a estabilidade dos fluxos internacionais de capitais, além dos resultantes desequilíbrios monetários internacionais.

As contribuições dos vários autores sobre essas questões, nesta publicação, oferecem ao leitor brasileiro uma rica oportunidade de entender, questionar e repensar a estrutura do sistema financeiro internacional, algo significativamente importante para o país.

Vanessa Petrelli Corrêa
Presidenta Interina do Ipea

PREFÁCIO

As premissas que amparavam a concepção de estruturas de mercados autorregulados foram colocadas em xeque com a eclosão da crise financeira internacional de 2008. A predominância deste arcabouço conceitual, sobretudo nas últimas décadas, fortaleceu os argumentos em defesa da maior liberdade nos ambientes financeiros, desencadeando um processo generalizado, principalmente nos Estados Unidos, de dismantelamento das estruturas regulatórias. Como legado deste domínio, o mundo presencia os desdobramentos da pior crise financeira global desde a quebra da bolsa de valores norte-americana de 1929, manifesta na estagnação da atividade econômica de países desenvolvidos centrais no globo – Estados Unidos, Japão e países da União Europeia.

Se, por um lado, a crise de 2008 contesta as premissas então vigentes, por outro, a sua profundidade e implicações sistêmicas são únicas desde a Segunda Guerra Mundial, e colocam um desafio conceitual para o entendimento das mutações em curso no sistema financeiro internacional e das intensas conexões com a dinâmica econômica, política e social dos países. Inicialmente, a opacidade que caracterizou a gestação das rupturas no mercado de hipotecas *subprime* surpreendeu o mundo e fortaleceu os argumentos em defesa de uma supervisão mais direta dos mercados. Várias iniciativas neste sentido têm sido colocadas em prática por governos dos Estados Unidos e da União Europeia, somadas aos acordos no âmbito do G20 financeiro e do Comitê da Basileia.

No entanto, passada a perplexidade inicial, proliferam críticas quanto à real eficácia dessas iniciativas. Entre os pessimistas prevalece a visão de que as medidas adotadas são caracterizadas pela superficialidade e não enfrentam questões-chave no funcionamento dos mercados financeiros. Nesta situação, a volta à normalidade não expõe um ganho para a sociedade, mas sim a manutenção de uma estrutura financeira potencialmente arriscada e fadada à gestação de novas crises.

Com base nessa visão, torna-se extremamente oportuno ampliar a compreensão das transformações no sistema financeiro internacional, buscando alvitrar mecanismos que o aproximem da função de promover o desenvolvimento econômico e social. Para tanto, este livro reúne as reflexões de importantes pesquisadores sobre o assunto, e segue organizado em 17 capítulos. O primeiro deles, *O G20 e a reforma do sistema financeiro: possibilidades e limitações*, escrito por Fernando J. Cardim de Carvalho, traz uma avaliação da atuação do G20 financeiro, visando discutir as perspectivas do grupo diante dos desafios que enfrenta, tendo em vista suas limitações. Assim, o autor analisa a atuação do G20 na primeira década, entre 1999, quando foi criado, e 2008, quando teve o seu papel drasticamente alterado. Discute as principais iniciativas do fórum na área de reforma financeira no período posterior à eclosão da crise financeira nos Estados Unidos e examina as perspectivas para o futuro do grupo nesta área.

No capítulo 2, *Regulação financeira dos Estados Unidos: a Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor na perspectiva atual e histórica*, Jan Kregel, baseado na estrutura analítica da fragilidade financeira proposta por Hyman Minsky, analisa as principais mudanças na regulamentação financeira nos Estados Unidos consubstanciadas na lei Dodd-Frank de 2010, que visam impedir um colapso no sistema financeiro semelhante à crise de 2007-2008. O autor discute se a lei Dodd-Frank poderá realmente impedir que outra crise aconteça.

No capítulo 3, *O sistema financeiro da União Europeia pós-Lehman: respostas políticas e regulatórias*, Elisabetta Montanaro e Mario Tonveronachi observam a importância de analisar as reformas no setor financeiro europeu como parte da reformulação de todo o projeto da União Europeia. Para compreender as respostas europeias à crise, os autores descrevem as características mais marcantes do sistema financeiro europeu e as etapas recentes do processo de harmonização regulatória, com ênfase na gestão e resolução das crises transfronteiriças. Além disso, o texto traz uma descrição da evolução da crise na região desde a primeira fase – crise financeira – até o seu desdobramento na crise da dívida soberana, analisando as respostas políticas e regulatórias. Ressalta também os perigos de uma abordagem para a questão da regulamentação que parece incapaz de reduzir significativamente as fragilidades sistêmicas.

No quarto capítulo, *Os dilemas da política econômica no “pós-crise”*, Maryse Farhi discute o conturbado período pós-crise, os diagnósticos diferenciados e as distintas medidas de política econômica adotadas pelas principais economias desenvolvidas. Inicialmente, o texto aborda a convergência das políticas macroeconômicas anticíclicas adotadas no auge da crise e suas bases teóricas. Em um segundo momento, examinam-se as profundas divergências nestas políticas surgidas no desdobramento da crise, particularmente entre a União Europeia e os Estados Unidos.

No capítulo 5, *O gênio fora da garrafa: a evolução da política too big to fail e a estratégia bancária dos Estados Unidos*, Gary A. Dymksi examina criticamente a política bancária *too big to fail* nos Estados Unidos. Na visão do autor, esta política evoluiu de ferramenta utilizada pelas autoridades governamentais a fim de se manter a estabilidade dos mercados, para uma restrição sobre as políticas financeiras e regulatórias imposta por um complexo megabancário. Se, por um lado, ela previne a ocorrência de corridas bancárias, por outro, estabelece um pré-compromisso de preservar algumas empresas financeiras independentemente do dano econômico que as suas assunções ao risco possam ter causado. Para Dymksi, um número crescente de economistas, incluindo aqueles que um dia acolheram a desregulamentação como uma porta para os ganhos de eficiência, estão concordando com a imposição de limites para prevenir que instituições financeiras assumam riscos sistêmicos. A questão é como colocar o gênio de volta na garrafa.

No capítulo 6, *O financiamento habitacional no regime finance-led: especificidades institucionais dos EUA e da França*, Rafael Fagundes Cagnin analisa o regime de crescimento *financed-led* nos Estados Unidos e na França durante o contexto da valorização imobiliária intensificada no início dos anos 2000. Segundo o autor, a despeito de apresentarem o mesmo regime de crescimento, perduram diferenças nacionais importantes entre os Estados Unidos e a França, estando as famílias americanas em posição mais favorável que as francesas no que concerne à mobilização da sua riqueza cristalizada sob a forma de imóvel residencial. De qualquer modo, na ausência de recuperação dos mercados imobiliários e na permanência de mercados financeiros deprimidos, o “efeito pobreza” tem substituído o efeito riqueza verificado nos anos de 1990 e 2000.

No capítulo 7, *Como seria um sistema financeiro sistemicamente resiliente?*, Avinash D. Persaud propõe uma reflexão a respeito dos diferentes tipos de risco financeiro e da segurança dos mercados. A regulação financeira, segundo o autor, deveria ter como foco organizar os riscos nos sistemas financeiros de modo a limitar as suas propagações sistêmicas. O cerne desta organização deveria considerar dois conceitos: *i)* existem diferentes tipos de riscos, cada um com distintas maneiras de cobertura; e *ii)* existe uma diversidade de participantes no mercado com capacidades diferentes para absorver riscos. Trabalhar com esta diversidade é essencial para a criação de um sistema financeiro resiliente.

No capítulo 8, *Hedge funds e as implicações para o Brasil*, Keiti da Rocha Gomes e Marcos Antonio M. Cintra analisam a evolução do segmento de *hedge funds* no contexto das transformações no sistema financeiro norte-americano, com especial atenção para o movimento recente de avanço de investidores ao mercado latino-americano, sobretudo para o Brasil. Dois episódios, envolvendo a quebra do LTCM em 1997 e a dos *hedge funds* geridos pelo Bear Stearns em 2007, ressaltaram para o mundo o poder de rupturas sistêmicas destas entidades e justificaram as preocupações em relação a estes movimentos. Os autores discutem a importância de se desenhar um marco regulatório para o segmento e mostram como a regulação brasileira pode ser um exemplo no plano internacional.

No capítulo 9, *A regulação do sistema financeiro após a crise*, Simone Silva de Deos discute, a partir da perspectiva teórica de Hyman Minsky, as novas propostas de regulação do sistema financeiro, em especial do segmento bancário, que vêm sendo debatidas e introduzidas no sistema financeiro dos Estados Unidos e da União Europeia. Para isso, a autora analisa as características principais da regulação bancária vigente quando da crise e avalia o novo formato de regulação, a ser aplicado em âmbito internacional, que resulta das discussões no âmbito do G20 e do Financial Stability Board.

No capítulo 10, *O Banco Europeu de Investimento e seu papel no desenvolvimento e na integração regional*, Stephany Griffith-Jones e Judith Tyson mostram as principais características, as funções e a evolução do Banco Europeu de Investimentos, de longe o maior banco de desenvolvimento do mundo. O texto discute o papel da instituição no processo de integração econômica europeia e analisa as possíveis lições para os bancos de desenvolvimento latino-americanos, incluindo especificamente os do Brasil. As autoras propõem ainda uma reflexão acerca da criação de um banco de desenvolvimento regional para a América Latina e o Caribe, de propriedade dos países da região.

No capítulo 11, *Regulação bancária e arranjo institucional pós-crise: atuação do Conselho de Estabilidade Financeira e Basileia III*, Ana Rosa Ribeiro de Mendonça discute as mudanças propostas no regime regulatório de Basileia II, conhecido como Basileia III, a partir da perspectiva de interação entre as instituições G20, Financial Stability Board e Comitê de Basileia para a Supervisão Bancária. Centrada na regulação dos bancos após a crise de 2008, a discussão da autora sobre Basileia III, centro da agenda de reforma regulatória, aponta que o novo regime não se despiu da lógica que parece ter contribuído para a gestação da crise, mas sim a manteve, apesar de procurar minimizá-la.

No capítulo 12, *De Basileia II para Basileia III: os mesmos desafios?*, Jean Toledo de Freitas avalia o Acordo de Basileia III, destacando as principais mudanças em relação ao formato de Basileia II, e o examina em face dos desafios da regulação no contexto da atual arquitetura financeira internacional. A partir da observação do papel dos bancos na evolução dos ciclos econômicos, associado ao modo como as expectativas são formadas em um contexto de incerteza, o autor discute a importância de Basileia III não permanecer restrita às características microprudenciais, com foco apenas nas condições de solvência dos bancos de modo individual. Torna-se importante a incorporação de estruturas de supervisão macroprudenciais e abrangentes, de modo a reduzir as lacunas regulatórias em um ambiente de constante inovação.

No capítulo 13, *Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009)*, Giuliano Contento de Oliveira discute o comportamento dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para as economias em desenvolvimento a partir dos anos de 1990, contemplando o momento de retomada destes fluxos para as economias periféricas e a crise global. O autor procura sustentar que, embora a constituição de “blindagem externa” não tenha evitado o “efeito-contágio” entre as economias – por não atacar a causa da instabilidade dos fluxos internacionais de capitais privados, de natureza estrutural –, a estratégia se revelou muito importante para que boa parte dos países pudesse acomodar ativamente, de forma não subordinada, os impactos adversos causados pela abrupta reversão destes fluxos.

No capítulo 14, *O desequilíbrio monetário internacional nos anos 2000*, Luiz Afonso Simoens da Silva analisa as características do sistema monetário internacional dólar-flexível, com ênfase na instabilidade das taxas de câmbio medidas por suas tendências de valorização ou desvalorização. Neste cenário, algumas moedas pensadas como substitutas do dólar – o euro, o yuan e os direitos especiais de saque – são discutidas. O autor analisa ainda as implicações dos desequilíbrios cambiais para a economia brasileira.

No capítulo 15, *Os direitos especiais de saque e a reforma do sistema monetário internacional*, José Antonio Ocampo discute os problemas do sistema monetário internacional contemporâneo e propõe uma reforma que coloque os direitos especiais de saque no centro do sistema. O capítulo tem como foco duas propostas de reforma formuladas em março de 2009 pelo dirigente do Banco do Povo Chinês (o banco central da China) e pela Comissão de Especialistas sobre a Reforma do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, convocada pelo presidente da Assembleia Geral das Nações Unidas e liderada pelo professor Joseph E. Stiglitz. Ambas sugeriram mudanças profundas no sistema monetário internacional direcionadas a corrigir as suas assimetrias, problemas de geração de liquidez e potenciais de instabilidade.

No capítulo 16, *Reformando as instituições multilaterais (passado e presente): Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional*, Jaime Cesar Coelho procura responder em que medida as transformações em curso na arquitetura financeira internacional são meras acomodações conjunturais ou representam mudanças, mesmo que incrementais, que apontam para transformações de longa duração, ou seja, de caráter estrutural. O capítulo trilha o caminho de uma análise institucional crítica, na literatura de economia política internacional, que aceita supostos racionalistas, mas avança em uma perspectiva reflexiva.

Por fim, no capítulo 17, *Crise sistêmica e era da indeterminação no início do século XXI: evolução macroeconômica e da riqueza financeira a partir da crise do período 2007-2009*, José Carlos Braga, amparado por uma realista e consistente teoria da dinâmica capitalista, defende que a crise sistêmica global iniciada em 2007 a partir dos Estados Unidos deve ser compreendida como uma novidade histórica. Na visão do autor, trata-se de um evento específico entre a longa lista de crises, incluindo as que ocorreram após 1971-1973, momento do colapso da regulação sob os acordos de Bretton Woods.

Boa leitura!

Keiti da Rocha Gomes
Marcos Antonio Macedo Cintra

O BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO E SEU PAPEL NA INTEGRAÇÃO E NO DESENVOLVIMENTO REGIONAL*

Stephany Griffith-Jones**
Judith Tyson***

1 O PAPEL DO BANCO EUROPEU DE INVESTIMENTO NA INTEGRAÇÃO E NO DESENVOLVIMENTO REGIONAL

Desde seus primórdios, a integração europeia foi acompanhada pela criação de importantes mecanismos financeiros. Tais mecanismos, empréstimos e transferências resultantes, foram vistos como uma condição econômica e política para tornar a integração econômica eficaz e equitativa. Este capítulo concentra-se no veículo para estes mecanismos financeiros, o Banco Europeu de Investimento – BEI (em inglês, *European Investment Bank* – EIB), que é de longe o maior banco de desenvolvimento no mundo. Serão analisadas suas principais características, funções e evolução, e consideradas as possíveis lições para os bancos de desenvolvimento latino-americanos, incluindo especificamente o Brasil, além de propor reflexões sobre a criação de um banco de desenvolvimento regional para a América Latina e o Caribe de propriedade dos países da região. Esta discussão é apresentada em um contexto mais amplo de uma nova visão para uma estratégia de desenvolvimento para a América Latina.

Em termos da lógica econômica e política, a criação do BEI foi uma resposta à análise econômica amplamente aceita que mostra que a liberação do comércio e a integração econômica, tal como ocorreu na União Europeia (UE), contribuem para um crescimento geral mais rápido através das economias de escala e outros mecanismos, mas, devido às assimetrias inerentes, também leva a um crescimento relativamente menos rápido (ou até a um declínio) das áreas mais pobres (GRIFFITH-JONES, STEINHERR e LIMA, 2006). Ademais, a análise econômica e a experiência mostraram que os mercados financeiros privados eram e são incompletos. De fato, uma das mais críticas falhas de mercado está no financiamento de projetos de infraestrutura de grande escala. Tipicamente, estes projetos levam

* Texto elaborado com informações disponíveis até abril de 2011.

** Diretora de Mercado Financeiro da Iniciativa para o Diálogo Político na Universidade de Columbia, Estados Unidos.

*** Estudante de PhD na School of Oriental and African Studies (SOAS) da Universidade de Londres.

um longo tempo para gerar receitas e se tornarem lucrativos, e estes períodos são frequentemente mais longos do que os prazos que os bancos ou os mercados de capitais desejam se comprometer, dado que eles percebem o risco aumentar com o tempo. Além disso, a natureza dos projetos de infraestrutura implica em riscos políticos amplamente definidos, tais como mudanças nos regimes de preços ou regulatório. Por conseguinte, o conforto proporcionado pelo cofinanciamento público é importante para incentivar o investimento privado em infraestrutura. Onde os investimentos privados forem completamente inexistentes, os bancos públicos ou o governo precisam investir ou emprestar para projetos de infraestrutura desejáveis em termos de desenvolvimento. Estas questões fornecem um claro argumento, tanto teórico como político, para lidar com estas imperfeições de mercado por meio da criação de um banco público de grande porte. Como veremos, este argumento é tão forte, ou até mais, para a América Latina hoje.

Na experiência europeia, o empréstimo do BEI tinha originalmente dois objetivos principais. Em primeiro lugar, a convergência, o que implica reduzir, se não eliminar totalmente, as diferenças de renda no interior da Comunidade Europeia – mais tarde União Europeia (UE) –, entre os países e regiões, particularmente aquelas decorrentes da liberalização comercial. Em segundo lugar, a alocação de grandes recursos financeiros para facilitar o funcionamento de um mercado cada vez mais integrado, por exemplo, ao financiar a interconexão de redes nacionais de transportes e telecomunicações, foi igualmente importante. Esta necessidade prosseguiu, tanto quando a Comunidade Econômica Europeia (CEE) foi criada como quando os novos países se uniram, uma vez que muita da infraestrutura existente era adequada para atender às necessidades nacionais, mas o processo de integração comercial levava a novas e maiores exigências além das fronteiras locais. O BEI foi criado a fim de contribuir para que estes objetivos fossem cumpridos. Enquanto outros objetivos foram posteriormente acrescentados, os objetivos de convergência e de financiamento da infraestrutura além das fronteiras permaneceram centrais.

Também é importante salientar que recursos de grande monta, e em geral crescentes, têm sido consistentemente alocados na Europa desde a década de 1950 para os objetivos de convergência e infraestrutura pan-europeia. Esta dinâmica foi impulsionada pelos países relativamente mais pobres, para os quais a adesão à Comunidade tinha a pré-condição de criar ou aumentar acentuadamente as subvenções e os empréstimos. O primeiro destes casos ocorreu quando, em meados dos anos 1950, a Itália, antes de se unir à CEE, pressionou a criação do BEI, em grande parte para ajudar a financiar a infraestrutura nas regiões mais pobres do sul do país. À medida que a Comunidade Europeia se expandia dos 6 países originais para os atuais 27, o papel do BEI crescia significativamente para ajudar a integrar os novos países no mercado comum e a fomentar

a convergência econômica. Isso ocorreu, por exemplo, quando Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha aderiram à CEE. Outro grande impulso para os empréstimos do BEI foi dado pela transição para o mercado nos países da Europa Central e Oriental e o posterior acesso de muitos deles à UE. Em muitos destes casos, os empréstimos do BEI foram geralmente combinados com subvenções dadas pela Comissão Europeia, na forma de fundos estruturais. Existe uma diferença importante aqui em relação à maior parte dos países da América Latina, onde não existem os mecanismos regionais ou outros mecanismos baseados em subvenções, embora os subsídios financiados a partir dos orçamentos domésticos possam ser usados em âmbito nacional. Ademais, para o “investimento verde,” deveria haver algumas subvenções de fundos globais, especialmente para países de renda mais baixa, para mitigar e adaptar os efeitos das alterações climáticas.

Assim como o BEI enquanto instituição concessora de empréstimos, os mecanismos europeus criados para apoiar o processo de integração incluíam tanto subvenções por meio de fundos estruturais como garantias para catalisar os empréstimos do setor privado. Instituições fortes como a Comissão Europeia e o BEI também contribuíram para a dinâmica sustentada de transferências financeiras, o que é uma lição importante para outros processos de integração. A existência de grandes transferências financeiras na Europa facilita a concessão de subsídios para certas atividades, mesmo que os empréstimos do BEI sejam baseados em princípios comerciais. É interessante notar que, para um projeto ser financiado pelo BEI, este tem de ser tanto financeira como economicamente sólido, mas também deve ter um retorno social elevado. Este último leva em consideração as externalidades, como a criação de empregos ou o impacto ambiental. Na realidade, o BEI tanto deve manter sua credibilidade para garantir a sua classificação AAA e, assim, oferecer facilidade de financiamento com menores custos para seus tomadores, como também deve atuar como banco de desenvolvimento, com uma atribuição alinhada aos objetivos europeus mais amplos, entre eles, a prevenção contra a mudança climática e a geração de empregos.

Mais recentemente, novos objetivos foram acrescentados ao BEI e, de forma geral, aos bancos públicos regionais de desenvolvimento. Em primeiro lugar, à luz da crise financeira global, este assumiu um claro e crucial papel contracíclico, tal como outros bancos públicos de desenvolvimento que desempenham um papel na provisão de empréstimo oficial quando o crédito privado entra em colapso. A crise financeira global implicou num reconhecimento bem maior – mesmo entre os economistas do *mainstream* e os políticos conservadores – da importância e do valor dos grandes bancos públicos na oferta de financiamento de longo prazo em uma escala significativa, em função de sua capacidade de expandir os empréstimos de forma considerável em tempos de crise. Isto contrasta com períodos anteriores recentes, quando os economistas ortodoxos e políticos conservadores

apoiaram, incorretamente, um papel decrescente para bancos públicos nacionais e regionais de desenvolvimento. Nesse sentido, o BEI foi uma exceção, já que continuou crescendo em ritmo forte desde meados dos anos 1950. Da mesma forma, no Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) resistiu à onda de neoliberalismo e permaneceu forte, o que foi muito valioso de forma geral, mas, em particular, durante a crise (OCAMPO *et al.*, 2010).

Em segundo lugar, no despertar da crise financeira global, os ministros da fazenda europeus definiram três áreas como prioritárias para o BEI nos próximos anos: convergência, prevenção contra mudanças climáticas e financiamento para as pequenas e médias empresas (PMEs). Novas necessidades que têm surgido incluem o financiamento às PMEs, dadas as falhas do mercado ou os mercados incompletos para financiar estas atividades e a sua importância na geração de empregos e na mitigação e adaptação às alterações no clima. Esta última tem externalidades importantes uma vez que os emprestadores privados e os investidores não canalizam recursos suficientes para as atividades com alta prioridade sob a perspectiva ambiental. Ademais, muitas das ações necessárias para combater ou se adaptar à mudança climática podem ser mais bem empreendidas em nível regional, onde um banco regional de desenvolvimento pode desempenhar um papel valioso.

É importante salientar que a economia mundial mudou significativamente, sobretudo na última década. Isto tem implicações importantes para a criação de bancos de desenvolvimento integralmente pertencentes a países em desenvolvimento. No passado, uma vantagem em incluir países desenvolvidos na sociedade dos bancos regionais de desenvolvimento estava na sua capacidade de contribuir com recursos substanciais que ajudassem a capitalizar estes bancos, dando-lhes acesso aos mercados globais de capitais. Atualmente, os países desenvolvidos têm recursos mais limitados, especialmente após a crise financeira global. Por seu turno, os países em desenvolvimento têm agora recursos bastante significativos (em termos de poupança doméstica, mas também, em particular, em termos de reservas cambiais) para estabelecer bancos regionais de desenvolvimento puramente controlados por eles ou para expandir significativamente os já existentes. Claro, isto é particularmente verdade para a Ásia, mas também é cada vez mais o caso para a América Latina. Nesta última, existem diversos bancos de desenvolvimento sub-regional, sendo o mais bem sucedido a Corporação Andina de Fomento (CAF). Entretanto, por exemplo, o Mercado Comum do Sul (Mercosul) não possui seu próprio banco de desenvolvimento regional, apesar de isso ser altamente desejável.

Deve ser salientado que o BEI empresta principalmente dentro da UE. Atualmente, entretanto, em torno de 10% de seus empréstimos estão fora das fronteiras da UE. Isto inclui principalmente os países vizinhos (tanto aqueles

em situação de pré-adesão à UE, como os países mediterrâneos, especialmente no norte da África) e empréstimos a projetos de países mais pobres da África, do Caribe e do Pacífico. Também há empréstimos para os países asiáticos e latino-americanos, que são, em geral, países de renda média. Em um estudo recente para o Parlamento Europeu sobre o BEI, Griffith-Jones e Tyson (2010) argumentaram que os empréstimos do BEI aos países em desenvolvimento deveriam ser ampliados, sobretudo para a Ásia e América Latina, onde o papel do BEI em proporção ao produto interno bruto (PIB) é menor, e que este deveria trabalhar mais estreitamente com os bancos regionais e nacionais de desenvolvimento nestas regiões.

2 A EXECUÇÃO DO MANDATO DO BEI: QUESTÕES ATUAIS E POLÍTICAS

No período após a fase aguda da crise financeira global, o Grupo BEI reviu sua estratégia operacional, conforme publicado na Estratégia Operacional 2010-2012 (EIB, 2010). Central à agenda era assistir a UE na recuperação da crise. Além disso, no papel de apoiar a agenda política da Comissão Europeia, foram identificadas áreas-chave para financiamento. Estas incluíam continuar contribuindo para a convergência regional; apoio às PMEs; ao desenvolvimento das redes transeuropeias (RTE)¹; à implementação da “economia do conhecimento” e do desenvolvimento ambiental e sustentável.

Nas próximas subseções, apresentam-se mais detalhadamente as abordagens do BEI para áreas de relevância para a América Latina e o Caribe, inclusive respostas contracíclicas, convergência regional, apoio à PME e ao desenvolvimento ambiental e sustentável. Além disso, discutem-se resumidamente questões importantes referentes à gestão pragmática do BEI e sua solidez operacional e solvência dos créditos.

2.1 Respostas contracíclicas de suporte e a recuperação econômica

O mandato geral do BEI continua se concentrando em apoiar a política da Comissão Europeia, inclusive a de criar um crescimento econômico estável e positivo. Em 2008 e 2009, o BEI desempenhou um papel crítico na criação de uma resposta anticíclica para a crise financeira global, ajudando a sustentar o crescimento e o emprego, por meio da expansão dos empréstimos de € 57 bilhões em 2008, para € 79 bilhões, em 2009, o que representou um aumento de 41%, conforme ilustrado na tabela 1. Isto foi possível graças a um aumento do capital subscrito de € 164 bilhões para € 232 bilhões em 2009. Esta dinâmica de aumento dos empréstimos começou a se estabilizar em 2010, permanecendo, porém, em níveis elevados.

1. Nota dos editores: Grandes redes de infraestrutura de transporte, energia e telecomunicações que fomentam o desenvolvimento e as metas de integração da UE.

TABELA 1
Financiamentos do BEI (2007-2009 e dados selecionados de 2010)
 (Em € bilhões)

| Financiamentos | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 até junho ¹ |
|---|-------|-------|-------|-----------------------------|
| Saldo agregado das operações de empréstimos | 327,1 | 356,5 | 410,7 | 426,2 |
| Projetos aprovados | 56,4 | 59,2 | 103,8 | - |
| Assinaturas | 47,8 | 57,6 | 79,1 | - |
| Desembolsos | 43,4 | 48,6 | 54,0 | - |

Fonte: relatórios anuais do BEI (EIB, 2008; 2009; 2010).

Nota: ¹ Dados de 2010 para o primeiro semestre (até junho de 2010), os quais não foram auditados e somente são apresentados quando publicados.

O aumento dos empréstimos foi direcionado aos países mais impactados pela crise, como aqueles com déficits fiscais e problemas de dívida soberana. Isto inclui empréstimos à Grécia, que aumentaram de € 1,2 bilhão, em 2008, para € 1,6 bilhão, em 2009, e para € 2,0 bilhões, em 2010, e à Irlanda, onde o crédito aumentou de € 0,4 bilhão em 2008, para € 1,0 bilhão, em 2009, embora nenhum tenha sido anunciado para 2010 ou 2011 (relatórios anuais do BEI para anos relevantes). Igualmente importante, o BEI sustentou a confiança do mercado em relação à credibilidade destes países na esfera privada.

Um problema que de certa forma enfraqueceu o impacto da resposta contracíclica do BEI foi que os desembolsos aumentaram bem menos do que os compromissos, o que também ocorreu até certo ponto em outros bancos regionais de desenvolvimento, bem como no Banco Mundial (OCAMPO *et al.*, 2010). No caso do BEI, a lentidão nos desembolsos foi consequência, principalmente, do fato de que quase todos os empréstimos estão relacionados a projetos. Isto é diferente do que ocorre em outros bancos de desenvolvimento regional, que têm uma parte importante das suas operações como empréstimo para programas ou setores que, uma vez aprovados, podem ser desembolsados mais rapidamente. Uma lição de política para a América Latina pode ser a importância de os bancos regionais e nacionais de desenvolvimento possuírem mecanismos – como o crédito para setores ou programas – que podem ser utilizados em períodos de seca dos fluxos de capitais e declínios dos empréstimos privados domésticos.

Ademais, em comum com o Banco Mundial e com os bancos regionais de desenvolvimento, o nível de financiamento adicional do BEI pareceu menor do que era em razão da escala de retração dos fluxos de capitais no mercado privado (OCAMPO *et al.*, 2010). O BEI contrabalanceou isto, entretanto, direcionando o seu aumento de atividade para áreas bem definidas onde a redução do capital privado foi mais aguda. Esta redução foi tão grave porque o setor bancário procurou diminuir o risco e retrain os empréstimos de maior risco. Por exemplo, no setor de PME, o declínio nos empréstimos foi particularmente sério em toda a região.

Um número significativo de bancos privados emprestadores para PMEs se encontrou incapaz de obter *funding* ou sujeito à aversão interna de risco, buscando ativamente a assistência do BEI, muitos deles pela primeira vez.² Atendendo a pedidos dos ministros da fazenda da UE, em outubro de 2008, o BEI aumentou significativamente seus empréstimos a PMEs para € 30 bilhões no período de 2008-2011 e os colocou como parte do programa europeu de recuperação. Esta e outras discussões sobre o setor de PME são analisadas com mais detalhes posteriormente neste capítulo.

Ao avaliar a resposta geral do BEI, uma lição chave a ser considerada por outros órgãos regionais e por bancos nacionais de desenvolvimento é que a eficácia daquele foi propiciada por suas estreitas ligações e capacidade de resposta à elaboração de políticas, sua velocidade em aumentar os empréstimos e a capacidade dos países membros de elevarem rapidamente seu capital subscrito, o que facilitou a ampliação do crédito acompanhada da manutenção de sua classificação AAA. Medidas preventivas para facilitar os aumentos de capital no caso de crise financeira devem ser consideradas por outras instituições similares. De fato, para tais bancos públicos, ter altos níveis de capital em tempos normais é a melhor forma de permitir aumentos rápidos de empréstimos se a economia vier a se deteriorar. A existência de instrumentos que facilitam os desembolsos rápidos, como empréstimos para setores, programas ou outros mecanismos, é importante para responder adequadamente durante os períodos de contração acentuada dos créditos privados.

2.2 Permitindo a convergência social e econômica regional

Conforme já foi discutido, as origens e o papel histórico do BEI têm sido o de apoiar a convergência social e econômica dentro da UE. É interessante observar que, no período inicial (1959-1990), os empréstimos *per capita* pelo BEI, levando-se em conta os anos de filiação, foram maiores para a Irlanda, Portugal, Grécia e Espanha – na época, os países mais pobres da UE (GRIFFITH-JONES, STEINHERR e LIMA, 2006) –, e para algumas das regiões mais pobres da Europa. Níveis significativos destes recursos de convergência foram e continuam sendo focados na infraestrutura. De fato, ao se examinar a distribuição dos empréstimos do BEI por setor, desde a sua criação, mais de 40% destes recursos foram para infraestrutura. Mais recentemente, adotou-se esta mesma política para os novos Estados membros e “países candidatos”. Esta estratégia pode indicar lições interessantes para os bancos de desenvolvimento latino-americanos relativas à importância dos empréstimos em apoiar os países e as regiões mais pobres na busca de um desenvolvimento mais equilibrado e equitativo.

2. Durante a preparação deste capítulo os autores entrevistaram, entre março e abril de 2011, funcionários do BEI e do FEI (Fundo Europeu de Investimento) para discutir as questões desse estudo. Os nomes dos indivíduos não podem ser fornecidos por questões de sigilo.

Nota dos editores: o Fundo Europeu de Investimento foi criado em 1994 com o objetivo de prestar apoio às pequenas empresas. O BEI é o acionista majoritário do FEI, juntamente com o qual forma o chamado Grupo BEI.

O BEI também adotou um forte componente de parceria para execução nesta área, com “Iniciativas Conjuntas de Política de Coesão”, cada uma delas com um foco político específico. Os parceiros incluíam a Comissão Europeia, o Banco Europeu para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BERD),³ o Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW),⁴ de acordo com o mandato correspondente. Estas iniciativas estão todas relacionadas a áreas de política-chave discutidas na introdução desta seção.

TABELA 2
Empréstimos de convergência do BEI – assinaturas (2007-2009)
 (Em € bilhões)

| | 2007 ¹ | 2008 | 2009 | Exemplos de projetos |
|---------------|-------------------|-------------|-------------|---|
| Total | 13,8 | 17,8 | 23,6 | Meta é de 40% do total de empréstimos do BEI |
| Polônia | - | 2,7 | 4,2 | Construção de estrada; pesquisa científica pública e universitária |
| Espanha | - | 6,0 | 3,5 | Banda larga regional e hidroenergia; projeto de energia solar; construção; transporte |
| Portugal | - | 2,1 | 3,1 | Água e esgoto; construção de estrada |
| Alemanha | - | 1,6 | 2,5 | Desenvolvimento de carro “limpo” |
| Itália | - | 3,5 | 2,3 | Desenvolvimento aeronáutico |
| Outros (<10%) | - | 1,9 | 7,9 | |

Fonte: relatórios anuais do BEI (EIB, 2008; 2009; 2010).

Nota: ¹ Em 2007, não se apresenta a discriminação por país entre coesão e convergência econômica e social.

As lições centrais de política para a América Latina são discutidas na seção 3 deste capítulo. Entretanto, é importante observar que os empréstimos de convergência são críticos tanto para o papel histórico como para o atual do BEI, e assumem uma atribuição central no preenchimento das lacunas nos mercados, sobretudo nas regiões mais pobres, facilitando a integração destas regiões na economia europeia e gerando emprego nelas. O banco tem tido, particularmente, um papel fundamental no financiamento da infraestrutura que serve de base para a integração econômica via comércio inter-regional. Os empréstimos do BEI para grandes projetos regionais em sistemas de transporte, inclusive os de estradas, portos e ferrovias desempenharam um papel relevante na integração da infraestrutura. Hoje, os projetos tornaram-se mais focados nas necessidades atuais, como o desenvolvimento de uma infraestrutura “verde”, incluindo os sistemas de transporte, mas também energia. O BEI também auxiliou nestas questões indiretamente, porém de forma crucial, por meio do financiamento à pesquisa e ao desenvolvimento de sistemas de infraestrutura.

Um ponto crítico no apoio à infraestrutura tem sido a provisão de financiamento de longo prazo, incluindo empréstimos de até 30 anos. Estas operações

3. Nota dos editores: Fundado em 1991 e mantido por 61 países. Apoia o investimento em 27 países da Europa Central e da Ásia Central.

4. Nota dos editores: Criado em 1968 pelo governo alemão.

são decisivas uma vez que as imperfeições do mercado são mais relevantes quando os prazos são mais longos. Outra vantagem do BEI é que ele impõe condições limitadas ao projeto, em relação à viabilidade e à importância deste, bem como exige uma coerência geral com as políticas da UE, por exemplo, no que concerne às diretrizes ambientais. Isto contrasta com outras agências, notadamente o Banco Mundial, que impõe condicionalidades, em muitos casos bastante intrusivas, nos planos macroeconômico e setorial.

2.3 Crescimento do financiamento para as PMEs e do microfinanciamento

O setor das PMEs contribui de forma importante para o PIB e é um provedor importante de oportunidades de emprego em toda a UE. Isto é evidentemente similar e, na realidade, até mais verdadeiro, na América Latina. Restrições críticas que podem impactar o setor incluem o ambiente macroeconômico, o ambiente institucional, o custo do financiamento e seu acesso. Durante a crise financeira global na Europa, este último em particular foi um problema. O acesso ao financiamento foi restringido significativamente tanto pela redução absoluta nos empréstimos bancários como pelo *crowding out*⁵ das grandes companhias. As PMEs impossibilitadas de acessar os mercados de capitais estrangeiros tomaram empréstimos nacionais. O BEI colocou os empréstimos a PMEs no centro de sua política durante a crise, com 19% de todos os empréstimos destinados a estas empresas, em 2009. O BEI também executou uma forte expansão anticíclica no crédito ao setor, conforme ilustrado na tabela 3, com um grande aumento nos empréstimos de € 6,9 bilhões, em 2007, para € 10,6 bilhões, em 2008, e € 16,7 bilhões em 2009 (os números de 2010 ainda não foram publicados). O apoio do BEI para as PMEs ocorreu via empréstimos concedidos pelo mecanismo de financiamento com partilha de riscos (*Risk Sharing Finance Facility* - RSFF) e por meio do Fundo Europeu de Investimentos (FEI).

TABELA 3
Financiamento do BEI para PMEs, por instrumento (2007-2009)
(Em € bilhões)

| Tipo de financiamento | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|------------|-------------|-------------|
| Empréstimos do BEI a intermediários | 5,0 | 8,1 | 12,7 |
| Garantias do Fundo Europeu de Investimento (FEI) | 1,4 | 2,1 | 2,3 |
| Capital de risco do FEI | 0,5 | 0,4 | 0,7 |
| Crescimento do mecanismo de <i>mezzanine</i> | 0,0 | 0,0 | 1,0 |
| Total | 6,9 | 10,6 | 16,7 |

Fonte: relatórios anuais do BEI (EIB, 2008; 2009; 2010).

5. Nota dos editores: o termo *crowding out* se refere aqui à substituição dos empréstimos concedidos a pequenas empresas por empréstimos às grandes.

O RSFF é um mecanismo conjunto entre a Comissão Europeia e o BEI para financiar a pesquisa e o desenvolvimento tecnológico, assim como projetos que promovam os investimentos e a inovação. O RSFF tem uma capacidade de empréstimo de € 10 bilhões.⁶ O mecanismo destina-se a múltiplos grupos elegíveis, incluindo as PMEs e as companhias que não são classificadas pelas agências de risco, não estão cotadas na bolsa ou que possuem classificações de crédito mais baixas do que o padrão usual do BEI. O financiamento baseado em dívida inclui formas de empréstimo ou de garantia, inclusive *mezzanine*, e é feito tanto diretamente, em conjunto com outros investidores, como por meio de garantias a intermediários.

O Fundo Europeu de Investimento (FEI) é um fundo especializado dedicado exclusivamente às PMEs, embora em sua fase inicial também tenha garantido grandes investimentos privados em infraestrutura. Possui uma estrutura acionista tripartite compreendendo o BEI (64%), a UE através da Comissão Europeia (27%) e algumas instituições financeiras (9% no total). O FEI oferece financiamento somente por meio de intermediários. Os instrumentos se concentram nas garantias bem como no capital de risco (*venture capital*), incluindo ações, *mezzanine* e outros financiamentos de capital ou instrumentos equiparáveis a capital.

O BEI atua ainda na área de microfinanças, tanto no financiamento das instituições de microfinanciamentos (IMFs) e de intermediários, como na provisão de assistência técnica, por meio da orientação direta e do envolvimento em diversas organizações em rede e programas de pesquisa. Diversos programas também financiam as microempresas. O Grupo BEI financiou € 126 milhões em diversos projetos na Ásia, no Caribe e no Pacífico, e € 29 milhões na região do Mediterrâneo bem como em projetos inter-UE.⁷

Os seguintes fatores são fundamentais para o sucesso do enfoque do BEI para as PMEs e os programas de microfinanciamento. Em primeiro lugar, buscam oferecer financiamento de baixo custo e de maior prazo. Conforme já discutido, isto é facilitado por sua condição de AAA, o que proporciona aos usuários finais custos de financiamento mais baixos e vantagens de prazo. Em segundo lugar, o BEI tem financiado as PMEs e o microfinanciamento em grande parte por intermediários e com a utilização de garantias. A condicionalidade a estes mecanismos imposta aos intermediários financeiros inclui o seguro de crédito e se adiciona ao que teria ocorrido sem o apoio do BEI. Esta postura garante que as lacunas do mercado no financiamento para as PMEs sejam preenchidas e que o capital do setor privado ingresse nestas operações. Além disso, esta abordagem é um método prático para desembolsar financiamento a diversos pequenos

6. Disponível em: <<http://www.eib.org/products/loans/special/rsff/index.htm>>.

7. Disponível em: <<http://www.eib.org/products/microfinance/index.htm>>.

usuários finais enquanto os intermediários permanecem responsáveis por gerenciar o risco de crédito e a relação com os usuários finais. Em terceiro lugar, o BEI também realizou financiamentos com elevado grau de risco em áreas selecionadas, mais precisamente em pesquisa e desenvolvimento (P&D) de alta tecnologia. Conforme observado, estas operações são amplamente realizadas com o auxílio de intermediários financeiros, inclusive fundos de capital de risco (*venture capital*). O BEI buscou também fechar as lacunas de mercado nestas áreas, mas neste caso, por meio do uso de outros instrumentos como ingresso no capital ou financiamento *mezzanine* para P&D e projetos similares de alto risco. Finalmente, a assistência técnica é considerada uma parte essencial do programa do BEI que procura capacitar as PMEs a alcançarem taxas de sucesso maiores do que conseguiriam em outra circunstância.

Esta atitude demonstra que o BEI confia na solidez das instituições intermediárias, inclusive em relação ao controle interno (por exemplo, para prevenção de fraudes) e a gestão de risco. Como consequência, a maioria dos parceiros que possuem relações com o BEI são instituições com reputações estabelecidas e com longa trajetória histórica.

2.4 Criando um *momentum* nas questões ambientais

Como parte da Estratégia Operacional 2010-2012 do BEI (EIB, 2010b), os objetivos que apoiam o desenvolvimento ambiental e sustentável foram estabelecidos como um dos três pilares do banco. Isto segue a instrução estabelecida pelo Conselho Europeu, que reflete em si a prioridade crescente que a UE confere a esta agenda. O BEI operacionalizou estes objetivos de duas formas. Primeiro, desenvolveu uma estrutura para o estabelecimento de normas e diretrizes amplas para todos os seus projetos. Segundo, estendeu de forma significativa o financiamento para projetos específicos relacionados à mudança do clima. Ambos estão baseados no papel que o BEI possui na execução da política europeia para esta área incluindo, sobretudo, o EU Sixth Environment Action Program, as EU Urban and Public Health Strategies e o Treaty of European Union referente à “preservação do meio ambiente, proteção da saúde humana, utilização racional de recursos naturais e promoção de medidas em âmbito internacional”.

A Declaração de Princípios e Normas Ambientais e Sociais do BEI foi publicada em 2009 (EIB, 2009b), após extensas consultas públicas e visa estabelecer as diretrizes com relação a aspectos políticos importantes, incluindo mudanças climáticas, biodiversidade e ecossistemas. Além disso, também estipula normas e definições para questões sociais afins como as comunidades sustentáveis, as comunidades indígenas e a construção de ambientes urbanos sustentáveis. Segundo aquelas normas, estes são aspectos importantes do *valor agregado não financeiro* do BEI e são aplicáveis a todas as suas operações. O banco também estende os princípios para a avaliação de

projetos que tenham sido operacionalizados nas práticas internas de trabalho como parte do ciclo do projeto, conforme será discutido posteriormente neste capítulo. Em suas atividades de financiamento, o BEI procurou também tornar os projetos ambientais e sustentáveis como uma parte central do crédito. Projetos ambientais, de comunidades sustentáveis e de energia tornaram-se uma categoria substancial de financiamento no BEI, com créditos acumulados, entre 2005 e 2009, de € 113 bilhões, representando 40% do total dos financiamentos. Em 2010, apenas para as ações climáticas, o orçamento do BEI foi de € 20,5 bilhões, mais do que dobro registrado em 2008, de € 9,8 bilhões. Este número de 2010 representa 29% do total de empréstimos do BEI e inclui € 4,1 bilhões para P&D em ação climática, € 6,2 bilhões para energia renovável, € 2,3 bilhões para eficiência energética e € 7,9 bilhões em transporte sustentável.⁸

Ao examinar os projetos que compõem este total, uma série de temas relevantes se tornam aparentes. Alguns dos projetos contemplam alta tecnologia e inovações em novas tecnologias cruciais, especialmente no estabelecimento de uma economia avançada do pós-carbono. Estes incluem, por exemplo, projetos que estejam empenhados na pesquisa e no desenvolvimento de energia baseada no vento e na água, ou tecnologia de veículos movidos a combustível não derivado do petróleo. Na tabela 4 são apresentados alguns projetos notáveis nestas áreas, listados em 2009, e que ilustram as contribuições potencialmente significativas.

TABELA 4
Exemplo de projetos de ponta financiados pelo BEI (2009)

| Descrição do projeto | País | Parceiros do setor privado | Valor (€ milhões) |
|---|--|--|-------------------|
| Pesquisa e desenvolvimento de carros elétricos e eficientes em termos de energia e infraestrutura correlata | Alemanha, França, Reino Unido, Espanha | BMW, Daimler, Renault, Nissan | 1.300 |
| Construção de instalações para a produção de energia solar | Alemanha | Infrastructure Trunow, Wacker-Chemir, Robert Bosch | 950 |
| Construção de parques operacionais de energia eólica e plantas de energia solar | Bélgica, Espanha, França, Chipre | SPV, Gemasolar | 792 |
| P&D em turbinas eólicas | Dinamarca | Vestas Wind Systems | 250 |

Fonte: relatório anual do BEI (EIB, 2010).

Entretanto, alguns projetos têm menos conteúdo de ponta e financiam tecnologias ou práticas já existentes. Por exemplo, alguns projetos consistem no financiamento da extensão ou desenvolvimento de redes de transporte público já estabelecidas ou, ainda, de sistemas de transporte convencional, como a infraestrutura de transporte marítimo. Em um dos maiores empréstimos realizados em 2009,

8. Informação obtida por meio das entrevistas citadas na nota 2.

foi concedido o montante de € 1,1 bilhão para a Transport for London, do Reino Unido, dentro da política ambiental de construir uma ligação de trem elétrico na área urbana de Londres. De modo similar, € 1,8 bilhão foi aplicado na Espanha em projetos para a expansão do metrô e do trem (EIB, 2009a). Embora estes projetos pareçam ser empreendimentos louváveis de infraestrutura e estejam sujeitos à avaliação do BEI em seus ciclos de projetos, eles fundamentalmente não reformulam a “pegada de carbono” dos sistemas de transporte.

Poderia se argumentar ainda que o BEI também financia certos projetos que são efetivamente contraditórios para suas metas ambientais e de sustentabilidade. Por exemplo, o BEI financia projetos relacionados ao desenvolvimento do setor de aviação, como a expansão de aeroportos, o que tem sido criticado, por exemplo, no Relatório do Tyndall Centre (2006). Outras organizações não governamentais (ONGs) ambientais também criticaram o BEI. Por exemplo, Bankwatch (2007) argumentou que uma proporção alta demais dos empréstimos do BEI está financiando o desenvolvimento de combustíveis fósseis. Ora, se os países em desenvolvimento estão sendo solicitados a seguirem uma trajetória mais sustentável, os países desenvolvidos devem se empenhar mais nesta direção, uma vez que eles possuem níveis de emissão *per capita* de carbono atuais e passados muito mais elevados. Mais especificamente, os projetos financiados pelo BEI dentro da Europa deveriam ter normas ambientais mais rígidas do que aqueles operacionalizados no mundo em desenvolvimento. O BEI financia tanto projetos de grande como de pequena escala, e estes devem ser bem-vindos, uma vez que projetos de menor escala, em particular, têm sido incubadores para o desenvolvimento de ideias e práticas inovadoras na busca por soluções ambientais, especialmente no que se refere às mudanças climáticas. O BEI tem financiado projetos públicos (como iniciativas locais em cidades e regiões) assim como as PMEs envolvidas em empreendimentos inovadores. Isso inclui uma série de linhas de crédito dedicadas aos intermediários financeiros destinadas a ações relativas ao clima, com foco em energia renovável e eficiência energética. Da mesma forma, o BEI oferece financiamento ao investimento privado em energia renovável por meio da criação de fundos de capital direcionados.

De acordo com os relatórios do BEI, uma elevada proporção dos seus empréstimos aos países em desenvolvimento é direcionada para projetos ambientais e sustentáveis, totalizando, em 2010, 33% dos financiamentos realizados nestas áreas. Assim como o financiamento direto, o BEI também atua próximo aos países em desenvolvimento na provisão de assistência técnica e na transferência de tecnologia, adaptando aquelas desenvolvidas em seus projetos na Europa, considerando isso como parte importante do seu programa. Dessa forma, por exemplo, a tecnologia de energia solar desenvolvida na Espanha foi transferida para o Marrocos.⁹

9. Informação obtida por meio das entrevistas citadas na nota 2.

Além dos empréstimos e financiamentos tradicionais, o BEI tem desenvolvido instrumentos inovadores para levantar recursos, apoiar o aprofundamento do mercado e atrair o setor privado. A atração inclui o levantamento direto de capital do setor privado e o envolvimento do BEI no apoio à liquidez do mercado e no estímulo à confiança do investidor nos novos mercados e instrumentos. Por exemplo, o BEI emitiu € 1,4 bilhão – incluindo € 0,5 bilhão em 2010 – de Títulos de Conscientização do Clima (Climate Awareness Bonds), que são fundos com finalidade específica levantados para futuros empréstimos do BEI a projetos nas áreas de energia renovável e de eficiência energética.¹⁰ Os títulos são ligados a um índice recém-construído de responsabilidade corporativa em relação ao meio ambiente, dando, assim, confiança aos investidores socialmente responsáveis. Estas inovações, incluindo o suporte ao desenvolvimento de novos instrumentos, são mecanismos que poderiam ser explorados pelos bancos de desenvolvimento da América Latina.

Conforme observado, todos os projetos estão sujeitos a avaliações de normas ambientais e de sustentabilidade no início e no andamento do ciclo do projeto. Além disso, o BEI exige que a tecnologia aplicada seja sempre a melhor disponível do ponto de vista da ação climática.

A avaliação dos projetos inclui uma taxa exigida de retorno econômico representativa do custo do carbono que, para 2020, atingirá pelo menos € 40 a tonelada, aumentando gradualmente a partir dos € 26 a tonelada, registrados em 2006 (com uma possível revisão para cima sendo estudada). Esta avaliação da taxa de retorno econômico é feita em paralelo a uma taxa de puro retorno financeiro utilizando os preços de mercado. Ademais, o BEI desenvolveu recentemente uma avaliação bastante pioneira de todos os grandes projetos para estimar as emissões líquidas de carbono. A *pegada de carbono* absoluta de um projeto é comparada com uma base de referência que reflete as emissões de carbono na ausência do projeto. Então, o impacto líquido de carbono dos projetos é calculado a partir de modelos avançados, inclusive aqueles específicos para cada indústria, por exemplo, para estradas ou transporte marítimo. Para a determinação da taxa de retorno econômico utiliza-se o trabalho de Little e Mirlees, que foi muito difundido na década de 1960 para avaliar projetos com preços virtuais que levam em conta as externalidades. Atualmente estes exercícios não são populares porquanto consomem tempo, sendo louvável que o BEI utilize esta metodologia para a introdução de uma perspectiva climática no contexto de promoção de um paradigma de desenvolvimento sustentável. De acordo com entrevistas realizadas no BEI, este cálculo da taxa de retorno econômico tem sido particularmente eficaz na promoção de projetos em energia renovável que, de outra forma, poderiam não ter sido

10. Informação obtida por meio das entrevistas citadas na nota 2.

financiados pelo banco. Entretanto, parece que esta metodologia tem sido menos útil no desincentivo de projetos que possuem elevados impactos de emissão de carbono. Apesar disso, o fato de que esta avaliação econômica incorporando o preço sombra (*shadow price*) do carbono seja realizada e que de forma mais ampla o BEI esteja comprometido com a minimização das emissões de carbono dos seus projetos, tem impactado tanto as propostas externas que procuram financiamento como as decisões organizacionais internas em favor daqueles projetos com menor emissão de carbono. Esta abordagem poderia ser de interesse dos bancos de desenvolvimento da América Latina e do Caribe.

Uma questão, contudo, é que a quantidade de pessoal do BEI comprometido com a avaliação ambiental e com as atividades sustentáveis permanece limitada. Embora os projetos específicos alavanquem recursos por meio da utilização do pessoal de outras áreas do banco (por exemplo, engenheiros) e consultores externos, o tamanho da equipe continua sendo uma restrição para a integração da abordagem ambiental com os empréstimos da instituição.¹¹ Os analistas externos também observaram isto. Por exemplo, a ONG Counterbalance (2011) argumenta que os projetos do BEI são “avaliados quase que inteiramente por economistas, com um componente mínimo de desenvolvimento sustentável que é marginalizado na concepção e na avaliação do projeto”. De maneira geral, os projetos financiados e a mobilização de capital inovador promovidos pelo BEI devem ser elogiados, mas, ainda assim, resumindo, permanecem duas questões-chave. Em primeiro lugar, um maior patamar de investimento em tecnologias verdadeiramente novas e de ponta, incluindo tanto a P&D como a produção, adicionaria valor ao papel do BEI em relação a seu elevado envolvimento atual em projetos com menor impacto ambiental. Em segundo lugar, o BEI precisa refletir sobre a coerência da sua política implantada na organização. Por exemplo, fora seus projetos dedicados a fins ambientais, o banco continua financiando uma grande quantidade de empreendimentos que são inconsistentes com a melhoria do meio ambiente e, particularmente, com a redução da emissão de carbono na Europa, tais como estradas convencionais e redes de aviação.

Os bancos de desenvolvimento na América Latina podem aprender a partir das práticas positivas e inovadoras de ação climática do BEI, bem como usar mecanismos financeiros, por exemplo, as obrigações ecológicas (*green bonds*); porém, podem ainda ir além. Na realidade, nas economias da América Latina, que são mais dinâmicas, sendo este dinamismo impulsionado mais por mudança estrutural do que na Europa, pode haver mais espaço para a busca de um modelo tecnológico que seja mais apropriado para a região e com baixo consumo de energia. Isto está discutido com mais detalhes na seção 3 deste trabalho.

11. Informação obtida por meio das entrevistas citadas na nota 2.

2.5 Gerenciando e mantendo a solidez institucional

Central para o papel do BEI no desenvolvimento é a sua capacidade de preencher lacunas no mercado, incluindo a provisão de financiamento com baixo custo e de prazo mais longo. As áreas nas quais isto tem sido crucial estão a capacidade de prover financiamento de longo prazo para o desenvolvimento de infraestrutura e fundos a baixo custo para as PME ou para a pesquisa e desenvolvimento de alta tecnologia. A capacidade de o BEI realizar isto depende da manutenção do seu *rating* de crédito AAA, da credibilidade de crédito decorrente desta avaliação e da solidez institucional. Sua classificação de crédito está fortemente relacionada com o suporte recebido dos governos da UE, tanto explicitamente por meio do comprometimento de capital como implicitamente pelas suas fortes ligações políticas com a UE. O Grupo BEI também continua a manter uma forte base de recursos com proporções elevadas de capital, tendo aumentado em 2009 a parcela autorizada desse montante de € 164 bilhões para € 232 bilhões (EIB, 2010a). Além disso, o BEI tem sido cuidadoso ao tentar garantir que seu risco de crédito e de mercado, além de suas práticas internas, sejam compatíveis com a sua condição de AAA, e tem procurado manter a autossuficiência financeira e a cobertura dos seus custos operacionais. Isto é particularmente facilitado por uma base enxuta de custos, com um número limitado de pessoal, e um enfoque de parcerias com outras instituições de modo a compensar a experiência relativamente limitada e generalizada.

Estes fatores foram particularmente importantes durante a crise, quando as lacunas de mercado no financiamento ao setor privado aumentaram enormemente à medida que a aversão ao risco cresceu. Todavia, o BEI conseguiu, com relativa tranquilidade, manter a liquidez e o acesso aos recursos de longo prazo por meio das operações no mercado de capitais. Isto contrastou de forma marcante com as instituições financeiras privadas, inclusive os grandes bancos internacionais, para quem a liquidez colapsou durante a fase aguda da crise financeira, em 2008 e 2009, e com alguns mercados de capital privados onde a atividade estagnou. De fato, o BEI comenta que foi beneficiado pela *fuga para a qualidade* por parte dos investidores nos mercados de renda fixa (EIB, 2010a).

O BEI tem procurado construir a solidez institucional, equilibrando cuidadosamente o risco inerente a suas atividades com a sua incumbência de assumir riscos que, em razão das deficiências do mercado, são mais elevados devido às restrições de liquidez e de cobertura (*hedging*). Ao avaliar o risco de crédito, por exemplo, o banco concentra a maior parte de sua carteira de forma conservadora. Entretanto, também assume um risco maior em certas áreas, como PME e *venture capital*.

Não obstante, o risco nestas áreas é cuidadosamente monitorado e permanece limitado. O BEI procura também executar as *melhores práticas* para as instituições bancárias no gerenciamento dos riscos internos. Em 2009, entretanto, o lado negativo dessa exposição ao risco foi revelado com € 103 milhões de prejuízo nos

investimentos de *venture capital* e € 56 milhões de provisões adicionais de garantias do FEI e securitizações. A carteira de crédito do FEI também sofreu aumentos de títulos com “perspectiva negativa” (*negative outlook*). Contudo, as condições do mercado neste período foram (assim espera-se) anormais e estavam relacionadas com inadequações nas *melhores práticas* dentro das instituições financeiras do setor privado, especialmente em relação aos chamados eventos improváveis tais como uma crise financeira global, que foi indevidamente refletido na gestão interna de risco. O pensamento único coletivo em excesso pode ser um fator limitante dentro de uma instituição, incluindo as instituições públicas que podem imitar o comportamento das instituições privadas.

3 LIÇÕES POLÍTICAS PARA O CONTEXTO LATINO-AMERICANO

Nesta seção, discute-se como aplicar e adaptar a experiência positiva do BEI para o contexto da América Latina e do Caribe com relação às áreas políticas específicas. Neste contexto, pode ser muito útil para instituições como o BEI e a FEI organizarem ou serem convidadas para seminários com bancos de desenvolvimento nacional na região da América Latina e do Caribe, com o objetivo de discutir suas visões sobre estas áreas, os problemas que enfrentaram e como superaram tais entraves. Esta troca de experiências pode ser muito valiosa.

3.1 A importância de uma abordagem de política contracíclica

Globalmente, a abertura comercial e financeira nas últimas décadas levou a uma maior exposição às crises financeiras, com as turbulências de 2007-2009 impactando as economias em desenvolvimento no mundo inteiro. Neste episódio, os países apresentaram variações significativas tanto na capacidade de se manterem fora da crise quanto na de executarem respostas políticas contracíclicas. Esta última foi impactada por restrições na balança de pagamento das economias, bem como por limitações fiscais. Além disso, a resistência e a robustez do setor financeiro foi um fator importante, determinado por questões como a composição estrutural dos passivos do setor privado, a dependência de bancos domésticos em relação ao financiamento externo e o progresso no fortalecimento das estruturas regulatórias prudenciais e de supervisão (OCAMPO *et al.*, 2010).

Ademais, em países como o Brasil, onde existem grandes bancos nacionais públicos de desenvolvimento e onde estas instituições respondem por uma grande proporção do crédito total, as respostas das políticas contracíclicas foram bem mais eficazes na elevação do crédito total do que em países onde o papel dos bancos públicos de desenvolvimento foi reduzido. O fator desencadeador disto foi a capacidade de os bancos públicos injetarem crédito no setor doméstico. Este fato complementou a resposta fiscal contracíclica. Um exemplo contrastante é o Chile, onde a confiança no financiamento externo e a retração no papel do setor bancário público minaram a eficácia da política fiscal e monetária contracíclica

(OCAMPO *et al.*, 2010). Assim, uma lição aqui é que uma razão importante pela qual a escala dos empréstimos públicos ao desenvolvimento deve ser grande é a de facilitar o maior impacto dos empréstimos contracíclicos nas recessões e crises.

Conforme discutido acima, o BEI foi uma das instituições na Europa que participou na provisão de uma resposta contracíclica para a crise, e sua política nesta direção foi expressiva. É aconselhável que esta política continue sendo construída e possa ser replicada no contexto da América Latina e do Caribe. Para ser capaz de cumprir bem este papel, um banco de desenvolvimento deve ser grande em relação ao mercado total de empréstimos de modo a ter um impacto significativo sobre a oferta de crédito, o crescimento e o emprego, além de possuir capital suficiente para ser capaz de ampliar rapidamente o crédito sem a necessidade de obter aumentos de capital que, muitas vezes, possuem um processo lento de aprovação. Para facilitar isso, poderiam ser definidos colchões de capital automáticos no processo de aprovação, de forma a permitir a rápida expansão do crédito durante os períodos de crise sem a necessidade de se buscar novas aprovações. Esse planejamento de crise pode ser uma parte importante de um enfoque político contracíclico para os bancos de desenvolvimento regional e nacional.

Sugerem-se, ainda, perspectivas adicionais para a promoção de uma política anticíclica que possa contrabalançar a redução dos fluxos de capital privado em tempos difíceis e aumentar a *aderência* desses capitais após ingressarem. Por exemplo, seria possível incluir como requisito garantir um compromisso com o prazo de vencimento dos empréstimos ou uma limitação às condições de saída ou de redução da carteira líquida por períodos de tempo fixos. Embora, devido ao seu caráter restritivo, seja pouco provável que estas medidas sejam preferidas pelos intermediários financeiros, essa condição seria muito útil para estabilizar os empréstimos. Isto é especialmente verdadeiro no crédito para os setores altamente pró-cíclicos, como as PMEs.

Recomenda-se também maior flexibilidade em torno dos níveis de participação do banco de desenvolvimento regional e do banco sub-regional de desenvolvimento no cofinanciamento, de tal forma que os bancos de desenvolvimento regional possam desempenhar um papel anticíclico para preencher as eventuais lacunas de financiamento que ocorram nos momentos de declínio dos ciclos comerciais, elevando a parcela de financiamento de projetos na medida em que os fluxos privados tornam-se escassos. Na realidade, o Grupo BEI tem feito isso de forma impressionante na atual crise, incluindo o tratamento especial para projetos de ação sobre o clima.

Durante a crise, a América Latina sofreu, entre 2007 e 2009, um declínio de 6,9% no crescimento do PIB, porém foi mais resistente do que os países desenvolvidos e alguns mercados emergentes especialmente na Europa Oriental, apresentando uma recuperação mais rápida liderada pelo Brasil (WORLD BANK, 2010).

Isto ocorreu, claro, em parte porque o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o CAF, bem como os bancos de desenvolvimento nacionais na América Latina e no Caribe, aumentaram seus empréstimos durante a crise para neutralizar a queda nos empréstimos privados. Entretanto, uma consideração mais ativa dos mecanismos para uma resposta contracíclica robusta por parte dos bancos de desenvolvimento garantirá que o financiamento seja contracíclico em escala suficiente quando o financiamento do mercado privado for escasso, e assegurará a estabilidade do crédito de longo prazo que serve de ponte entre situações de escassez no curto prazo.

3.2 Selecionando a política setorial

Conforme discutido, em toda a história de apoio do BEI ao desenvolvimento, a seleção de setores para a concentração do financiamento tem sido altamente estratégica. Os setores selecionados evoluíram com o desenvolvimento da UE ao longo do tempo e com seus objetivos estratégicos. Inicialmente, o foco estava no financiamento de infraestrutura e de outras áreas relacionadas com o desenvolvimento do comércio inter-regional e com o auxílio à integração social e econômica. Estes setores continuaram sendo importantes, mas a atividade também evoluiu para novas áreas-chave, incluindo as PMEs e a mitigação da mudança climática. Uma justificativa consistente para a seleção de setores específicos tem sido a racionalidade econômica subjacente ao fechamento das lacunas de mercado e a ocupação dos espaços onde os mercados estão ausentes. Também foi acrescentado um papel contracíclico quando os fluxos privados são limitados.

Ao refletir sobre como aprender a partir da experiência do BEI, a América Latina e o Caribe precisam considerar quais são os setores críticos para suas metas de política. Por exemplo, o apoio ao comércio inter-regional e à infraestrutura já é um enfoque de política na América Latina e no Caribe e é apoiado pelo BNDES e pela CAF, que provêm financiamento e suporte à Iniciativa para a Integração da Infraestrutura Regional Sul-Americana (IIRSA), um fórum de coordenação dos projetos nesta área. No entanto, é possível que, caso a ênfase seja dada ao aprofundamento da integração comercial na América Latina, seja necessário um enfoque maior na infraestrutura regional de modo a apoiá-la e incentivá-la.

A contínua flexibilidade para mudar e adaptar seu enfoque de modo a continuar relevante tanto para as metas de política estabelecidas de forma endógena como para os eventos e ambientes econômicos exógenos é crucial. Um fórum político para permitir que isto ocorra na hora certa e de forma apropriada – no caso do BEI, a Comissão Europeia – é também importante. No caso dos bancos nacionais de desenvolvimento na América Latina, estas prioridades poderiam ser definidas pelos governos nacionais. Entretanto, no plano regional, estas instituições são bastante fracas na América Latina, por exemplo, no Mercosul.

Com relação aos setores que o BEI tem como foco, alguns são relevantes para a América Latina. Assim como na Europa, o setor da PME na América Latina é importante para o emprego e para a inovação. Uma abordagem semelhante para alavancar financiamento para o setor privado e fornecer *venture capital* destinado a P&D e às atividades inovadoras poderia ser adotado, uma vez que o financiamento é uma barreira crítica em muitos países da região (IFC, 2009).

Uma questão importante a ser considerada é a abordagem do BEI no apoio às PMEs de alta tecnologia e ao desenvolvimento do setor de alta tecnologia por meio de parcerias privadas com universidades de grande interesse e investidores de capital de risco. Entretanto, em muitos países da América Latina e do Caribe existe uma lacuna entre a procura por esse crédito e a oferta de financiamento de capital de risco pelo setor privado, inclusive os vinculados a universidades. Uma abordagem de política para a inovação e a tecnologia por meio de políticas alternativas como o suporte público ao agrupamento (*clustering*), pesquisa tecnológica e comercialização, bem como a disseminação mais ampla da inovação pelas agências governamentais em vez de agentes do setor privado, seria mais apropriada na América Latina e no Caribe. Esta abordagem poderia assegurar um preenchimento desta lacuna no mercado e acelerar tanto a inovação técnica como a transferência de tecnologia. Ela poderia ser concebida como parte de uma abordagem mais ampla de política industrial que apoie a inovação tecnológica em setores alvos por meio de uma série de instrumentos de política, entre os quais destacam-se os empréstimos dos bancos de desenvolvimento.

Além disso, na América Latina e no Caribe existe uma grande variedade de instituições de microfinanças, muitas das quais aumentaram a escala e o tamanho das empresas atendidas, bem como a variedade de produtos. Hoje, muitas são instituições financeiras formais significativas no varejo e no setor de PME. Na América Latina e no Caribe, um espectro completo de PME deve ser apoiado, incluindo as instituições de microfinanças, e a replicação da abordagem de garantia do BEI e de parceria do banco com o setor privado. Este financiamento pode também ajudar a evitar os problemas que surgiram em outros países, notadamente na Índia, mas também na Nicarágua e na Bolívia, onde as instituições de microfinanças procuraram elevar a escala de financiamentos por meio dos investidores privados e pressões resultantes levaram a patamares e práticas de empréstimos inapropriados. As instituições de microfinanças devem ser cuidadosamente escolhidas de forma a incluírem organizações maiores e bem estabelecidas, de preferência nacionais e com um histórico de solidez institucional.

Outro setor de importância mútua para a Europa e a América Latina e o Caribe é o do meio ambiente e sustentabilidade. Na comunidade global a visão de uma economia de baixo carbono e, criticamente, a tecnologia para torná-la realidade estão emergindo rapidamente. O mais crítico para um banco de desenvolvimento é a infraestrutura, incluindo as redes de transporte e geração de

energia, o que é consistente com os limites biofísicos dos países na adequação aos “rigorosos critérios de sustentabilidade”. Ocampo (2011) e UNEP (2011) fornecem uma boa definição de economia verde como sendo aquela que “não apenas melhora o bem-estar humano e reduz a desigualdade, como também reduz os riscos ambientais e a escassez ecológica” (OCAMPO, 2011, p. 1). É evidente o interesse das economias da América Latina em promover este caminho mais sustentável para o desenvolvimento, visto que a mudança climática pode prejudicar o desenvolvimento futuro, e, além disso, porque a tecnologia verde proporciona muitas novas oportunidades de investimento em setores altamente competitivos.

Consistente com este tipo de visão, os bancos de desenvolvimento na América Latina e no Caribe já estão envolvidos na construção de uma economia ambientalmente sustentável. O BNDES, por exemplo, estabeleceu princípios e diretrizes com relação à responsabilidade ambiental e está envolvido em alguns projetos referentes tanto a ambientes naturais como urbanos. Exemplos específicos de projeto incluem o Fundo para o Desenvolvimento Limpo, que investe em companhias com potencial de gerar reduções de carbono; o Fundo da Amazônia, um fundo de investimento baseado em doações, gerenciado pelo BNDES, dedicado a combater o desmatamento e à conservação da floresta amazônica; e a Iniciativa BNDES Mata Atlântica. Da mesma forma, a CAF possui diretrizes ambientais que são aplicadas aos projetos e também apoia uma série de programas e iniciativas. Isto inclui o financiamento de projetos de energia alternativa, como parte do Programa Latino-Americano de Carbono e Energias Limpas e Alternativas. Os autores incentivariam os bancos de desenvolvimento da América Latina e do Caribe a darem continuidade e ampliarem seus programas e, quando for relevante, aprenderem as lições do BEI.

Existe uma oportunidade para que a América Latina e o Caribe *saltem* as tecnologias baseadas em elevada emissão de carbono e passem diretamente para as tecnologias de baixo carbono, evitando os custos de transição que serão incorridos pelas economias desenvolvidas. Assim como as vantagens regionais e nacionais, existe um enorme potencial de oportunidades comerciais para o desenvolvimento com sucesso das novas tecnologias e bases de conhecimento.

Os bancos públicos de desenvolvimento estão numa posição ideal para financiar o investimento em energia renovável e outras atividades de ação sobre o clima, uma vez que, amiúde, essas atividades são comercialmente lucrativas apenas no longo prazo e, por conseguinte, requerem uma maturidade de longo prazo nos empréstimos, os quais, na maioria das vezes, inicialmente, só podem ser oferecidos por bancos públicos de desenvolvimento, embora também possam ajudar a promover o alongamento do financiamento privado. Em outros casos, estas atividades de ação sobre o clima apenas se tornam lucrativas se forem consideradas as externalidades positivas e, por conseguinte, são necessários tanto o investimento público como os subsídios para o investimento privado. Neste último caso, o

empréstimo dos bancos de desenvolvimento, combinado com algum elemento limitado de subsídio que poderia vir de algumas das transferências internacionais para mitigação da mudança climática nos países em desenvolvimento ou dos orçamentos nacionais, parece ser o mais adequado. Mais uma vez, o enfoque do BEI no financiamento de projetos de mitigação das mudanças climáticas, no gerenciamento e na expansão da infraestrutura existente e das atividades econômicas, bem como na implementação de novas atividades de baixa emissão de carbono, pode oferecer lições valiosas para a América Latina e o Caribe.

Conforme observado, o Grupo BEI também inclui a orientação técnica como componente essencial de muitos de seus programas, especialmente aqueles para o meio ambiente e sustentabilidade, PMEs e microfinanciamento. Isto deve ser replicado na América Latina e no Caribe, incluindo o apoio tanto às PMEs como às instituições de microfinanças com o objetivo de aumentar as taxas de sucesso das empresas comerciais e desenvolver a capacidade e a solidez institucional.

3.3 Estabilidade financeira e técnicas de financiamento

Conforme observado na subseção anterior, a América Latina e o Caribe sofreram um impacto menos sério no PIB em razão da crise financeira global. Um dos fatores que contribuiu para tanto foi a robustez relativa dos sistemas financeiros da região (CARUANA, 2010). Ao avaliar quais aspectos da abordagem do BEI adotar, deve-se dar uma atenção cuidadosa para se assegurar que a solidez institucional tanto das agências de desenvolvimento como das instituições financeiras do setor privado sejam mantidas, e que possíveis ameaças sistêmicas não sejam criadas ou incentivadas a ressurgir. Ambas as questões precisam ser consideradas no contexto tanto das condições “normais” do mercado como das potenciais situações de crises futuras. Na América Latina, as diferenças na estrutura dos mercados financeiros precisam ser consideradas. Duas questões relevantes na avaliação sobre quais abordagens deve-se adotar são a da profundidade dos mercados financeiros e até que ponto o ambiente regulatório construiu robustez e estabilidade. Por exemplo, em alguns mercados da América Latina e do Caribe, tais como o Brasil, têm havido restrições regulamentares sobre os bancos nacionais à participação em securitizações e em transações fora do balanço (IMF, 2008).

O BEI gerencia uma carteira de empréstimos e de atividades correlatas, abrangendo uma ampla variedade de técnicas financeiras complexas e de abordagens para o envolvimento dos mercados financeiros privados e, ao examinar a sua experiência, torna-se fundamental a seleção cuidadosa das técnicas apropriadas ao contexto latino-americano.

Por exemplo, conforme discutido, uma grande proporção do apoio do Grupo BEI para as PMEs são garantias oferecidas ao Fundo Europeu de Investimento (FEI). As garantias têm vantagens significativas em comparação com outros instrumentos, inclusive o risco e a alavancagem proporcionalmente menores, os

quais, quando combinados com duas características principais da abordagem do BEI – o compartilhamento dos riscos e a exigência de empréstimos adicionais – permitem a atração do setor privado. Uma vantagem é que, apesar de criar passivos contingentes, o instrumento é relativamente simples para gerenciar risco e tipicamente exige *expertise* já disponível nos bancos de desenvolvimento nacional. Entretanto, os passivos contingentes decorrentes das garantias são exatamente isso – passivos – e durante os períodos de estresse econômico podem resultar em perdas significativas numa base alavancada. Este é especialmente o caso onde as garantias são do tipo “primeira perda ou primeiro degrau” (*first loss or lower tier guarantees*). De forma geral, o uso de garantias na América Latina e no Caribe parece apropriado conquanto riscos excessivos não estejam sendo assumidos.

Outros instrumentos utilizados pelo BEI são, entretanto, de risco maior do que as garantias, o que torna necessária uma avaliação mais cuidadosa de suas vantagens e desvantagens antes de sua adoção. Por exemplo, produtos mais complexos, como a securitização, são considerados como tendo contribuído para a gravidade da crise financeira de 2007 e 2008 (STIGLITZ, 2010). Eles criaram também uma falta de transparência do risco nas instituições, o que contribuiu para o pânico nos mercados, notadamente na fase mais severa da crise. Conforme observado, essas operações tem sido restritas ao setor privado por alguns reguladores latino-americanos e recomenda-se uma abordagem muito cuidadosa da sua adoção pelas agências de desenvolvimento na América Latina.

Similarmente, os investimentos em capital desempenharam um papel crítico na política do FEI, especialmente ao prover fundos para as PMEs em estágio inicial e para a inovação de alta tecnologia, como na área de mudanças climáticas e na economia do conhecimento. Entretanto, estes investimentos têm uma taxa mais elevada de fracasso devido ao seu risco inato e, novamente, torna-se necessário uma abordagem cautelosa quanto ao nível de risco assumido em relação ao porte das instituições. No entanto, estes instrumentos têm papéis importantes a desempenhar no preenchimento das lacunas de mercado, tais como fornecer capital de risco direto ou prover instrumentos de maior alavancagem na forma de participações no capital ou dívida *mezzanine*. Em consequência, estes instrumentos têm uma função importante a desempenhar nas políticas para a América Latina e o Caribe, porém somente em determinadas instâncias em que as suas vantagens, por exemplo no incentivo à inovação, claramente superam as suas desvantagens, tais como o alto risco.

Conforme discutido, o Grupo BEI também atua por meio de parcerias com intermediários financeiros, fazendo uso de mecanismos tais como os empréstimos globais. Isto inclui um amplo espectro de intermediários tais como as instituições bancárias, as instituições financeiras não bancárias (por exemplo, companhias de *leasing*) e as empresas de capital de risco (*venture capital*). Esta abordagem tem

vantagens significativas, sendo a mais importante o efeito de atração do setor privado, assim como o compartilhamento de risco. Este último, em particular, reduz o risco moral com intermediários lidando com PMEs como usuários finais. Recomenda-se que esta abordagem seja replicada ou que continue sendo utilizada de forma a se beneficiar das suas vantagens. De fato, instituições como o BID usam esta abordagem indireta quando atendem as PMEs na América Latina e no Caribe. Entretanto, a abordagem também implica em atribuir uma confiança significativa na solidez e na confiabilidade operacional dos intermediários. Portanto, ela exige uma cuidadosa seleção e triagem dos intermediários. Em relação ao tipo de intermediários, sugere-se que, dado o envolvimento do setor bancário com as PMEs, a abordagem da política na América Latina deve se concentrar em grande medida nessas instituições bancárias estabelecidas em países relevantes. Considera-se que uma abordagem mais conservadora deve ser assumida para outros parceiros potenciais, incluindo os investidores de capital de risco do setor privado. Uma das questões centrais na consideração de qualquer parceiro de *venture capital* deve ser a estabilidade do seu compromisso para com o investimento, que deve especificar um período de tempo fixo significativo. De fato, conforme observado antes, períodos mínimos de comprometimento podem ser exigidos.

Por fim, enfatiza-se novamente a exigência de garantias do Grupo BEI, utilizada como uma condição para empréstimos adicionais. Conforme observado, as garantias somente são dadas quando acima de um nível “normal” de empréstimos para um dado intermediário, assegurando assim o incentivo do Grupo BEI para o incremento de empréstimos oriundos do setor privado. Recomenda-se que esta abordagem seja replicada no contexto da América Latina e do Caribe.

4 CONCLUSÃO

A experiência do BEI explicita a valiosa contribuição que os bancos públicos de desenvolvimento podem ter para o desenvolvimento de curto e de longo prazo, tanto no plano nacional como regional. No seu papel de longo prazo, o BEI apoiou o processo de integração comercial na Europa, especialmente em seus estágios iniciais, por meio do suporte ao investimento em infraestrutura regional, da contribuição para a convergência das regiões mais pobres, bem como apoiando amplamente o financiamento para o desenvolvimento. Este é especialmente o caso em seu papel de preencher diversas lacunas e imperfeições no mercado privado. No seu papel de curto prazo, o BEI, durante a crise global, confirmou outra vez o valor dos grandes bancos públicos de desenvolvimento na expansão rápida dos empréstimos contracíclicos nos momentos em que os empréstimos privados diminuem ou mesmo entram em colapso. Em todos estes aspectos, as lições positivas do BEI se colocam em favor tanto dos grandes bancos públicos nacionais de desenvolvimento, como dos bancos regionais de desenvolvimento sob controle

dos países em desenvolvimento. Com efeito, a grande expansão de empréstimos realizada pelo BNDES brasileiro durante a crise financeira global confirma isto.

A viabilidade para a criação de bancos regionais ou sub-regionais de desenvolvimento sob controle dos países em desenvolvimento aumentou significativamente na medida em que essas economias viram suas poupanças e reservas cambiais crescerem rapidamente. A desejabilidade desses bancos regionais de desenvolvimento comandados por países em desenvolvimento serem implantados (por exemplo, no Mercosul) ou expandidos significativamente nos locais onde já existem (por exemplo, a CAF) é evidente por uma série de motivos. Em primeiro lugar, ele facilita a maior flexibilidade e controle ao permitir uma voz proeminente, ou exclusiva, para os países em desenvolvimento mutuários, assim como um maior sentido de participação regional. Isto possibilita que a organização seja capaz de confiar mais na pressão informal dos pares do que na condicionalidade, o que, por sua vez, também possibilita que os acordos sobre empréstimos sejam mais oportunos e flexíveis. O fato dos acionistas serem também os clientes dos bancos reduz a complexidade das negociações comparando, por exemplo, com o Banco Mundial ou outros órgãos multilaterais. Em segundo lugar, as assimetrias de informação são menores no âmbito regional, dada a proximidade, as similaridades culturais e os laços econômicos estreitos, o que, novamente, facilita a elaboração e a execução de políticas. Em terceiro lugar, os bancos regionais de desenvolvimento estão em melhores condições de fornecer bens públicos regionais em áreas complexas como a mitigação e adaptação à mudanças climáticas, bem como a adaptação e a infraestrutura transfronteiriça.

Um dos maiores desafios para um banco público de desenvolvimento regional ou nacional está em desenhar sua estratégia de empréstimos e de instrumentos de modo a apoiar uma visão de longo prazo para um modelo econômico dinâmico, equitativo e sustentável de desenvolvimento. Destacam-se, a seguir, três elementos principais para este modelo de desenvolvimento. Em primeiro lugar, estabelecer uma inserção mais eficaz na nova economia internacional de forma a maximizar os vínculos com as economias mais dinâmicas sobre o desenvolvimento. Em segundo lugar, combinar esta inserção com um maior aprofundamento dos mercados nacionais e regionais. Em terceiro lugar, enfrentar o desafio de um desenvolvimento que leve em conta as restrições ecológicas.

Inicialmente, o principal desafio para os bancos públicos de desenvolvimento nacionais e regionais é o de apoiar melhor uma estratégia que insira de maneira eficaz os países e a região no novo contexto internacional de crescimento dinâmico na Ásia e especialmente na China, comparado com as economias desenvolvidas. O desafio para a América Latina em particular é assegurar que a inserção não seja apenas, ou principalmente, limitada às exportações de *commodities*, mas desenvolva compromissos de maior valor agregado como, por exemplo, o processamento das

commodities ou produtos industriais. Isto implica na identificação dos produtos e setores nos quais o Brasil e os outros países da América Latina possam ter uma vantagem competitiva, especialmente nas exportações de alto valor com elevados níveis de produtividade. Essa estratégia implica tanto na identificação de nichos de mercado como na elaboração de uma estratégia setorial conjunta, público-privada, de longo prazo para apoiar as empresas, setores e países relevantes. Os bancos nacionais e regionais públicos têm um papel central a desempenhar nessa estratégia ao proverem financiamento de longo prazo notadamente para novos setores, processos e tecnologias.

Outra questão ampla está relacionada à extensão na qual as estratégias de desenvolvimento devem continuar a se basear, conforme fizeram no passado, no crescimento liderado pelas exportações (*export-led growth*), ou se devem evoluir para um maior foco no crescimento do mercado doméstico (*domestic market growth*). Esta resposta depende claramente de como a economia mundial evoluirá, para o que existem dois cenários principais. Primeiro, em um cenário de persistência da rápida recuperação do comércio, que teve início em meados de 2009 e que representa um retorno à tendência das décadas recentes, em que o comércio mundial foi mais dinâmico do que o PIB mundial. Segundo, em um cenário onde o comércio não se recupera e, ao contrário disso, não é particularmente dinâmico. Muitos observadores acreditam que o segundo resultado é bem provável. Neste cenário, a melhor estratégia de desenvolvimento pode ser um retorno às estratégias focadas no dinamismo dos mercados domésticos. Um complemento a essas políticas pode ser uma estratégia de redistribuição de renda, que expandiria os mercados nacionais. Também é interessante mencionar que, em muitos países em desenvolvimento, as políticas keynesianas que têm sido essenciais para a recuperação da crise financeira global são políticas de fato de fomento do mercado interno (*inward-looking policies*). Uma transição para estratégias mais focadas no mercado interno é naturalmente mais fácil nos países grandes, como o Brasil. Para as economias menores, isto implicaria que os processos regionais de integração econômica pudessem vir a desempenhar um papel mais importante no futuro, de forma a criar “mercados domésticos expandidos” (OCAMPO *et al.*, 2010). Conforme a experiência europeia nos mostra, o papel de um grande banco regional de desenvolvimento público pode – e deve – desempenhar funções-chave de apoio a estes processos de integração. Entretanto, os países da América Latina não devem abandonar quaisquer oportunidades que se apresentem para se beneficiar do comércio com o resto do mundo, onde estas oportunidades estiverem disponíveis.

Um terceiro elemento em uma nova estratégia de desenvolvimento para a América Latina implica em alcançar uma redução nos riscos de mudança climática e de escassez ecológica, tanto nacional como regionalmente. Nas palavras

do Relatório Preparatório do Secretário-Geral das ONU para a Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, o objetivo é ter uma economia “pouco intensiva em carbono, eficiente na utilização dos recursos e socialmente inclusiva” (UNEP, 2011, p. 2). As simulações do Programa Ambiental das Nações Unidas (United Nations Environment Program – UNEP) indicam que uma realocação de 10% do investimento global para o “investimento verde” poderia resultar em ganhos de crescimento de longo prazo significativos, uma vez que os recursos naturais são retidos e repostos. O UNEP também indica outras vantagens importantes relacionadas com a redução da pobreza e com a distribuição mais equitativa da renda, incluindo da maior intensidade em trabalho inerente aos *investimentos verdes* aos ganhos na agricultura de pequena escala. Esta abordagem complementa a estratégia de aprofundamento dos mercados domésticos e regionais. Além disso, os *investimentos verdes* reduziriam os riscos negativos associados à mudança climática. Ademais, o investimento em pesquisa e desenvolvimento e as transferências de tecnologia podem ajudar os países da América Latina a reterem e a estenderem a competitividade internacional na medida em que as economias globais competitivas mudam para as tecnologias de baixo carbono mais eficientes e apresentam uma única oportunidade de “saltar”, vale dizer, migrar direto para a utilização de tecnologias de ponta. Conforme salientado, as áreas críticas de investimentos incluem transporte público, energia renovável e agricultura sustentável, especialmente de pequenos agricultores, bem como água e saneamento.

Um banco de desenvolvimento público pode desempenhar um papel crítico nestes investimentos, uma vez que estes exigem financiamento de grande escala e de longo prazo, e, alguns destes investimentos, sobretudo em infraestrutura e energia verde, somente se tornarão lucrativos após um longo período. Por meio de técnicas específicas de financiamento, tais como as usadas pelo BEI, a confiança do investimento privado será incentivada pelo financiamento dos bancos de desenvolvimento. Como Ocampo (2011) enfatiza, os bancos nacionais de desenvolvimento podem também ajudar a desenvolver mercados domésticos de longo prazo. Conforme discutido, um exemplo onde o BEI oferece lições valiosas é a emissão de títulos “verdes” de longa maturidade em moedas nacionais dos países latino-americanos por parte dos seus bancos de desenvolvimento.

Ademais, subsídios transparentes e com prazo limitado para apoiar a introdução de tecnologias verdes ainda não lucrativas em termos puramente comerciais podem ser implementados em condições ideais por bancos nacionais e regionais de desenvolvimento. Isto poderia incluir a canalização de fundos globais dedicados à introdução destas tecnologias nos países em desenvolvimento. Tal parceria com o BEI e com o Banco Mundial pode ser particularmente frutífera, beneficiando-se dos recursos alocados para o investimento na economia verde e na transferência de tecnologia. Da mesma forma, os bancos regionais de

desenvolvimento na América Latina poderiam ajudar a transferir tecnologias dos países e regiões relativamente mais desenvolvidas para as mais pobres, aspirando tanto uma economia mais verde como uma maior convergência econômica. Os governos podem, ainda, querer subsidiar temporariamente novas tecnologias verdes e investir em pesquisa e desenvolvimento para gerar, adaptar e disseminar essas tecnologias. Para tanto, a colaboração com bancos nacionais e regionais de desenvolvimento pode ser crucial.

O papel do banco nacional e regional de desenvolvimento precisa ser, portanto, definido no contexto de uma visão estratégica de desenvolvimento que conduza ao crescimento mais sustentável, equitativo e dinâmico. A escala, as prioridades setoriais e os instrumentos de tais bancos precisam estar em linha com essa visão estratégica. O potencial para – e a necessidade de – que os bancos nacionais e regionais de desenvolvimento desempenhem um papel fundamental no contexto latino-americano é claro, assim como foi para o BEI e continua a ser para o desenvolvimento da União Europeia.

REFERÊNCIAS

BANKWATCH. **European investment energy investments 2002-2006**. 2007. Disponível em: <<http://www.bankwatch.org/project.shtml?apc=147578-n--1&x=2043953>>.

CARUANA, J. **Why Basel III matters for Latin American and Caribbean financial markets 2010**. Basel: FSI, 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/speeches/sp101125.pdf>>.

COUNTER BALANCE. **EIB in practice**. Bruxelas, 2011. Disponível em: <<http://www.counterbalance-eib.org/?p=708>>.

EIB – EUROPEAN INVESTMENT BANK. **Annual Report 2006**. Luxembourg: EIB, 2007. Disponível em: <<http://www.eib.org/attachments/general/reports/ar2006pt.pdf>>.

_____. **Annual Report 2007**. Luxembourg: EIB, 2008. Disponível em: <<http://www.eib.org/attachments/general/reports/ar2007pt.pdf>>.

_____. **Annual Report 2008**. Luxembourg: EIB, 2009a. Disponível em: <<http://www.eib.org/attachments/general/reports/ar2008pt.pdf>>.

_____. **The EIB Statement of Environmental and Social Principles and Standards**. Luxembourg: EIB, 2008b.

_____. **Annual Report 2009**. Luxembourg: EIB, 2010a. Disponível em: <<http://www.eib.org/attachments/general/reports/fr2009en.pdf>>.

- _____. **Corporate Operational Plan 2010-2012**. Luxembourg: EIB, 2010b.
- GRIFFITH-JONES, S. STEINHERR, A.; LIMA, A. F. European financial institutions: a helpful inspiration for developing countries? *In*: OCAMPO, J. A (Ed.). **Regional economic cooperation**. Washington: Brookings, 2006.
- GRIFFITH-JONES, S.; TYSON, J. **Reform of the European investment bank**: how to upgrade the EIB's role in development. 2010. (Working Paper). Disponível em: <<http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/download.do?language=es&file=32148>>.
- IFC – INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. **Enterprise surveys**. Washington: IFC, 2009. Disponível em: <<https://www.enterprisesurveys.org/>>.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Improved policies seen helping Latin America in crisis**. Washington: IMF, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/CAR112408B.htm>>.
- OCAMPO, J. A. **The macroeconomics of the green economy**. Columbia: Columbia University, 2011. (Working Draft).
- _____. *et al.* **The great recession and the developing world**. *In*: CONFERENCE ON DEVELOPMENT CORPORATION IN TIMES OF CRISIS AND ON ACHIEVING THE MDGS. Madrid: IFEMA Convention Centre, 9-10 June 2010.
- STIGLITZ, J. **Freefall**: America, free markets, and the sinking of the world economy. New York: Norton, 2010.
- TYNDALL CENTRE. **Growth scenarios for EU and UK aviation contradictions with climate policy**. London: FOE, 2006. Disponível em: <http://www.foe.co.uk/resource/reports/aviation_tyndall_summary.pdf>.
- UNEP – UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME. **Towards a green economy**: pathways to sustainable development and poverty eradication. Nairobi: UNEP, 2011. Disponível em: <http://hqweb.unep.org/greeneconomy/Portals/88/documents/ger/GER_synthesis_en.pdf>.
- WORLD BANK. **Globalized, resilient, dynamic**: the new face of Latin America and the Caribbean. Washington: World Bank, 6 Oct. 2010. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/EXTLACOFFICEOFCE/Resources/870892-1197314973189/NewFaceofLAC_AnnualMtgsReport_Eng.pdf>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- DEMIRGUC-KUNT, A.; BECK, T. Small and medium enterprises: access to finance as a growth constraint. **Journal of Banking and Finance**, v. 30, n. 11, p. 2931-2943, Nov. 2006.

EIF – EUROPEAN INVESTMENT FUND. **EIF corporate operacional plan 2010-2012**. Luxembourg: EIF, Dec. 2009. Disponível em: <http://www.eif.org/attachments/publications/about/EIF_COP_2010-2012.pdf>.

_____. **Annual report 2006**. Luxembourg: EIF, 2007. Disponível em: <http://www.eif.org/attachments/publications/about/EIF_Annual_Report_2006.pdf>.

_____. **Annual report 2007**. Luxembourg: EIF, 2008. Disponível em: <http://www.eif.org/attachments/publications/about/EIF_AR07_for_web_updated%2022.7.5008.pdf>.

_____. **Annual report 2008**. Luxembourg: EIF, 2009. Disponível em: <http://www.eif.org/attachments/about/agm_2009/EIF_AnnualReport_2008.pdf>.

_____. **Annual report 2009**. Luxembourg: EIF, 2010. Disponível em: <http://www.eif.org/news_centre/publications/eif-annual-report-2009.pdf>.

FANELLI, J. M. **Regional arrangements to support growth and macro-policy coordination in Mercosur**. New York; Geneva: United Nations, Sept. 2007. (Discussion Paper Series, n. 46). Disponível em: <http://www.unctad.org/en/docs/gdsmdpbg2420074_en.pdf>.

GRIFFITH-JONES, S.; GRIFFITH-JONES, D.; HERTOVA, D. **Enhancing the role of regional development banks**. New York; Geneva: United Nations, July 2008. (Discussion Paper Series, n. 50). Disponível em: <http://www.unctad.org/en/docs/gdsmdpg2420081_en.pdf>.

_____; TYSON, J.; CALICE, P. **The European investment bank and SMEs: key lessons for Latin America and the Caribbean**. (Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 236). Santiago, Chile: Cepal, Jan. 2011. Disponível em: <<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/2/42822/lcl3294pi.pdf>>.

MAKSIMOVIC, V.; AYYAGARI, M.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A. **How important are financing constraints?** Washington: World Bank, 2006. (Working Paper Series, n. 3.820).

SINGH, A. **The financial market crisis and risks for Latin America**. In: CONFERENCE ON THE EURO: GLOBAL IMPLICATIONS AND RELEVANCE FOR LATIN AMERICA, Sao Paulo, 17 March 2008. Washington: IMF, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/031708a.htm>>.

REGULAÇÃO BANCÁRIA E ARRANJO INSTITUCIONAL PÓS-CRISE: ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA E BASILEIA III*

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça**

1 INTRODUÇÃO

A crise recente gerou um amplo debate acerca da estrutura regulatória vigente sobre os sistemas financeiros, seja por sua gravidade, profundidade e amplitude, seja pelas vultosas somas de recursos públicos despendidos. Muito se discutiu não só acerca da incapacidade da estrutura regulatória em evitar ou mesmo minorar a crise, como também de sua possível contribuição para sua gestação. Dessa forma, a crise também evidenciou, com muita força, a necessidade de reformular a estrutura regulatória vigente. No primeiro momento, a partir da leitura de que grandes transformações deveriam ser promovidas e importantes limitações impetradas sobre o funcionamento dos mercados financeiros, de forma mais geral, e bancários, de forma mais específica, propostas de naturezas distintas foram apresentadas e discutidas. Entre estas, pode-se destacar: a criação de *narrow banks* – bancos com garantia de salvamento do Estado, mas sujeitos a fortes restrições; a presença de instituições financeiras totalmente baseadas em capital próprio; a gestação de compromissos prévios, assegurados por contratos, de que os proprietários de títulos devem assumir perdas de capital em situações de crise (GOODHART, 2010); a retomada da segmentação dos mercados, à la Glass Steagall Act; a estatização dos sistemas bancários; a criação de autoridade reguladora internacional; entre muitas outras.

No entanto, nos primeiros meses de 2009, quando da reunião dos líderes do Grupo dos 20 (G20), começaram a ser delineadas, no âmbito desta agremiação de Estados – o que implica a ideia de harmonização e coordenação –, diretrizes que acabaram por permear as mudanças no arcabouço regulatório, ao menos na esfera do Comitê de Basileia para a Supervisão Bancária (BCBS – no original, Basel Committee on Banking Supervision), e, dessa forma, concernentes aos sistemas bancários. Tais mudanças foram desenhadas a partir da interação de ampla

* Texto elaborado com informações disponíveis até abril de 2011.

** Professora do Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

institucionalidade internacional, marcada pela atuação *pari passu*, em instâncias e com funções distintas, do G20, do Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board – FSB) e do BCBS.

O objetivo deste trabalho é apresentar e discutir as mudanças propostas no regime regulatório de Basileia II, conhecido como Basileia III, a partir da perspectiva de interação da institucionalidade G20/FSB/BCBS. Com o intuito de alcançar tal objetivo, o trabalho está organizado da forma que se segue. Após esta introdução, que apresenta ainda elementos que contribuem para a delimitação do objeto a ser discutido – a regulação –, o trabalho é composto por três seções, além das considerações finais. Na seção 2, procura-se elencar questões fundamentais para a discussão da regulação, tais como a organização de marco conceitual e a evolução dos acordos de Basileia. Os recentes desdobramentos da institucionalidade G20/FSB são discutidos na seção 3. As mudanças propostas por Basileia III são apresentadas na seção 4. Por fim, considerações finais são tecidas.

De forma mais geral, a regulamentação sobre as instituições e, portanto, os mercados financeiros, pode ser entendida como ampla gama de instrumentos e mecanismos que têm como intuito atuar sobre ambos. Nesse sentido, abrange desde os instrumentos e os mecanismos que possibilitam a gestão das políticas monetária e creditícia, até aqueles que consubstanciam a chamada regulamentação prudencial, cujo objetivo mais amplamente alardeado é assegurar a solidez e a segurança do sistema financeiro. Este tipo de regulamentação é aceito por economistas de várias filiações teóricas, apesar da existência de importantes discordâncias quanto ao formato que o arcabouço regulatório deve assumir.

Vale destacar, desde já, que a discussão realizada neste capítulo se concentrará na regulamentação bancária, e não na regulamentação e na supervisão financeiras, o que certamente se evidencia pelo recorte institucional – qual seja, a interação entre as decisões tomadas no G20 e a atuação do FSB e do BCBS. Isto se justifica por estarem os bancos, dada a natureza histórica de sua atuação e a despeito da crescente permeabilidade entre as funções de instituições financeiras bancárias e não bancárias, sujeitos a esquemas regulatórios mais rigorosos que outras instituições financeiras. Ademais, é importante apontar que tal assimetria regulatória está no bojo da discussão atual acerca da crise e do papel da regulamentação. Vale notar que não se ignora a importância da interação entre instituições bancárias e não bancárias, assim como seus desdobramentos sobre a dinâmica de funcionamento dos mercados.

2 REGULAÇÃO BANCÁRIA

2.1 Questões introdutórias

Entre as explicações para a presença de aparatos regulatórios mais desenvolvidos sobre bancos, podem-se destacar peculiaridades na natureza das operações realizadas por estes. Tais peculiaridades se relacionam ao papel histórico exercido pelos bancos e não consideram os desdobramentos atuais da interpenetração entre as funções de bancos e não bancos. Entre tais peculiaridades, destacam-se aquelas que explicam a suscetibilidade de bancos à crise, assim como à possibilidade de movimentos de contágio que possam gerar risco sistêmico. Os bancos, ao lado da autoridade monetária, são participantes do sistema monetário, receptores e criadores de depósitos à vista e instrumentos plenamente líquidos. Ocupam papel central no mercado de crédito da grande maioria dos países, sendo importantes até mesmo naqueles sistemas marcados por mercados de capitais desenvolvidos, como é o caso dos sistemas anglo-saxões. Operam alavancados – ou seja, apresentam posições ativas e passivas mais elevadas que o capital próprio e, em geral, são transformadores de prazos, dado que os prazos das operações do passivo tendem a ser mais curtos que os do ativo. Ademais, suas operações são alicerçadas na ideia de confiança, pois os contratos financeiros, sejam aqueles presentes nas carteiras de ativos, sejam os que estão nos passivos dos bancos, são transações que envolvem obrigações e direitos a serem exercidos em data futura; em sua grande maioria, significam “dinheiro hoje” combinado com promessa de “dinheiro no futuro”.

Posto isto, algumas considerações podem ser tecidas. Em primeiro lugar, essas instituições ocupam papel central nos sistemas de crédito e de pagamentos, sendo a credibilidade elemento fundamental para sua atuação, dados o elevado nível de alavancagem e o descasamento de prazos das operações. Neste contexto, quebras na confiança dos agentes em determinada instituição podem ocasionar movimentos adversos do público depositante, assim como de outras instituições, e, dessa forma, problematizar suas relações ativas e passivas. E isto pode ocorrer por meio da perda de depósitos e/ou pela necessidade de venda de instrumentos do ativo, quando negociáveis, em situações adversas. Assim, movimentos de contágio podem ser gerados e ocasionarem problemas sistêmicos. E problemas de liquidez/solvência no sistema bancário podem transbordar para o todo ou parte do sistema, dada sua importância na operacionalidade do sistema de pagamentos e recebimentos, assim como nas operações de crédito, novas ou de refinanciamento. Nesta linha de argumentação já exposta, destacam-se as contribuições de Kay (2010) e Goodhart (2010). O primeiro, em defesa de *narrow banks*, foca os custos de falências de bancos sobre depositantes e sistemas de pagamentos de forma mais ampla, o que poderia ser enfrentado, segundo o autor, pela regulação e pela proteção de instituições específicas, responsáveis por ambos, depósitos e sistemas de pagamentos – ou seja, os *narrow banks* em questão. Goodhart (2010, p. 170).

No entanto, destaca que na crise recente não se observaram perdas de depósitos ou questionamento de sistemas de pagamentos, mas, sim, ampla redução do acesso e piora nos termos de obtenção do crédito, em processos gerados pela crise e estimuladores de sua agudização. Isto se justificaria por serem as economias capitalistas construídas sobre relações de crédito e “algo que restrinja de forma continuada o fluxo de crédito causa danos à economia”. Farhi e Cintra (2009) destacam, no entanto, não somente os problemas nos mercados de crédito, como também a ocorrência de movimentos de retiradas de depósitos em países da Europa em 2008, assim como de pequenos bancos nos Estados Unidos.¹

Em segundo lugar, deve-se ter em consideração a lógica que pauta as decisões de composição de ativos e passivos dessas instituições. Como qualquer agente capitalista, a atuação dos bancos é marcada pela busca incessante da valorização de seu capital, busca esta que pode significar, e muitas vezes é, a assunção exagerada de riscos – em especial, quando se considera a natureza de suas atividades, já destacada anteriormente. No entanto, sua atuação, mais uma vez, marcada pela busca de resultados individuais, pode gerar resultados sistêmicos adversos.

As peculiaridades já destacadas acabam por justificar a presença de aparatos de regulamentação e supervisão mais desenvolvidos e que podem ser pensados a partir de dois recortes distintos. No primeiro, figurariam instrumentos e mecanismos que possam ser acionados em momentos em que os problemas já se tenham instalado, de forma a suavizar seus efeitos e evitar movimentos de contágio, conformando-se rede de proteção. Entre estes, se destacam a atuação de emprestador em última instância e a presença de seguros de depósito. No segundo recorte, estariam normas e regras que constituam aparato de regulamentação prudencial e supervisão, que reforcem a capacidade do sistema de evitar ou absorver problemas discutidos anteriormente. Neste sentido, a regulamentação prudencial implica o estabelecimento de regras específicas quanto ao tipo, formato ou espaço de atuação, bem como quanto ao comportamento dos agentes financeiros – mais especificamente, bancários. Estas regras devem ser acompanhadas por normas de monitoramento e supervisão – em geral, são preventivas, ou seja, devem atuar no sentido de evitar problemas em potencial.

2.2 Em busca de um marco conceitual

O intuito desta subseção é resgatar algumas questões tratadas por Minsky ([s.d.]; 1985; 1986a; 1986b) que possam contribuir para a discussão da regulação, sobretudo das transformações propostas no que se convencionou chamar de Basileia III. Vale fazer uma ressalva neste ponto. Muito da análise deste autor foi construída a partir da observação de estruturas e dinâmicas de funcionamento

1. Estes movimentos teriam suscitado a elevação das garantias de depósitos na Irlanda, no Reino Unido e nos Estados Unidos. E a cobertura integral dos depósitos pelos governos na Alemanha e na Dinamarca teria levado a União Europeia (UE) a elevar o limite mínimo da garantia dos depósitos em todos os 27 países (Farhi e Cintra, 2009, p. 277).

de mercados financeiros, sobretudo bancários, muito distintas das vigentes nos períodos pré- crise e pós- crise. No entanto, a profunda compreensão da dinâmica de funcionamento de economias capitalistas, presente no arcabouço de ideias desenvolvido pelo autor, possibilita a apreensão de alguns de seus elementos fundamentais e contribui para a análise de outros momentos de desenvolvimento dos mercados financeiros.

Uma questão fundamental que pode ser extraída do referido autor para se pensar os contornos da regulamentação, assim como dos efeitos de processos de desregulamentação, é a compreensão da natureza e da dinâmica de funcionamento dos mercados financeiros – em especial, os bancários. Se mercados pela existência de mercados estáveis, nos quais a busca pelos interesses individuais leva ao equilíbrio, ou se mercados pela presença da instabilidade, que os torna suscetíveis a crises. Minsky ([s.d.]) aponta para a segunda – qual seja, o funcionamento normal de mercados financeiros organizados pode levar à geração de fragilidade e instabilidade financeira e, dessa forma, à gestação de crises. Esta percepção deve marcar o desenho e a natureza da regulação. Em outras palavras, o arcabouço regulatório deve enfrentar ambiente marcado pela instabilidade e suscetível a crises.

Em um mundo no qual a instabilidade é um perigo presente, as características do risco das atividades bancárias e as questões enfrentadas pelos reguladores bancários são diferentes das observadas em um mundo marcado por mercados estáveis. Se os reguladores se preocupam em atuar de forma mais adequada que no passado, precisam se embasar em uma melhor compreensão de como nossa estrutura financeira se torna suscetível a crises financeiras (MINSKY, [s.d.], p. 5, tradução nossa).²

Os mercados discutidos por Minsky caracterizam-se pela forte presença de bancos,³ instituições capitalistas em constante busca pela valorização do capital. Com este intuito, administram ativamente suas carteiras de ativos e passivos, procurando novas formas de aplicação e captação, novos clientes, novos produtos e novas dimensões de atuação – ou seja, inovam constantemente na procura por maiores ganhos, o que, em muitos momentos, implica atenuação da regulamentação. E esta busca muitas vezes significa a aceitação de riscos e/ou prazos mais elevados, assim como o aumento da alavancagem (MINSKY, 1986b). O que se pode depreender é que pode resultar da atuação destas instituições um ambiente mais instável.

2. Este trecho, assim como outros que serão apresentados, foi extraído de trabalho não publicado do autor, presente nos *Minsky Archives*. Disponível em: <<http://www.bard.edu/library/archive/minsky/>>. “*The risk characteristics of banking and the tasks of bank regulators are different in a world in which instability is a present danger than in a world in which markets are stable. If bank regulators are to do a better job than in the past, it needs to be based upon an understanding of how our financial structure becomes susceptible to financial crisis*”.

3. Em sua análise, construída em meados da década de 1980, quando a segmentação do sistema financeiro norte-americano já se encontrava em processo de desmontagem, Minsky destaca a importância dos bancos, dado seu papel e seu tamanho. Para maiores detalhes, ver Minsky (1986b, cap. 10). Vale notar que, a despeito das grandes transformações pelas quais os mercados financeiros passaram neste ínterim, os bancos ocuparam papel importante no processo de gestação da crise financeira recente, alvo desta discussão, assim como em seus desdobramentos.

Essa percepção pode ser extraída da discussão de Minsky acerca do comportamento dos agentes capitalistas – entre os quais se encontram os participantes dos mercados financeiros. Para o autor, o posicionamento destes agentes diante do risco é claramente pró-cíclico. Ao longo da expansão, posições crescentemente arriscadas são validadas, o que encoraja a adoção de mais riscos. Eventualmente, mudanças nas expectativas podem ocasionar transformações na postura não só quanto à assunção de riscos, mas também quanto às decisões de gasto (WRAY, 2001; MENDONÇA e DEOS, 2009).

O que se pode depreender é que economias capitalistas marcadas pela presença de mercados financeiros organizados apresentam forças endógenas desestabilizadoras, o que significa que a gestação de ambientes financeiros frágeis, que se podem tornar instáveis, suscetíveis a crises é resultado do próprio funcionamento destes – ou seja, deriva de processos internos. Nas palavras de Minsky:

em um mundo marcado por finanças capitalistas, simplesmente não é verdade que se cada agente buscar seu interesse próprio a economia será levada ao equilíbrio. Os interesses próprios de banqueiros, investidores alavancados e investidores podem levar a economia para expansões inflacionárias e contrações que geram desemprego. Análises de oferta e demanda, nas quais movimentos de mercado levam ao equilíbrio, não explicam o comportamento de uma economia capitalista, uma vez que processos capitalistas financeiros implicam que a economia é marcada por forças endógenas desestabilizadoras. *Fragilidade financeira, que é um pré-requisito para instabilidade financeira, é, fundamentalmente, um resultado interno de processos de mercado* (MINSKY, 1986b, p. 280, grifo nosso, tradução nossa).⁴

O regime regulatório deve ser construído a partir dessa percepção: não só os mercados não tendem ao equilíbrio a partir da busca individual de resultados, como também fragilidade e, até mesmo instabilidade, emanam do processo. Esta percepção estabelece a próxima questão a ser tratada neste capítulo – qual seja, como este processo endógeno e inerente deve ser enfrentado.

Para Minsky, essa peculiaridade dos sistemas financeiros deve ser enfrentada pelas autoridades governamentais por meio da combinação de atuações de naturezas distintas. Primeiro, as autoridades devem fornecer liquidez ao sistema da forma mais larga possível, procurando-se atingir ampla gama de agentes atuantes nos mercados financeiros – ou seja, devem agir enquanto emprestadoras em última instância. Segundo, devem atuar como reguladoras do sistema, o que não significa que devam permanecer presas a arcabouços regulatórios prévios, mas, sim, atentas

4. "In a world with capitalist finance it is simply not true that the pursuit by each unit of its own self interest will lead an economy to equilibrium. The self interest of bankers, levered investors, and investment producers can lead the economy to inflationary expansions and unemployment-creating contractions. Supply and demand analysis – in which market process lead to an equilibrium – does not explain the behavior of a capitalist economy, for capitalist financial processes mean that the economy has endogenous destabilizing forces. Financial fragility, which is a prerequisite for financial instability, is, fundamentally, a result of internal market processes".

às necessidades de mudanças. Após o processo inicial de intervenção para o enfrentamento de situações adversas, o formato do arcabouço regulatório deve sofrer alterações de modo a responder a possíveis mudanças na estrutura financeira e, assim, evitar novas intervenções, ao menos aquelas motivadas pelas mesmas causas. Esta linha de argumentação pode ser depreendida da seguinte passagem:

quando uma crise ocorre, os bancos centrais estão primeiro comprometidos em conter o estrago por meio da validação de dívidas selecionadas. Depois disto, devem usar seu poder para alterar o esquema regulatório e a estrutura institucional, de modo que processos como os que forçaram a intervenção não aconteçam outra vez (MINSKY, 1986b, p. 19, tradução nossa).⁵

Na verdade, Minsky (1986b) entende a regulação como uma forma mais ampla de intervenção sobre os mercados financeiros. Defende que a estrutura regulatória, assim como suas mudanças, não deva simplesmente seguir o movimento das estruturas financeiras e das práticas do mercado, mas, sim, que deva tentar guiar tal movimento. Defende também que a atuação mais ativa deve ser exercida a partir da consciência de que os agentes de mercado procurarão sempre inovar, de modo a evitar restrições que problematizem a constante busca por lucros, mesmo que tais restrições sejam de cunho regulatório.

Se for para restringir os efeitos de ruptura sobre sistema bancário, as autoridades (...) devem guiar e controlar a evolução de instrumentos e práticas financeiras. Em um mundo marcado pela presença de homens de negócios e de intermediários financeiros, que buscam lucros de forma agressiva, inovadores procurarão sempre sobrepujar a regulação (MINSKY, 1986b, p. 281, tradução nossa).⁶

Minsky faz uma defesa da regulação a partir da experiência bem-sucedida dos anos posteriores à Segunda Guerra Mundial, associando a estabilidade vivenciada ao então ambiente financeiro altamente regulado e às importantes intervenções implementadas de forma rotineira. Vale notar que o amplo regime de regulação resultava da associação de regulamentação do sistema financeiro, herdada dos anos de 1930 e criada para o enfrentamento das falhas que haviam causado a crise financeira e a Grande Depressão, e da institucionalidade internacional de Bretton Woods (MINSKY, 1986b).

Ainda no tocante à questão do enfrentamento da fragilidade e da instabilidade que podem surgir do funcionamento do sistema em situações de estabilidade, vale ressaltar que este pode ser atenuado, não eliminado.

5. "When a crisis occurs, central banks are first committed to containing the damage by validating the selected debts. After this is done, they need to use their power to change the regulatory framework and institutional structure so that developments such as those that forced the intervention will not happen again".

6. "If the disrupting effects of banking are to be constrained, the authorities (...) need to guide and control the evolution of financial usages and practices. In a world of businessman and financial intermediaries who aggressively seek profit, innovators will always outpace regulator".

É duvidoso que possamos eliminar completamente a possibilidade de crises financeiras (...) entretanto, nós podemos alcançar uma economia que é significativamente menos suscetível a crises (MINSKY, [s.d.], p. 28).⁷

Uma falha fundamental está presente em uma economia com instituições financeiras capitalistas. Não importa quão hábeis e perceptivos possam ser os banqueiros centrais, em uma economia capitalista, eventualmente, os elementos especulativos serão dominantes e levarão a práticas financeiras que conduzirão à instabilidade (MINSKY, [s.d.], p. 27, tradução nossa).⁸

Minsky ([s.d.]; 1985; 1986a; 1986b) contribui ainda para o enfrentamento de críticas, recorrentemente traçadas por agentes/autores crentes nos resultados gerados pelas livres forças do mercado, de que a regulamentação pode ser contra-producente e gerar ineficiências alocativas.

O alegado caráter contraproducente do regime regulatório pode ser entendido, segundo o autor, por meio de posturas ideológicas e elementos operacionais. No que diz respeito às primeiras, se o ponto de partida é “o mercado sabe melhor”, o único resultado possível da regulação – ou seja, da intervenção sobre as decisões dos agentes – é a criação de problemas, o que justificaria a desregulamentação. No entanto, se o ponto de partida é um sistema no qual a fragilidade e a instabilidade são propriedades inerentes, como o discutido por Minsky, regimes de regulação e intervenção podem melhorar a situação.

Além da ideologia, a existência de regulamentação pobre e mal desenhada, ou mesmo que se tenha tornado obsoleta dada a evolução do mercado, também pode ocasionar diagnósticos errôneos e, dessa forma, respaldar propostas de desregulamentação. Isto aponta para um elemento importante que pode ser extraído de Minsky ([s.d.]; 1985; 1986a; 1986b): regimes regulatórios não podem ser vistos como eternos ou universais e devem sempre estar em compasso com as transformações vivenciadas pelas estruturas financeiras.

No tocante às ineficiências alocativas, o autor defende que a avaliação do regime regulatório deve ser o mais ampla possível e ter como parâmetros não só a eficiência da alocação, mas também da estabilidade; e considerar ainda o custo do conflito entre as duas, se este ocorrer.

Por fim, a última e terceira questão a ser tratada nesta subseção refere-se ao formato que a regulamentação pode ou deve assumir. Minsky oferece poucos elementos indicativos de mecanismos e instrumentos que se possam mostrar efetivos, o que, no entanto, não se revela grande defecção. Isto porque, como se observou

7. “It is doubtful that we can ever completely eliminate the possibility of financial crises (...) however, we can achieve an economy that is significantly less susceptible to crises”.

8. “A fundamental flaw exists in an economy with capitalist financial institutions. No matter how ingenious and perceptive Central Bankers may be, the speculative elements in capitalist economy will eventually dominate and lead to financial usages that are conducive to instability”.

em diferentes momentos desta discussão, a ideia de regulamentação proposta pelo autor não é estanque ou final, mas se encontra em constante mutação a partir das transformações vivenciadas pela estrutura financeira. Neste sentido, pensar em instrumentos e mecanismos que poderiam mostrar-se adequados em diferentes contextos poderia mostrar-se complicado.

De qualquer modo, é possível destacar um mecanismo: a restrição do nível de alavancagem das instituições financeiras. Tal restrição, proposta por Minsky (1986b) por meio da imposição de índice de ativos sobre patrimônio, enfrenta um elemento que tem se mostrado presente em vários momentos de intensificação da instabilidade financeira: um elevado nível de alavancagem.

As autoridades não podem evitar a ocorrência de mudanças na estrutura das carteiras. O que podem fazer é manter a relação entre *ativos e capital dos bancos* dentro de certos limites (...). Se as autoridades restringirem e estiverem conscientes das atividades de fronteira de bancos e outras instituições financeiras, estarão em posição mais adequada para atenuar as tendências expansionistas que podem levar à ruptura da economia (MINSKY, 1986b, p. 281, grifo nosso, tradução nossa).⁹

2.3 Regulação prudencial, acordos de Basileia e crise recente

Durante décadas, a regulamentação prudencial adotada em vários países procurou garantir a solidez dos mercados financeiros, sobretudo bancários, por meio da imposição de instrumentos e mecanismos que restringiam a atuação das instituições. Algumas vezes, tais interdições eram geográficas e funcionais, como foi o caso dos Estados Unidos, e se sustentavam, fundamentalmente, sobre a regulação e o controle de balanços, por meio de restrições quanto à composição das carteiras de ativos e passivos. Entre as questões enfrentadas por este tipo de arcabouço regulatório, destacava-se a relativa iliquidez das posições ativas das instituições, quando comparadas com suas posições passivas. Entre os vários instrumentos ou mecanismos presentes em tais arcabouços, encontravam-se, por exemplo, limites de endividamento e alavancagem, índices de liquidez, limites ao *exposure* de bancos a tomadores únicos e limites quanto à composição de ativos e à classe de atividades que cada tipo de instituição poderia realizar.¹⁰

No entanto, nas últimas décadas do século XX, importantes transformações ocorridas nos mercados financeiros tornaram inoperantes as regras de controle e restrições impostas sobre a composição das carteiras ativas e passivas dos bancos. E estas transformações resultaram de intenso movimento de inovações, desregulamentação e liberalização financeiras. Vale dizer, uma série de inovações

9. "The authorities cannot prevent changes in the structure of portfolio from occurring. What they can do is keep the asset-equity ratio of banks within bounds (...). If the authorities constrain banks and are aware of the activities of fringe banks and other financial institutions, they are in better position to attenuate the disruptive expansionary tendencies of the economy".

10. Esta última, em especial, quando o sistema financeiro assume formato segmentado – ou seja, a presença de instituições especializadas.

institucionais criadas por agentes atuantes nos mercados financeiros e um intenso processo de liberalização financeira e desregulamentação dos mercados acabaram por minimizar, ou até mesmo neutralizar, regras e normas construídas no sentido de limitar e restringir a atuação das instituições financeiras em sua constante busca por rentabilidade e, em alguns casos, liquidez. No que diz respeito às inovações financeiras, destacam-se: *i*) a ampliação e a disseminação de instrumentos derivativos; *ii*) a intensificação do processo de securitização, que contribuiu para processos de desintermediação bancária e flexibilização da carteira de ativos das instituições; e *iii*) as estratégias de diversificação de fontes de recursos – ou seja, o desenvolvimento de processos de administração de passivos, a partir dos quais houve queda da importância de depósitos como instrumento de passivo, o que diminuiu a eficácia da regulação exercida por meio de indicadores relacionados a depósitos. De forma paralela a isto, o desenvolvimento de mercados interbancários, ao lado do desenvolvimento da administração de passivos, ampliou as possibilidades de acesso à liquidez e gerou a crença de que problemas de liquidez não estavam mais no cerne dos problemas bancários.

A desregulamentação, por seu turno, ao suavizar ou até mesmo eliminar barreiras entre instituições bancárias e não bancárias – em espaços em que tais funções eram separadas –, alargou o espaço de atuação das instituições financeiras, sobretudo bancárias, exacerbando movimento já constituído pelas inovações. Isto porque passaram a operar em outros mercados e com outros instrumentos, o que significou mudanças importantes na composição de suas carteiras de ativos e passivos. Além disto, a liberalização dos fluxos de capitais entre fronteiras possibilitou maior integração entre os diferentes mercados domésticos e a criação de mercados internacionais.

Observou-se, assim – em maior ou menor grau, a depender do sistema a que se refere, sendo o norte-americano a grande referência –, o dismantlemento da estrutura regulatória vigente nas décadas anteriores, seja por meio da atuação das instituições financeiras, seja por meio da eliminação de restrições pelas autoridades reguladoras. Foi neste contexto que, em meados da década de 1980, diante da *percepção dos limites* do aparato até então vigente e aliado à leitura de que os agentes deste mercado, em sua busca por lucros, são incentivados a assumir riscos excessivos, um novo formato de regulamentação passou a ser discutido. Apesar da manutenção de alguns dos instrumentos e mecanismos então vigentes, a lógica central da regulação prudencial passou a repousar nos riscos das posições ativas das instituições. O embasamento de tal lógica seria que a ameaça às instituições financeiras – e, assim, no limite, ao sistema de pagamentos – trata-se dos riscos assumidos nas posições ativas dos bancos. A estratégia da regulação deveria deixar de repousar no perfil do passivo dos bancos e passar a concentrar-se nas aplicações ativas.

A exigência de que os bancos mantivessem coeficiente mínimo de capital foi o elemento fundamental desse novo formato assumido pela regulação prudencial e entendido por alguns autores como processo de re regulamentação. Por meio deste, as autoridades reguladoras passaram a impor aos bancos a manutenção de relação mínima entre o capital próprio e os ativos em carteira, relação esta chamada de índice de capital.

O principal argumento apresentado para justificar a generalização do índice de capital era o estímulo gerado pela necessidade dos bancos comprometerem parte de seu capital próprio, o que compensaria os incentivos perversos à aceitação de riscos excessivos. A regulação prudencial passaria, assim, a estimular a manutenção de carteiras mais seguras, por meio de exigências mínimas de capital, pois em situações adversas, não só os depositantes, mas também os acionistas, arcariam com as perdas. Tal lógica estabeleceu-se como central para a configuração do Acordo de Basileia de 1988.¹¹ Significou que as instituições passaram a ter de manter capital proporcional não só ao volume de suas posições ativas, como também aos riscos destas. Vale destacar os objetivos anunciados de Basileia: garantir a solidez dos sistemas e nivelar o ambiente concorrencial no qual atuam as instituições bancárias.¹²

A adesão à Basileia – inicialmente idealizada para os bancos internacionalmente ativos do Grupo dos 10 (G10) – tomou proporções mais amplas, uma vez que foi adotado em mais de 100 sistemas bancários, o que acabou implicando, de alguma forma, a harmonização dos arcabouços regulatórios vigentes em grande parte dos sistemas bancários mundiais. O formato estrito das categorias de ativos/ponderação de riscos estabelecidas em Basileia acabou gerando uma série de operações de arbitragem e, em especial, o descolamento do capital regulatório do capital econômico, em contexto em que instituições, entre as quais os grandes bancos, implementaram amplo desenvolvimento de modelos internos de administração de riscos. Assim, pressões passaram a ser feitas no sentido de que a regulamentação incorporasse não só a mensuração, mas também a administração de riscos apontada pelos modelos. Além disso, Basileia não dava conta de importantes instrumentos/mecanismos que passaram a ocupar papel relevante nos balanços dos bancos e fora destes: instrumentos securitizados e derivativos.

11. Goodhart (2010) narra o ambiente no qual os bancos centrais decidiram, com minúscula participação de bancos comerciais, a configuração de tal acordo. Preocupações com a potencialidade de que grandes bancos internacionalmente ativos, sobretudo norte-americanos, teriam-se tornado insolventes diante da crise da dívida dos países da América Latina, sob a marcação a mercado de suas contas ativas e passivas, estimularam o Congresso norte-americano a impor regulações de capital mais elevadas. No entanto, tais restrições afetariam a capacidade dos bancos norte-americanos de competição com bancos estrangeiros – em especial, japoneses –, o que acabou por ocasionar negociações em torno do BCBS. É interessante como o autor destaca a escolha da meta para o índice de capital, o que teria acontecido sem muita discussão de fundamento ou acerca do nível ótimo. A escolha de 8% foi permeada pela percepção de que seria um índice intermediário que compatibilizaria o desejo/necessidade de prevenção e a tentativa de evitar-se a geração, com efeitos danosos, de processos de desalavancagem importantes.

12. Carvalho (2005) e Kregel (2006), contudo, apontam que o acordo visou em especial o segundo objetivo, em resposta aos interesses dos grandes bancos norte-americanos, sujeitos a índices de capital mais elevados que bancos de outras origens, com os quais concorriam internacionalmente.

Basileia II, publicado em meados de 2004, manteve a ideia central do acordo anterior – qual seja, a imposição aos bancos de índices mínimos de capital ponderado pelo risco. No entanto, a nova estrutura mostrava-se muito mais complexa que a anterior, uma vez que avançava no movimento de mensuração de riscos, trazendo para dentro do arcabouço o desenvolvimento implementado pelas instituições bancárias, de métodos aparentemente mais acurados de mensuração de risco, além do tratamento do risco operacional, ao lado do de crédito e mercado já tratados. O resultado que se estabeleceu, tendo como referência o acordo original, foi estrutura aparentemente mais sensível ao risco – na verdade, à leitura privada dos riscos –, uma vez que trouxe para o âmago da regulamentação as práticas de mercado, seja por meio dos modelos internos de avaliação de riscos, seja por meio de avaliações das agências de *rating*. Outro elemento fundamental que emana de Basileia II é que, apesar de exigir capital de instrumentos securitizados e derivativos, em operações no balanço e fora deste, e de ser aplicado de forma consolidada, continua sendo arcabouço regulatório centrado nos bancos. Dessa forma, fora da jurisdição dos bancos, a regulamentação ignora a permeabilidade de funções de bancos e não bancos, assim como de seus efeitos sobre o sistema.

Após a publicação de Basileia II, passou-se a discutir e testar, em vários países, os efeitos da adoção do novo aparato pelos diferentes sistemas bancários. Vários estudos de impacto quantitativos (*quantitative impact study* – QIS) da adoção da nova regulamentação foram implementados pelo BCBS. Vale lembrar que a decisão de adoção e formato final da estrutura regulatória passa pela autoridade regulatória nacional, respeitando-se peculiaridades institucionais locais. Assim, os vários órgãos reguladores decidiram pelo ritmo e pelo formato a ser adotado.¹³ Quando da explicitação da recente crise internacional, no âmbito dos mercados imobiliários norte-americanos, em 2007, e de seu agravamento e espraiamento, em setembro de 2008, muitos destes países não haviam ainda aderido à Basileia II.

Dado o escopo desta subseção, não se propõe neste capítulo discutir a crise, mas, sim, lançar um olhar sobre algumas questões acerca de sua gestação a partir da regulamentação, em seu formato assumido nos acordos de Basileia. Neste sentido, vale apontar que o desenvolvimento do modelo “originar e distribuir”, elemento central do processo de fragilização que desembocou na crise, pode ser entendido, entre outros determinantes, pela imposição aos bancos de requerimentos de capital, característica de Basileia e Basileia II. A criação de mecanismos que retiram posições do ativo dos bancos, sujeitas aos requerimentos de capital, e as transferem para ou-

13. No caso europeu, por exemplo, optou-se pela adoção rápida, certamente com o intuito de harmonizar os arcabouços regulatórios de seus membros – vale lembrar que a regulamentação e a supervisão são responsabilidade dos bancos centrais nacionais. No caso dos Estados Unidos, por sua vez, decidiu-se pela implementação mais lenta – sobretudo, após os resultados do QIS –, e não universal, uma vez que só os grandes bancos internacionalmente ativos poderiam aderir aos modelos internos.

tras instituições não bancárias, às quais não são impostos requerimentos ou outras exigências, certamente responde a restrições estabelecidas pela regulamentação.

A gestação e a eclosão da crise mostraram o que já havia sido apontado por alguns autores (GRIFFITH-JONES e PERSAUD, 2006) quando da publicação do novo arcabouço: as regras presentes em Basileia II podem atuar no sentido de agravar o já pró-cíclico caráter da atuação das instituições bancárias, como apontado. Isto porque, em função da associação do capital à leitura de riscos dos agentes, requerimentos de capital menores seriam exigidos em fases de expansão da economia e o ritmo de concessão de créditos e maiores, em fases de aceleração, o que certamente problematizaria ainda mais a capacidade dos bancos emprestarem recursos em momentos adversos.

Em defesa de Basileia II, contudo, poder-se-ia argumentar que, em países como os Estados Unidos, tal estrutura regulatória estava ainda em processo de aprovação e implementação quando da gestação e da eclosão da crise e que, se plenamente implementada, teria sido mais eficaz para enfrentar algumas das características do ambiente financeiro atual. Entretanto, tal linha de argumentação pode ser contraposta pela constatação de que os fundamentos de Basileia II (mensuração e adequação de riscos dos bancos por meio de modelos internos e agências de *rating*) já eram amplamente utilizados por instituições financeiras bancárias e não bancárias, até mesmo em países em que Basileia II ainda não havia sido, plena ou parcialmente, adotada. Neste sentido, a estrutura de mensuração de risco e adequação proposta por Basileia II, certamente não amenizou as condições que geraram a crise, mas pode ter contribuído para sua gestação.

A eclosão da crise mostrou que o arcabouço regulatório vigente não foi capaz de garantir a estabilidade do sistema. E Basileia II, ou ao menos a lógica presente nesta estrutura regulatória, era um de seus elementos centrais. A crise e seus desdobramentos sistêmicos, atrelados aos vultosos volumes de recursos injetados nos sistemas financeiros, acabaram por gerar intenso debate acerca de mudanças no aparato regulatório. Diante da percepção do caráter internacional da crise, reflexo da elevada internacionalização das finanças, explicitou-se, com mais força que em momentos anteriores, a necessidade de estrutura e políticas se não internacionais, ao menos coordenadas internacionalmente. E o G20 – na verdade, os líderes deste grupo – tornou-se o fórum de discussões e tomada de decisões no âmbito internacional.¹⁴ E o G20 incumbiu o FSB, versão então alargada do Fórum de Estabilidade Financeira (FSF), da busca da estabilidade financeira, o que incluía a reforma do arcabouço regulatório.

14. O G20, formado por ministros das finanças e presidentes de bancos centrais, foi criado em 1999, em resposta à crise dos anos de 1990. Quando da crise de 2007-2008, os líderes dos países representados por este grupo passaram a reunir-se.

3 ARRANJO INSTITUCIONAL: G20 E CONSELHO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

O agravamento da crise financeira e seu transbordamento após a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, acabou por dar o tom de discussões e deliberações no âmbito do G20, que passou a destacar os objetivos de crescimento econômico e estabilidade financeira. Delegou-se a busca desta última, a partir das diretrizes estabelecidas e acordadas no âmbito dos líderes do G20, ao então criado FSB. Ademais, no que tange à regulação e à supervisão bancárias, em arranjos macro ou microprudenciais, o FSB e o Comitê de Basileia passaram a desenvolver atividades conjuntas. Vale ressaltar que ambas as instituições são constituídas por autoridades governamentais em grande parte coincidentes.¹⁵ Dessa forma, no que tange ao arranjo institucional, o escopo da discussão proposta neste capítulo – qual seja, as transformações na regulação bancária a partir das proposições do BCBS – insere-se em um dos raios de atuação do FSB, que, por sua vez, se posiciona sob espectro mais amplo de proposições do G20.

3.1 G20 e regulação bancária: diretrizes e FSB

O diagnóstico apresentado pelo G20 no encontro de líderes realizado em Washington em novembro de 2008, em meio ao período mais conturbado da crise financeira, destacava como suas grandes causas: assunção excessiva e falha na administração de riscos, políticas macroeconômicas frágeis e deficiências na regulação e na supervisão em alguns dos países avançados (G20, 2008). Nesse momento, já se apontava a necessidade de se ir além das políticas de enfrentamento da crise, o que acabou por gerar, se não o primeiro esboço, grandes linhas de atuação a serem adotadas, tais como o fortalecimento da transparência e da contabilidade, o reforço da cooperação internacional, a reforma das instituições financeiras multilaterais e o aprofundamento da regulação sólida. No tocante a esta última, foram apontadas, ainda que de forma genérica, questões como a identificação de instituições sistemicamente importantes, a garantia de que todas as instituições deveriam estar sujeitas à regulação adequada – inclusive as agências de classificação de risco – e o enfrentamento do caráter pró-cíclico da regulação então presente (G20, 2008). No Encontro de Londres, realizado em abril de 2009, teve início o estabelecimento mais claro do caminho que seria adotado para o redesenho da regulação, seja no sentido do que se deve esperar da regulação, do escopo e dos objetivos, como pode ser depreendido da passagem que segue, seja no sentido de como o processo de discussões e implementação seria encaminhado.

Cada um de nós concorda em *garantir sistemas regulatórios fortes*. Mas também concordamos em estabelecer *consistência e cooperação sistemática entre países* muito maiores e um esquema internacionalmente acordado de normas de elevado padrão,

15. O BCBS é formado por presidentes de bancos centrais e o FSB, por ministros de finanças/economia e presidentes de bancos centrais. Ambos tiveram suas conformações alargadas no período recente com a inclusão de representantes de países em desenvolvimento.

como requerido por um sistema financeiro global. Regulação e supervisão reforçadas devem promover propriedade, integridade e transparência; proteger contra riscos ao longo de todo o sistema financeiro; atenuar, e não ampliar, o ciclo financeiro e econômico; reduzir a dependência de fontes de financiamento que impliquem riscos inadequados; e desencorajar a assunção de riscos excessivos. *Reguladores e supervisores devem proteger os consumidores e investidores, dar suporte à disciplina de mercado, evitar impactos adversos sobre outros países, reduzir a possibilidade de arbitragem regulatória, dar suporte à concorrência e ao dinamismo, e manter a trajetória inovativa do mercado* (G20, 2009b, grifo nosso, tradução nossa).¹⁶

Do discutido encontro, resultou declaração conjunta para o fortalecimento do sistema financeiro, que estabeleceu, entre diferentes questões, alguns pontos fundamentais para os desdobramentos de discussões e decisões acerca da regulação, inclusive no que viria a ser a proposta de Basileia III. Instituiu-se o FSB como sucessor do FSF,¹⁷ que se tornou a instância central para a discussão e a operacionalização da estabilidade financeira de forma ampla, o que inclui, mas não se restringe à regulação e à supervisão bancária. Propôs-se a incorporação de riscos macroprudenciais aos arcabouços regulatórios, assim como a extensão destes a todas as instituições, instrumentos e mercados financeiros importantes, inclusive *hedge funds*, além de incorporação e registro de agências de classificação de risco (*ratings*). Estabeleceu-se, no tocante aos sistemas bancários, a necessidade de melhorias na quantidade, na qualidade e na consistência internacional do capital das instituições bancárias, assim como do controle da alavancagem excessiva e da criação de colchões de capital em períodos de expansão (G20, 2009a). Delineou-se, então, o que seriam os pilares do “novo” arcabouço regulatório que, vale notar, decepcionaram os agentes que esperavam por mudanças profundas no funcionamento dos mercados financeiros.

Primeiro, o enfrentamento das questões que emanam da convivência entre mercados financeiros integrados globalmente e esquemas regulatórios domésticos por meio do aprofundamento da ideia de cooperação financeira, já estabelecida em arranjos como os Acordos de Basileia, e não da criação de autoridade global. Ademais, a própria migração do fórum de decisões e, em especial, de compromimentos, para o G20, implicava o reconhecimento da necessidade do tratamento da dinâmica internacional de forma mais ampla e, em grau a ser ainda esclarecido, a aceitação da importância de novos atores. Segundo, a manutenção de regras baseadas em requerimentos de colchões de capital a partir da avaliação de mercado

16. “We each agree to ensure our domestic regulatory systems are strong. But we also agree to establish the much greater consistency and systematic cooperation between countries, and the framework of internationally agreed high standards, that a global financial system requires. Strengthened regulation and supervision must promote propriety, integrity and transparency; guard against risk across the financial system; dampen rather than amplify the financial and economic cycle; reduce reliance on inappropriately risky sources of financing; and discourage excessive risk-taking. Regulators and supervisors must protect consumers and investors, support market discipline, avoid adverse impacts on other countries, reduce the scope for regulatory arbitrage, support competition and dynamism, and keep pace with innovation in the marketplace.”

17. Passou a incluir todos os países do G20, membros do FSF, Espanha e Comissão Europeia.

dos riscos das posições ativas das instituições bancárias, com a elevação da qualidade e da quantidade de capital, além da criação de colchões de capital anticíclicos. Terceiro, a aceitação de que somente a regulação em nível das instituições financeiras, microprudencial, não seria suficiente expôs em cena a preocupação com os resultados da interação entre as instituições, no que se passou a chamar de regulação macroprudencial. Quarto, a limitação da alavancagem por meio da imposição de índices. Em outras palavras, o que se delineou como “novo” arcabouço regulatório caracterizou-se pela manutenção da lógica anterior combinada com a introdução de novos elementos – idealizados com o intuito de enfrentar fragilidades entendidas como fundamentais na gestação da crise – quais sejam, falhas na regulação e na supervisão e comportamento irresponsável de bancos e outras instituições financeiras na assunção de riscos. Tal combinação de elementos presentes e novos, se não propunha a alteração da natureza da regulação, tornava-a mais restritiva.

Os encontros do G20 que se seguiram, Pittsburgh (setembro de 2009), Toronto (junho de 2010) e Seul (outubro de 2010), no que tange à regulação bancária, corroboraram as grandes linhas estabelecidas no Encontro de Londres, assim como as iniciativas discutidas e aprovadas no âmbito do FSB e do BCBS. No Encontro de Seul, ficou claro o endosso da agremiação ao pacote de mudanças proposto pelo BCBS, assim como o compromisso de adoção em âmbito nacional, segundo o cronograma proposto pelo comitê.

Nós endossamos o acordo de referência obtido pelo BCBS para a nova estrutura de capital e liquidez (...) Os novos padrões irão, por meio de mecanismos de mercado, reduzir os incentivos aos bancos tomarem riscos excessivos, diminuir a probabilidade e severidade de crises futuras e *capacitar os bancos a absorverem situações de estresse da magnitude da recente crise financeira*, sem suportes extraordinários dos governos. Isto irá gerar um sistema bancário que pode dar mais suporte ao crescimento econômico estável. *Nós estamos comprometidos em adotar e implementar inteiramente estes padrões, dentro do tempo acordado, que é consistente com a recuperação e estabilidade financeira*. A nova estrutura será traduzida em nossas leis e regulações (G20, 2010, p. 11, grifo nosso, tradução nossa).¹⁸

Ademais, como pode ser depreendido no trecho já blocado, vale notar a explicitação de expectativas, já presentes nas declarações de Toronto, de que o arcabouço regulatório reformado contribuiria para a conformação de sistema bancário mais apropriado para enfrentamento de situações de crise com menor suporte.

18. “We endorsed the landmark agreement reached by the BCBS on the new bank capital and liquidity framework, (...) The new standards will markedly reduce banks’ incentive to take excessive risks, lower the likelihood and severity of future crises, and enable banks to withstand – without extraordinary government support – stresses of a magnitude associated with the recent financial crisis. This will result in a banking system that can better support stable economic growth. We are committed to adopt and implement fully these standards within the agreed timeframe that is consistent with economic recovery and financial stability. The new framework will be translated into our national laws and regulations”.

3.2 Conselho da Estabilidade Financeira e agenda da reforma financeira

Como relatado anteriormente, o G20 instituiu o FSB como instância central para a discussão, a promoção e a coordenação da estabilidade financeira internacional.¹⁹ Sua criação foi anunciada no encontro dos Líderes do G20 em Londres, quando foram estabelecidas sua nova conformação,²⁰ entendida como fundamental para a promoção da estabilidade financeira internacional, e suas atribuições:

- avaliar as vulnerabilidades do sistema financeiro, bem como identificar e supervisionar ações necessárias para seu enfrentamento;
- promover a coordenação e o intercâmbio de informações entre as autoridades responsáveis pela estabilidade financeira;
- acompanhar e promover aconselhamento acerca de desenvolvimentos dos mercados e suas implicações para políticas regulatórias;
- orientar e acompanhar as melhores práticas para o cumprimento das normas regulamentares;
- realizar avaliações conjuntas do trabalho de políticas de desenvolvimento de órgãos internacionais;
- definir orientações e apoiar a criação, o funcionamento e a participação em colegiados de supervisão, incluindo-se a identificação de instituições internacionalmente ativas;
- apoiar planos de contingência para a gestão internacional de crises – em especial, no que diz respeito às instituições sistemicamente importantes; e
- colaborar com o FMI na realização de exercícios de alerta precoce para identificação da gestação de riscos macroeconômicos e financeiros, assim como das ações necessárias para enfrentá-los (G20, 2009a).

Estabeleceu-se, também, o compromisso do FSB de se reportar ao G20.

19. Na verdade, tal papel havia sido delegado pelos líderes do G20 ao FSF, em meio à crise (novembro de 2008), mediante a condição de expansão dos membros, de modo a englobar os emergentes (Helleiner, 2010a). Vale lembrar que este fórum, predecessor do FSB, havia sido estabelecido pelos ministros de finanças e presidentes dos bancos centrais do Grupo dos 7 (G7) em 1999, com o intuito de promover a estabilidade financeira internacional por meio da troca de informações e da cooperação internacional na supervisão. Quando da transformação em FSB, o FSF contava com a participação, além do G7, de Austrália, Honk Kong, Holanda, Cingapura e Suíça. Uma indicação das expectativas criadas em torno desta nova conformação do FSB pode ser depreendida da afirmação do secretário do Tesouro norte-americano de que este seria o quarto pilar da estrutura de governança internacional, ao lado do Fundo Monetário Internacional (FMI), do Banco Mundial e da Organização Mundial do Comércio – OMC (Griffith-Jones *et al.*, 2010).

20. O FSB passou a contar com os membros do FSF, acrescidos dos partícipes do G20 não representados na formação anterior, Espanha e UE. Vale notar a participação de representantes de instituições financeiras internacionais, tais como o FMI, o Banco Mundial, o Banco de Compensação Internacional (BIS – no original, Bank for International Settlements), a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o BCBS, a Organização Internacional para Comissões de Títulos (IOSCO – no original, International Organization of Securities Commissions), a Associação Internacional de Supervisores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors – IAIS), o Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS), o Conselho de Padrões de Contabilidade Internacional (IASB – no original, International Accounting Standards Board) e Comitê do Sistema Financeiro Global (Committee on the Global Financial System – CGFS).

De forma a enfrentar as atribuições mais amplas e a plenária expandida, a estrutura de governança do FSB passou a ser conformada pelo Comitê de Direção e três comitês permanentes: Comitê de Avaliação de Vulnerabilidades, Comitê de Cooperação de Supervisão e Regulação e Comitê de Implementação de Padrões, além de grupos de trabalho.²¹

Dada a natureza desse fórum e, neste sentido, do cumprimento das atribuições a este determinadas, e tendo-se em vista, mais uma vez, a soberania de países e jurisdições, uma questão que se propõe como fundamental é a estruturação de mecanismos de *compliance* – ou seja, de encorajamento do cumprimento. Com intuito de enfrentar esta questão, os partícipes do FSB acordaram e comprometeram-se com quatro mecanismos.

Primeiro, os membros do FSB concordaram em submeter-se, de forma periódica, à avaliação do programa de avaliação do setor financeiro (Financial Sector Assessment Program – FSAP), promovido pelo FMI e pelo Banco Mundial, assim como publicar avaliações destas instituições.²² Segundo, aos membros, passou a ser imposta a implementação de 12 padrões financeiros internacionais, assim como novos padrões a serem criados. Terceiro, os membros comprometeram-se à submissão a *peer reviews*, organizadas por país e tema. Quarto, os membros decidiram ser mais ativos no sentido de encorajar o *compliance* de todos os países e jurisdições não comprometidas com os padrões prudenciais internacionais fundamentais (HELLEINER, 2010a).

Em cada um dos encontros do FSB, é possível observar, segundo relatos apresentados pela própria instituição, a discussão de dois grandes grupos de questões, grupos estes cujas composições se alteram com o passar do tempo. Primeiro, e com maior força nos primeiros encontros, como não poderia deixar de ser, as políticas de enfrentamento das fragilidades financeira e macroeconômica resultantes da crise financeira, as políticas de reversão destas, assim como os efeitos da atuação dos governos sobre seus níveis de endividamento. Uma ampla agenda de reforma regulatória configura-se no segundo grupo de questões, destacando-se o papel a ser desempenhado pelo FSB, de coordenação do processo, a este atribuído pelo G20. Neste sentido, são incorporados na agenda elementos de cunho operacional, tais como iniciativas do Conselho de Padrões de Contabilidade Internacional (IASB – no original, International Accounting Standards Board) para a melhoria e a simplificação de contabilidade e mensuração de instrumentos financeiros, assim como melhorias nas práticas de compensação. E elementos de natureza estrutural, concernentes às estruturas regulatórias, entre os quais, os requerimentos de

21. Convém destacar que, na primeira configuração desses comitês, as coordenações dos comitês concerniram ao cargo de representantes do BIS, da Itália, do Reino Unido e do Canadá, países e órgãos já representados na configuração anterior.

22. Essas avaliações seriam as utilizadas como base para os relatórios da observação de padrões e códigos (Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSC). O comprometimento com estes dois processos, FSAP e ROSC, significaria maior comprometimento com a transparência, uma vez que, até então, tal participação era voluntária.

capital e liquidez. Ademais, observa-se a tentativa de incorporação, sob a égide do FSB, da agenda de regulação/supervisão de ampla gama de mercados, agentes, instrumentos e mecanismos financeiros, tais como *hedge funds*, derivativos, seguros e agências de *rating*, o que pode ser também depreendido de iniciativas conjuntas com as outras organizações internacionais – participantes do fórum, deve-se ressaltar – tais como a Iosco, o BCBS e o IASB.

Vale notar que a ideia de coordenação da agenda da regulação é bastante ampla. Por um lado, ao estimular decisões negociadas e acordadas, procura minimizar as consequências das decisões soberanas acerca de regulação e supervisão em contexto marcado por mercados financeiros amplamente internacionalizados. E, neste sentido, anuncia como propósito a necessidade de garantir a consistência da regulação entre diferentes países/jurisdições, assim como de garantir o nivelamento das condições de atuação das instituições internacionalmente ativas. Por outro, tenta atenuar os efeitos das diferenças regulatórias observadas em segmentos financeiros distintos, mais uma vez observadas em mundo marcado pela forte integração entre os diferentes mercados.

A observação da pauta de discussões dos vários encontros do FSB possibilita a sistematização da evolução da agenda da reforma regulatória (quadro 1). As questões tratadas podem ser sistematizadas em dois grandes conjuntos: as concernentes ao sistema bancário e as relacionadas ao sistema financeiro de forma mais ampla, incluindo-se instituições, instrumentos, mecanismos e mercados não bancários.²³ Entre as primeiras, é possível enumerar: regimes de capital e liquidez; instrumentos macroprudenciais; e instituições financeiras sistematicamente importantes – questões cujo enfrentamento resultou em parceria entre o FSB e o BCBS. Entre as segundas, mercados de derivativos e regulação dos mercados de balcão; processos de securitização; *hedge funds*, em agenda conjunta com a Iosco; e mercados de seguros, em parceria com o IASB. Dado o escopo deste trabalho, o primeiro grupo de questões será objeto de breve apresentação.

A necessidade de fortalecimento do regime de capital e a criação de regime de liquidez, em iniciativa conjunta com o Comitê de Basileia, estabeleceram-se na pauta de discussões do FSB em seus primeiros encontros, o que, evidentemente, se relaciona ao diagnóstico da crise apresentado por ambas as instituições. No início de 2010, após a publicação do primeiro pacote de propostas pelo BCBS, no que seria a primeira versão de Basileia III, os membros do FSB reafirmaram seu compromisso em apoiar a iniciativa deste comitê de elevação do nível e da qualidade do capital a ser mantido pelas instituições, assim como a criação de colchões de liquidez. Ao confirmarem seu compromisso de fortalecimento da

23. Vale notar que esta distinção é cada vez mais problemática, tendo-se em vista a ampla integração dos mercados e a “mistura” de funções de várias instituições e mercados financeiros.

resiliência do sistema bancário global, destacaram a preocupação da preservação de espaço equilibrado para a concorrência de instituições bancárias, como pode ser apreendido da seguinte passagem:

os membros do FSB reafirmaram seu compromisso em aumentar a qualidade e o nível dos colchões de liquidez do sistema bancário. (...) Os membros confirmaram seu compromisso em implementar os padrões acordados de modo a *preservar tanto o nível de concorrência entre as instituições, quanto reforçar a resiliência do sistema bancário global* (FSB, 2010a, p. 3, grifo nosso, tradução nossa).²⁴

Dessa forma, a publicação de Basileia III, ao longo do segundo semestre de 2010, foi aplaudida pelos membros do FSB,²⁵ que explicitaram largas expectativas de melhoria na capacidade do sistema bancário de enfrentar situações adversas,

(...) aumentar a resiliência do sistema bancário, dentro da lógica de mercado, por meio da redução da possibilidade e da severidade de futuras crises financeiras e da criação de um sistema bancário menos pró-cíclico, muito mais capaz de dar suporte ao crescimento econômico de longo prazo (FSB, 2010d, tradução nossa).²⁶

Como pode ser depreendido do trecho blocado, a agenda da reforma do regime de capital e liquidez teve como ponto fulcral a busca de sistema mais resiliente, o que em si já denota a percepção de que há a possibilidade de situações de fragilidade e crise. Preocupações e temores quanto a possíveis resultados e desdobramentos das mudanças dos discutidos regimes estiveram presentes na discussão desta agenda. Primeiro, explicitou-se a preocupação em capacitar as instituições bancárias a enfrentarem situações adversas, tais como a crise recente, sem o suporte de recursos governamentais. Segundo, em assegurar ambiente global equilibrado de concorrência entre as instituições. Terceiro, em atentar para os possíveis efeitos cumulativos de todas as medidas propostas por Basileia III. Quarto, em perceber e enfrentar seus possíveis impactos macroeconômicos adversos, sobretudo no período de recuperação das economias no pós-crise. Este último caso acabou por gerar trabalho conjunto entre o FSB e o BCBS, com o apoio do Banco de Compensação Internacional (BIS – no original, Bank for International Settlements) e do FMI, de avaliação dos impactos macroeconômicos da transição para os padrões mais fortes de capital e liquidez. Os resultados desta avaliação conjunta influenciaram a definição do horizonte de implementação e os arranjos transitórios para Basileia III. E, quinto, ficou claro o temor, a reboque e em resposta ao expresso pelos líderes do G20, de que o aperto da regulação sobre

24. "FSB members reaffirmed their commitment to raising the quality and level of capital and liquidity buffers in the banking system (...). Members confirmed their commitment to implement the resulting standards, thus preserving a level playing field as the resilience of the global banking system is strengthened".

25. É possível notar também que, no Encontro do FSB após o anúncio final de Basileia III pelo BCBS, requerimentos de capital, liquidez e alavancagem não estiveram na pauta de discussões publicada.

26. "(...) markedly increase the resilience of the banking system, by reducing the likelihood and severity of future financial crises and creating a less procyclical banking system that is better able to support long-term economic growth".

os bancos pudesse estimular migrações para o sistema sombra (*shadow banking*), atrelado à percepção de que as lacunas regulatórias devem ser dissolvidas. Este temor indica uma questão maior, central na discussão da agenda da reforma regulatória: evidências apontam que a reforma do regime de capital e liquidez ocupou papel central na agenda da reforma regulatória promovida pelo FSB, o que certamente reflete o papel ainda ocupado pelas instituições bancárias no sistema financeiro global. No entanto, a intensa conexão entre os diferentes mercados implica a necessidade de pensar-se a regulação de forma mais ampla, sistêmica. Apesar de Basileia III poder ser entendida como “carro chefe” da reforma, assim como sua faceta mais avançada – o que se explica não somente pelo movimento recente, mas, sobretudo, pela estrutura regulatória antes presente –, a proposta do FSB parecer tratar as mudanças de forma mais ampla.

A necessidade de tratamento de instituições financeiras sistemicamente importantes mostrou-se como a segunda questão de destaque na agenda da reforma regulatória promovida pelo FSB, estando presente em quase todos os encontros (tabela 1). Isto porque estas instituições, que não se restringem a bancos, ocupam papel sistêmico importante: dados o tamanho, a complexidade e a interconexão, falências desordenadas destas instituições podem ocasionar rupturas em sistemas financeiros e afetar o nível de atividade econômica (FSB, 2010e). As proposições apresentadas pelo FSB para o tratamento desta questão, expostas a seguir, foram construídas a partir do formato do enfrentamento dos problemas destas instituições em várias situações de crise, sobretudo na mais recente: diante da falta de instrumentos e capacidade de coordenar resoluções entre fronteiras, a solução ocorreu por meio de salvamentos com recursos de contribuintes (FSB, 2010g). A partir deste diagnóstico, os membros do FSB concordaram em desenvolver estrutura de política de enfrentamento. As proposições resultantes incluem elementos de naturezas distintas, que dizem respeito à capacidade de atuação das autoridades, em suas jurisdições e de forma coordenada, entre fronteiras; à regulação sobre as instituições, de forma individual; e, por fim, à atuação no FSB no sentido de avaliar a efetividade e a constância de políticas domésticas. No primeiro grupo, os elementos apontados pelo FSB foram: a necessidade de melhorias nos regimes de resolução de problemas, de modo que dificuldades destas instituições pudessem ser resolvidas sem rupturas do sistema financeiro e suporte de recursos públicos; a presença de infraestrutura mais robusta, com o intuito de reduzir os riscos de contágio; e a supervisão mais intensa sobre as discutidas instituições. No tocante à regulação sobre as instituições financeiras sistemicamente importantes, sobretudo as globais, foram propostos mecanismos, além do padrão estabelecido por Basileia III, que pudessem garantir a estas maior capacidade de absorção de

perdas, uma vez que implicam maiores riscos para o sistema global.²⁷ Ao FSB caberia a avaliação de efetividade e consistência de políticas domésticas, por meio da elaboração de *peer reviews* (FSB, 2010g).

O desenvolvimento de instrumentos de política e esquemas macroprudenciais é o terceiro elemento presente na agenda de transformações da estrutura regulatória do FSB e, no que diz respeito aos esforços despendidos pelo FSB, certamente o mais incipiente.²⁸ Vale notar que as políticas macroprudenciais são entendidas como complementares e não substitutas às microprudenciais, cerne das estruturas regulatórias vigentes. Políticas macroprudenciais são definidas pelo FSB como o conjunto de políticas constituídas por instrumentos prudenciais para limitar o risco sistêmico e o risco do sistema financeiro, por meio da limitação da ocorrência de rupturas na provisão de serviços financeiros fundamentais para o funcionamento da economia (FSB, IMF e BIS, 2011). Entre as diferentes iniciativas de uso de instrumentos assim definidos adotadas em âmbitos nacional e internacional, o FSB destacou a introdução, em Basileia III, de colchões de capital anticíclicos, uma vez que contribuiriam para o enfrentamento do risco sistêmico, assim como de colchões de capital de conservação, índices de liquidez e alavancagem, que poderiam amenizar o caráter pró-cíclico. Percebe-se, no diagnóstico e nos destaques estabelecidos pelos FSB, associação importante entre este caráter do comportamento de instituições financeiras e a gestão de risco sistêmico.

Em síntese, algumas considerações podem ser tecidas acerca do que se pode chamar de nova institucionalidade alicerçada em torno do FSB que, vale notar, chegou a ser anunciado como quarto pilar da arquitetura financeira internacional, ao lado do FMI, do Banco Mundial e da Organização Mundial do Comércio (OMC – em inglês, World Trade Organization – WTO). No que tange à agenda de reforma regulatória, a atuação do FSB tem representado esforços de coordenação de diferentes países ou jurisdições, assim como a incorporação e o tratamento de diferentes segmentos dos mercados financeiros.

No entanto, desafios e idiosincrasias importantes estabelecem-se. Primeiro, no que concerne à participação ampliada de países, que não apenas se limita ao

27. Esforços conjuntos entre o FSB e o Comitê de Basileia têm sido despendidos no sentido de determinar as instituições financeiras sistemicamente globais. Para tal, o BCBS, com o apoio do FSB, desenvolveu metodologia baseada em indicadores quantitativos para cinco categorias: atividades globais, tamanho, interconexão, grau de substituição e complexidade. Esta metodologia será utilizada para determinação inicial, pelo FSB e pelas autoridades nacionais, das instituições que deverão ser alvo das recomendações (FSB, 2011). A IAIS tem feito esforço neste sentido, com foco no setor de seguros (FSB, IMF e BIS, 2011).

28. Em seu último encontro de 2010, os líderes do G20 demandaram do FSB, do FMI e do BIS esforço conjunto no sentido de avançarem e aprofundarem os trabalhos acerca de políticas macroprudenciais, o que resultou em relatório publicado no início de 2011. Este relatório destacou questões em desenvolvimento e que ainda demandam avanços, tais como terminologia e tipologia dos instrumentos macroprudenciais, identificação e mensuração do risco sistêmico e desenvolvimento de instrumentos de política. Identificou, também, esforços observados em âmbitos nacional e internacional de uso e avanços das políticas macroprudenciais (FSB, IMF e BIS, 2011).

FSB, mas também se reflete no papel assumido pelo G20, assim como no alargamento de instituições como o BCBS, não está ainda muito claro o real sentido do compartilhamento da esfera decisória. As questões tratadas dizem respeito, como não poderia deixar de ser, a problemas que emergiram e resultaram da crise, muito mais próximos dos contextos vividos pelas economias centrais que pelas economias em desenvolvimento, recentemente incorporadas pela institucionalidade. Ademais, como relatado anteriormente, a coordenação dos comitês do FSB, base de sua estrutura de governança, foi mantida por gestores de órgãos das economias centrais. Estas percepções conduzem a indagações acerca do real sentido do alargamento da participação, se atrelado ao intuito de garantir maior representatividade efetiva ou simplesmente de dar maior legitimidade a estruturas de poder já constituídas. Segundo, ainda concernente à governança, permanece a questão acerca da autoridade do FSB de impor-se diante de seus membros. Enquanto as propostas dizem respeito a saídas da crise e seus desdobramentos, as soluções parecem mais consensuais. Quando, no entanto, houver distensões entre as propostas e os interesses soberanos, não unicamente, mas, sobretudo, de países e/ou jurisdição poderosos, fragilidades de governança poderão explicitar-se.

QUADRO 1

Questões tratadas nos encontros do FSB: agenda e reforma da regulação¹

| | Encontro de Basileia (jun./2009) | Encontro de Paris (set./2009) | Encontro de Basileia (jan./2010) | Conferência FSB/FMI (abr./2010) | Encontro de Toronto (jun./2010) | Encontro de Paris (jun./2010) | Encontro de Seul (out./2010) | Encontro de Roma (abr./2011) |
|---|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| Regimes de capital e liquidez | X | X | X | X | | X | X | |
| Instrumentos macro-prudenciais | X | | | | | | | |
| Instituições sistematicamente importantes | | X | X | X | X | X | X | X |
| Derivativos e mercados de derivativos de balcão | X | X | | X | X | X | X | X |
| Mercados de securitização | X | X | | X | | | | |
| Princípios para seguros | X | | | | | | | |
| Agências de classificação de crédito | | | | | | | X | X |
| Monitoramento e supervisão | | | | | | | X | |
| Perímetro de constância da regulação | | X | | | | | | |

Fonte: FSB (2009a; 2009b; 2010a; 2010b; 2010c; 2010d; 2010f; 2010g; 2010h; 2011).

Nota: ¹O tratamento dado às questões nos vários encontros pode ser bastante distinto, incluindo-se desde a introdução na agenda até o compromisso de adoção.

4 BASILEIA III

O objetivo desta seção é discutir as mudanças da estrutura regulatória propostas no âmbito do BCBS, no que se convencionou chamar de Basileia III. Como já destacado, o comitê desenvolveu um programa de reforma para enfrentar as lições apreendidas com a crise, em consonância com as diretrizes de reforma bancária estabelecidas pelo G20 no Encontro de Londres (abril de 2009) e de seus desdobramentos sobre as deliberações do FSB. Neste sentido, tem trabalhado de forma conjunta com o FSB no que diz respeito à regulamentação, tratando de forma específica a questão de bancos sistemicamente importantes. Vale notar, mais uma vez, ser esta discussão parte central, mas não única, de agenda mais ampla coordenada pelo FSB.²⁹

4.1 Basileia III: objetivos, diagnósticos e motivações

Antes de adentrar na discussão de Basileia III, suas motivações e sua estrutura, vale lembrar os objetivos explicitados pelo comitê, quando da publicação do Acordo de 1988, de Basileia II e Basileia III (2011), e observar sensível mudança na natureza dos objetivos deste último.

Os objetivos explicitados pelo comitê quando da publicação do Acordo de 1988 eram reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional e garantir o nivelamento do campo de atuação dos bancos internacionalmente ativos (BCBS, 1988). O intuito anunciado de Basileia II apontava em direção a este sentido, como pode ser observado da passagem a seguir.

O objetivo fundamental do comitê no trabalho de revisão do Acordo de 1988 tem sido desenvolver uma estrutura que reforçaria ainda mais a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional, enquanto garante consistência suficiente de que a regulação da adequação de capital não será uma fonte significativa de desigualdade competitiva entre bancos internacionalmente ativos (BCBS, 2006, p. 5, tradução nossa).³⁰

Observa-se, no entanto, sensível alteração em Basileia III, que certamente reflete a motivação para as transformações no esquema regulatório – qual seja, a crise financeira recente. A questão central deixou de reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário e passou a ser a capacitação do enfrentamento de situações de estresse.

29. Uma explicitação dos resultados do trabalho conjunto do BCBS e do FSB são os estudos de impacto macroeconômicos, que acabaram por influenciar a determinação do período de implementação de Basileia III.

30. "The fundamental objective of the Committee's work to revise the 1988 Accord has been to develop a framework that would further strengthen the soundness and stability of the international banking system while maintaining sufficient consistency that capital adequacy regulation will not be a significant source of competitive inequality among internationally active banks".

O objetivo do pacote de reforma do comitê de Basileia é *melhorar a capacidade do setor bancário de absorver choques que resultem de estresses financeiros e econômicos*, qualquer que seja a fonte, por meio da redução do transbordamento dos riscos do setor financeiro para a economia real (BCBS, 2010, p. 4, grifo nosso, tradução nossa).³¹

A leitura de depoimentos e documentos publicados possibilita a extração de um diagnóstico da crise, diagnóstico este que teria embasado a elaboração da proposta de mudanças no arcabouço de Basileia II, no que se convencionou chamar de Basileia III.³² Vários seriam os fatores que levaram à crise. Entre estes, destacam-se o excesso de liquidez, resultante da concessão excessiva de crédito e dos baixos padrões de controle de emissão de títulos. A elevada alavancagem, o baixo nível e a qualidade de capital – o que, de alguma forma, remete a fragilidades do próprio arcabouço regulatório de Basileia, sendo os requerimentos de capital seu cerne –, bem como colchões de liquidez inadequados, explicariam, de forma mais específica, a vulnerabilidade do setor bancário. Após a eclosão, a crise teria sido exacerbada pelos processos de desalavancagem de natureza pró-cíclica e pela interconexão de instituições financeiras sistemicamente importantes. Fragilidades na governança corporativa, transparência para o mercado, administração do risco e qualidade de supervisão seriam outros fatores, talvez de menor importância, para a explicação da crise. No tocante aos dois últimos, destacar-se-iam o foco no nível micro e a pouca compreensão da interação sistêmica – em especial, em casos de estresse (WALTER, 2010). A partir deste diagnóstico, foram destacadas a necessidade de aumento do tamanho e da qualidade do capital requerido e de redução do risco sistêmico (CARUANA, 2010). É interessante perceber como o diagnóstico aponta para as soluções propostas que permeiam Basileia III. Ademais, é possível agregar a este, questões mais específicas, como a percepção de que, na crise, o capital para as exposições de *trading book* mostrou-se inadequado, fragilidades estas enfrentadas pelo comitê por meio da criação de formas de capturar o risco de crédito de atividades complexas, envolvendo a negociação de derivativos (CECCHETTI, 2010).

A análise de avaliações de membros do BIS e do BCBS possibilita a extração de elementos não presentes nos documentos oficiais, mas que claramente contribuem para a compreensão do diagnóstico. E que vão ao encontro de questões conceituais que permeiam a análise proposta neste capítulo. Segundo Cecchetti (2010), a grande motivação para a regulação é que os bancos, se deixados livres

31. "The objective of the Basel Committee's reform package is to improve the banking sector's ability to absorb shocks arising from financial and economic stress, whatever the source, thus reducing the risk of spillover from the financial sector to the real economy".

32. O que se pode observar é diagnóstico mais centrado em questões bancárias, mas amplamente compatível com o extraído dos documentos publicados pelo G20 e pelo FSB.

para tomar suas decisões, manterão menos capital, o que significa retornos mais elevados para os acionistas, mas menor capacidade de reação a situações adversas. Nas palavras do autor:

a motivação para a presença de regulação financeira é direta: deixados em seus interesses, os bancos mantêm muito pouco capital, bem como muita pouca liquidez. Baixos níveis de capital significam melhores retornos para os acionistas. Mas também bancos com menor capacidade de enfrentar rupturas nos recebimentos de empréstimos e perdas de investimentos. Menores níveis de liquidez significam, essencialmente, que os bancos tenham financiado fração mais elevada de seus ativos de longo prazo com dívidas de curto prazo. Quanto maior o desencontro de prazos, maiores as margens das taxas de juros dos bancos e maiores seus lucros. Mas isto também eleva a exposição dos bancos a movimentos súbitos de retiradas de depósitos, assim como suas dificuldades em rolar suas dívidas (CECCHETTI, 2010, p. 1, tradução nossa).³³

4.2 Basileia III: proposta de modificações no regime regulatório

No final de 2009, o comitê publicou pacote de propostas para o fortalecimento “da regulação global de capital e liquidez, com o intuito de promover um sistema bancário mais resistente” (BCBS, 2009, p. 1). Após rodada de comentários e sugestões, oficializou, na segunda metade de 2010, a proposta de Basileia III.³⁴ No primeiro momento, foram apresentadas alterações no conceito de capital a ser requerido – em especial, a qualificação do capital de nível 1. A lógica foi exigir dos bancos a manutenção de capital de melhor qualidade. No segundo, foram introduzidas exigências mais altas de capital e alargamento da cobertura de riscos (quadro 3). As grandes mudanças estão expostas a seguir.

4.2.1 Requerimentos de capital

As mudanças propostas tratam da qualidade e da quantidade de capital a ser mantido, assim como dos riscos tratados.

A partir do diagnóstico de que, quando da gestação da crise, o sistema bancário global apresentava nível insuficiente de capital de alta qualidade, um dos elementos centrais das mudanças propostas foi a exigência de capital de maior qualidade, fundamentado na premissa de que este possibilita maior capacidade de absorção de perdas. Com este intuito, aumentou-se a participação mínima do capital de nível 1 (para 6%), formado por capital principal e capital adicional,

33. “The motive for financial regulation is straightforward: left to their own devices, banks hold too little capital and too little liquidity. Lower capital means higher returns to a bank’s equity holders. But it also leaves banks with a smaller buffer to weather loan defaults and investment losses. Less liquidity essentially means that a higher fraction of the bank’s long-term assets have been funded with short-term debt. The greater this maturity mismatch, the higher the bank’s interest rate margins and profits. But this also heightens the bank’s exposure to sudden withdrawals of deposits and difficulties in rolling over debt”.

34. Neste documento, foi também apresentado cronograma gradual de implementação de novos requerimentos e colchões de capital, conforme pode ser visto na tabela 2.

na base de capital, assim como se alargou a importância do capital principal na formação do capital de nível 1, por meio da elevação dos requerimentos mínimos deste tipo de capital dos 2% (vigentes em Basileia II) para 4,5% (quadro 1).³⁵ Dessa forma, quando se consideram as regras mais estritas para o cálculo do capital de nível 1, as mudanças propostas são mais amplas, uma vez que contemplam importância e composição (CECCHETTI, 2010). BCBS (2010) entendeu a nova definição de capital enquanto melhoria significativa do regime de capital.

QUADRO 2 Componentes do capital

| Capital regulatório total: mínimo de 8% | |
|---|---|
| <p>Capital de nível 1:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Capitais principal e adicional: mínimo de 6% do total de ativos ponderados pelo risco em todos os momentos • Capital principal: mínimo de 4,5% do total de ativos ponderados pelo risco | <p>1) Capital principal: mínimo de 4,5% do total de ativos em todos os momentos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Capital social: cotas ou ações ordinárias e preferenciais não resgatáveis e sem mecanismos de cumulatividade de dividendos • Reservas e outras rendas acumuladas • Prêmios de instrumentos compõem o capital de nível 1 (ações ordinárias) • Lucros retidos • Ajustamentos <p>2) Capital adicional de nível 1:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Instrumentos emitidos pelo banco e pelas subsidiárias • Prêmios de instrumentos compõem o capital adicional de nível 1 • Ajustamentos |
| <p>Capital de nível 2:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Instrumentos emitidos pelo banco e pelas subsidiárias • Prêmios de instrumentos compõem o capital de nível 2 • Provisões quanto a perdas • Ajustamentos | |

Fonte: BCBS (2010) e BCB (2011).
Elaboração da autora.

Além da melhoria da qualidade do capital, as novas determinações procuraram garantir o alargamento da cobertura de risco, tendo-se em vista o diagnóstico de que o arcabouço de Basileia havia falhado em capturar riscos de operações no âmbito do balanço e fora deste, assim como exposições relacionadas a posições em derivativos (BLUNDELL-WIGNALL e ATKINSON, 2010). Passaram a ser considerados para o cálculo dos requerimentos de capital instrumentos securitizados complexos, certas exposições fora de balanço, exposições no *trading book*, assim como risco de crédito de contrapartes.

35. A escolha dos elementos que compõem o capital de nível 1 passou pela concepção de sua capacidade efetiva de absorção de perdas ao longo do funcionamento da instituição financeira, enquanto o de nível 2, de absorção de perdas em caso de constatada impossibilidade seu funcionamento (BCB, 2011).

A proposta de alargamento da base de capital também teve como intuito enfrentar o observado caráter pró-cíclico resultante do comportamento inerente dos agentes atuantes no sistema, o que derivou da percepção de que “a ampliação pró-cíclica dos choques financeiros por meio do sistema bancário, dos mercados financeiros e da economia foi um dos elementos mais destabilizadores da crise” (BCBS, 2010, p. 5). Deve, então, ser entendida em espectro mais amplo de mecanismos e medidas introduzidos por Basileia III com o intuito de atenuar o caráter pró-cíclico dos requerimentos mínimos de capital; promover provisionamento mais robusto com enfoque em perdas esperadas, não realizadas, de modo *forward-looking*; e garantir presença de capital de conservação para atuar como colchões de capital para bancos individuais e o sistema, em situações de estresse, assim como a busca de resultados macroprudenciais mais amplos de proteção do sistema bancário de crescimento excessivo do crédito (BCBS, 2010).

O comitê propôs a introdução de outros requerimentos complementares aos mínimos: o capital de conservação e o capital contracíclico. O primeiro implica a criação de mecanismos que possibilitem a conservação de capital por meio da constituição de colchões acima do mínimo em períodos favoráveis do ciclo econômico que possam ser utilizados em períodos de estresse. O capital de conservação foi estabelecido em 2,5% de capital, a ser composto pelos elementos aceitos na conformação do capital principal. Segundo as novas normas, a não observância deste requerimento deverá implicar a imposição de restrições na capacidade do banco em distribuir ganhos. A soma dos requerimentos mínimos de 4,5% a este de 2,5% leva os requerimentos a 7%.

O capital contracíclico significa a possibilidade de elevação do capital de conservação em 2,5% em períodos de grande elevação do crédito – ou seja, quando a formação de uma bolha se inicia e pode implicar risco para o sistema. E tais requerimentos podem ser minorados quando o sistema bancário observa-se diante da necessidade de absorver perdas que podem afetar a estabilidade financeira. Em outras palavras, o intuito é reduzir a possibilidade de criação excessiva de crédito na prosperidade e *credit crunches* na fragilidade, e, assim, diminuir a possibilidade de ciclo de perdas que se realimentam. Assim como o capital de conservação, também deve ser composto por elementos aceitos no capital principal.

Por fim, a título de conclusão, é possível afirmar que o reforço do capital resulta da forma de conceituação, da composição e do tamanho do capital a ser mantido. Segundo Cecchetti, a elevação dos requerimentos de capital imposta por Basileia III representa suporte mais amplo dos sistemas bancários:

Uma vez que se desenvolva um trabalho próprio por meio deste labirinto de números, a única conclusão possível é que Basileia III representa uma expansão significativa e substancial dos colchões de capital que dão suporte ao sistema bancário global.

Não só isto, mas também que o ritmo efetivo em que requerimentos de capital mais importantes são introduzidos é mais rápido que pode parecer (CECCHETTI, 2010, p. 3, tradução nossa).³⁶

4.2.2 Índices de alavancagem

Partindo do diagnóstico de que a excessiva alavancagem de instituições bancárias foi elemento fundamental para a gestação da crise, como já apontado por Minsky ([s.d.]; 1985; 1986a; 1986b), e que o rápido e intenso processo de desalavancagem forçado pelos mercados exacerbou seus efeitos por meio de ampliação da queda dos preços dos ativos e agravamento de perdas e quedas no capital e na disponibilidade de crédito, o comitê propôs a introdução de restrições à alavancagem das instituições bancárias como elemento complementar aos requerimentos de capital. Dessa forma, sugeriu a agregação de índice de alavancagem simples, sem ponderações pelo risco dos ativos, com o intuito de criar uma trava para processos de alavancagem e, por consequência, desalavancagem excessivos (BCBS, 2010).

A justificativa para tal foi a percepção de que, no processo de geração da crise, a manutenção de níveis de capital adequados não impediu que instituições assumissem elevadas posições alavancadas, no âmbito do balanço e fora deste. Dessa forma, outra lição da crise entendida pelo comitê foi que há situações em que os requerimentos de capital ponderados pelo risco não possibilitam boa avaliação da saúde do banco. Segundo Cecchetti (2010), isto se explicaria porque há contextos em que as regras de ponderação de risco não são representativas do risco efetivo. É neste sentido que a introdução de índices de alavancagem pode impor travas aos requerimentos de capital sensíveis ao risco e, desse modo, “reforçar os requerimentos de capital baseados no risco” (BCBS, 2010, p. 61). O objetivo explicitado foi contribuir para a contenção de risco sistêmico que pode resultar de processos de crescimento excessivos da alavancagem. O índice de alavancagem deve ser calculado a partir da relação entre o capital de nível 1 (nova definição, exposta anteriormente) e a exposição total da instituição, resultante de operações no âmbito do balanço e fora deste, e foi estabelecido, inicialmente, em 3% para os primeiros anos.³⁷

4.2.3 Índices de liquidez

A eclosão da crise e seus desdobramentos sobre os sistemas bancários acabaram por ressaltar a importância da liquidez das carteiras das instituições bancárias. Neste sentido, indo ao encontro da ideia mais geral de Basileia III, a proposta de

36. “Once you work your way through this maze of numbers the only possible conclusion is that Basel III represents a substantial, meaningful expansion of the capital buffers supporting the global banking system. Not only that, but the effective rate at which the stronger requirements are introduced is much faster than it might appear”.

37. Esta meta foi estabelecida para o chamado período paralelo, de 2013 a 2017. No período de transição, iniciado em janeiro de 2011, o comitê realizará o monitoramento das informações acerca a alavancagem das instituições em bases semestrais, de modo a avaliar a adequação dos 3% a partir de um ciclo de crédito completo e para diferentes tipos de modelos de negócios (BCBS, 2010, p. 63).

introdução de índices de liquidez surgiu como resposta à fragilidade observada quando da crise. Segundo o comitê, o objetivo desta proposta é tornar os bancos mais resistentes a dificuldades potenciais em captações de curto prazo, assim como enfrentar os desencontros estruturais de prazos de suas posições ativas e passivas. E propôs a criação de dois instrumentos complementares, que estabelecem requerimentos mínimos quantitativos de liquidez: índice de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* – LCR) e índice de captação estável líquida (*net stable funding ratio* – NSFR). O primeiro, voltado para fragilidades de curto prazo, requer que os bancos mantenham ativos líquidos de qualidade que possibilitem o enfrentamento de situações adversas, a partir de cenários estipulados pelos supervisores.³⁸ A ideia é que as instituições tenham recursos para enfrentar cenários de estresse agudo com duração de um mês. O segundo, um índice estrutural de longo prazo, tem como intuito garantir o enfrentamento de desencontros das posições ativas e passivas, que, em parte, resultam da função fundamental dos bancos de transformação de prazos, e procura estimular as instituições a financiarem suas posições com fontes de captação mais estáveis.³⁹ Além destes indicadores, Basileia III inclui sistema de monitoramento que possibilite ao supervisor a identificação e a análise das tendências de liquidez não só de bancos, individualmente, mas também do sistema (BCBS, 2010).

A introdução de índices de liquidez estabelece questões de ordens distintas. Primeiro, a assunção do comitê de que a manutenção de capital em níveis adequados pode ser entendida como fundamental, porém não suficiente, para a garantia da estabilidade do sistema bancário. Segundo, a busca de instrumentos presentes em estruturas regulatórias prévias ao “regime de Basileia”. Na verdade, as transformações nos mercados financeiros, com o amplo desenvolvimento de instrumentos negociáveis e organização de mercados secundários, haviam disseminado a crença de que liquidez não era mais questão a ser enfrentada. No entanto, a crise, marcada por forte elevação da preferência pela liquidez dos agentes, mostrou a fragilidade de tal premissa.

4.2.4 Regulação macroprudencial

A introdução de instrumentos de regulação macroprudencial estabeleceu-se como elemento inovador da nova estrutura, uma vez que teve como intuito ir além do tratamento individual das instituições, característica central de Basileia I e Basileia II, assim como de outros regimes regulatórios. Procurou lidar com a possibilidade de risco sistêmico.

38. LCR = estoque de ativos de alta liquidez/saídas líquidas no prazo de até 30 dias (BCB, 2011).

39. NSFR = total de captações estáveis disponíveis/total de captações estáveis necessárias (BCB, 2011).

A leitura do BCBS foi que esse objetivo poderia ser perseguido a partir de duas frentes distintas – quais sejam, a redução do caráter pró-cíclico, por entender que esta tendência tende a ampliar os efeitos de situações adversas, e a consideração de interligações e exposições comuns às instituições financeiras; em especial, as mais importantes (CARUANA, 2010).

Vale notar que Basileia III apresentou uma gama de elementos com intuito de enfrentamento do caráter pró-cíclico inerente ao funcionamento normal dos mercados financeiros – em especial, bancários –, característica esta amplamente discutida por Minsky, assim como a percepção demonstrada pela crise, e anteriormente apontada por uma série de autores, de que o regime regulatório de Basileia II contribuiu para o agravamento de tal característica. Entre estes elementos, podem-se destacar o alargamento dos colchões de capital, assim como as novas regras para provisionamento.

No tocante à consideração de interligações e exposições comuns às instituições financeiras e à percepção de que este efeito é potencialmente mais elevado quando se trata de bancos sistemicamente importantes, o comitê e o FSB procuraram avançar na idealização de medidas que pudessem atuar no sentido de mitigar o risco sistêmico. Entre estas, estariam o acréscimo de requerimentos de capital para as instituições sistemicamente mais importantes, assim como o uso de *bail in debt* e *contingent capital* com o intuito de reforçar a capacidade de absorção de perdas de instituições sistemicamente importantes (BCBS, 2010).

Algumas considerações podem ser tecidas a partir da exposição anterior. A proposta de mudança do regime regulatório, Basileia III, manteve os requerimentos de capital como eixo central. No entanto, agregou novos elementos microprudenciais, tais como índices de alavancagem e requerimentos de liquidez e introduziu elementos macroprudenciais. Os elementos microprudenciais destacados parecem implicar, em algum grau, regime regulatório mais restritivo, que impõe lógica que vai além das práticas de mercado. A introdução de mecanismos macroprudenciais evidenciou a percepção de que somente o tratamento do risco individual das instituições não é suficiente, uma vez que o risco do sistema pode ser maior que a somatória dos riscos individuais. O que se pode afirmar é que, a despeito da manutenção do eixo central de Basileia II, as mudanças, mesmo que não afetem seu eixo central, parecem alterar a lógica do regime.

TABELA 1
Nova estrutura de capital
(Em %)

| | Capital principal | Capital de nível 1 | Capital total |
|---|-------------------|--------------------|---------------|
| Requerimento mínimo | 4,5 | 6,0 | 8,0 |
| Colchão de conservação | | | 2,5 |
| Requerimento mínimo mais colchão de conservação | 7,0 | 8,5 | 10,5 |
| Colchão contracíclico | | | 0-2,5 |

Fonte: BCBS (2010).

TABELA 2
Cronograma de implementação de Basileia III
(Em%)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---------------------------------|--|------|------|-----------------------------|-------|-------------------------|-----------------------------|------|
| Índice de alavancagem | Período de transição | | | | | | | | |
| | Monitoramento da supervisão | Período de cálculos e testes (<i>parallel run</i>) | | | | | Migração para o pilar 1 | | |
| Índice mínimo de capital principal | | | 3,5 | 4,0 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Capital de conservação | | | | | | 0,625 | 1,25 | 1,875 | 2,50 |
| Índice de capital principal mais capital de conservação | | | 3,5 | 4,0 | 4,5 | 5,125 | 5,750 | 6,375 | 7,0 |
| Capital mínimo de nível 1 | | | 4,5 | 5,5 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 |
| Capital mínimo total | | | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,0 |
| Capital mínimo total mais capital de conservação | | | 8,0 | 8,0 | 8,0 | 8,625 | 9,25 | 9,875 | 10,5 |
| Índice de liquidez | Início do período de observação | | | | Introdução do padrão mínimo | | | | |
| Índice bruto de <i>funding</i> estável | Início do período de observação | | | | | | | Introdução do padrão mínimo | |

Fonte: BCBS (2010).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise recente gerou um amplo debate acerca da estrutura regulatória vigente sobre os sistemas financeiros. No início de 2009, quando da reunião dos líderes do G20, começaram a ser delineadas diretrizes que acabaram por permear as mudanças no arcabouço regulatório, ao menos no âmbito do Comitê de Basileia e, dessa forma, concernente aos sistemas bancários. Tais mudanças foram desenhadas a partir da interação de ampla institucionalidade internacional, marcada pela atuação *pari passu*,

em instâncias e com funções distintas, do G20, do FSB e do BCBS. Vale notar peculiaridade que emana deste arranjo institucional. As autoridades reguladoras nacionais, soberanas nas decisões acerca do aparato regulatório a ser adotado em suas jurisdições, passaram a tomar suas decisões a partir de compromisso prévio assumido por suas lideranças no âmbito do G20.

No novo arranjo, ao FSB, em sua incumbência de buscar a estabilidade financeira internacional, coube a agenda de reforma da estrutura regulatória vigente sobre os sistemas financeiros globais, a ser implementada por vários países e/ou jurisdições. As transformações nos regimes de capital e liquidez, “carro chefe” da agenda da reforma regulatória, ao lado do tratamento das instituições sistemicamente importantes e da introdução de mecanismos macroprudenciais, tiveram como ponto fulcral a busca de sistema mais resiliente, o que em si já denota a percepção de que há a possibilidade de situações de fragilidade e crise.

Ademais, esforços têm sido despendidos no sentido de garantir mudanças coordenadas das estruturas regulatórias de diferentes países e/ou jurisdições, assim como de possibilitar a incorporação e o tratamento de diferentes segmentos dos mercados financeiros, o que reflete a percepção de mercados financeiros integrados globalmente.

Basileia III encontra-se no centro da agenda da reforma regulatória. A estrutura regulatória alicerçada sobre requerimentos mínimos de capital em função dos riscos das posições ativas dos bancos, que parte da premissa de que agentes são capazes de mensurar e administrar seus riscos, e, dessa forma, decidir quanto manter de capital para enfrentar situações adversas, dada sua posição ativa, foi mantida. No entanto, novos elementos microprudenciais, tais como índices de alavancagem e requerimentos de liquidez, foram a esta agregados e elementos macroprudenciais introduzidos.

Minsky ([s.d.]; 1985; 1986a; 1986b) mostra que economias capitalistas marcadas pela presença de mercados financeiros organizados apresentam forças endógenas desestabilizadoras, o que significa que a gestação de ambientes financeiros frágeis, que se podem tornar instáveis, suscetíveis a crises, resulta do próprio funcionamento destes – ou seja, deriva de processos internos. Em outras palavras, a geração de fragilidade, instabilidade e crise é inerente ao funcionamento normal de sistemas financeiros organizados. E aponta que os regimes regulatórios devem ser construídos a partir da compreensão da peculiaridade do sistema. A crise financeira global parece ter explicitado e alargado a percepção desta peculiaridade, inerente a sua natureza. A mudança da qualificação dos objetivos a serem perseguidos pelo regime regulatório, que passou da ideia de solidez para a de resiliência, parece ser elucidativa desta percepção.

Para Minsky (1986b), essa peculiaridade dos sistemas financeiros deve ser enfrentada pelas autoridades governamentais por meio da combinação de atuações de naturezas distintas. Primeiro, as autoridades devem fornecer liquidez ao sistema da forma mais ampla possível, procurando atingir ampla gama de agentes atuantes nos mercados financeiros – ou seja, têm de agir enquanto emprestadoras em última instância, o que foi amplamente observado quando da crise. Segundo, as autoridades devem atuar como reguladoras do sistema, o que não significa que devam permanecer presas a arcabouços regulatórios prévios, mas, sim atentas, às necessidades de mudanças. Regimes regulatórios não podem ser entendidos como eternos ou universais, e devem sempre estar em compasso com as transformações vivenciadas pelas estruturas financeiras. E mais que isto, os regimes regulatórios devem não somente se adequarem às transformações dos mercados, mas, sobretudo, procurar guiá-las.

As mudanças propostas por Basileia III parecem constituídas de esforço de enfrentar as deficiências diagnosticadas ao longo da crise. Neste sentido, parecem vir no sentido de adequar o regime regulatório a transformações nos mercados financeiros, e não de guiar estas últimas. O novo regime não se despiu da lógica que parece ter contribuído para a gestação da crise; ao contrário, a manteve. No entanto, parece ter procurado minimizá-la. Agregou novos elementos microprudenciais, tais como índices de alavancagem e requerimentos de liquidez, e introduziu elementos macroprudenciais. Os elementos microprudenciais destacados parecem implicar, em algum grau, regime regulatório mais restritivo, que impõe lógica que vai além das práticas de mercado. A introdução de mecanismos macroprudenciais evidenciou a percepção de que somente o tratamento do risco individual das instituições não foi suficiente, uma vez que o risco do sistema pode ser maior que a somatória dos riscos individuais. O que se pode depreender é que, a despeito da manutenção do eixo central de Basileia II, as mudanças, mesmo que não alterem a natureza do regime regulatório, parecem afetar, em algum grau, sua lógica.

REFERÊNCIAS

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicado nº 020615**. Divulga orientações preliminares e cronograma relativos à implementação, no Brasil, das recomendações do Comitê de Basileia para Supervisão Bancária acerca da estrutura de capital e de requerimentos de liquidez (Basileia III). Brasília: BCB, fev. 2011.

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**. Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 1988.

_____. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a revised framework**. Basel, June 2006.

_____. **Strengthening the resilience of the banking sector.** Basel, Dec. 2009. (Consultative Document).

_____. **Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.** Basel, Dec. 2010.

BLUNDELL-WIGNALL, A.; ATKINSON, P. Thinking beyond Basel III: necessary solutions for capital and liquidity. **OCDE Journal: Financial Market Trends**, n. 1, 2010.

CARUANA, J. **Basel III: towards a safer financial system.** London: Bank for International Settlements (BIS), Sept. 2010.

CARVALHO F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos Acordos de Basileia. *In: Sobreira, R. (Org.). Regulação bancária e financeira.* São Paulo: Atlas, 2005.

CECCHETTI, S. **Financial reform: a progress report.** London: BIS, Oct. 2010.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 274-295, jul./set. 2009.

FSB – FINANCIAL STABILITY BOARD. **Financial Stability Board holds inaugural meeting in Basel.** 27 June 2009a.

_____. **Financial Stability Board meets in Paris.** 15 Sept. 2009b.

_____. **Financial Stability Board meets on the financial reform agenda.** Jan. 2010a.

_____. **To G20 ministers and governors: progress on the global regulatory reform agenda.** 19 Apr. 2010b.

_____. **To G20 Leaders: progress and issues on the global regulatory reform agenda.** 24 June 2010c.

_____. **Financial Stability Board meets on the financial reform agenda.** 27 Sept. 2010d.

_____. **Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions: FSB recommendations and time lines.** 20 Oct. 2010e.

_____. **Financial Stability Board meets in Seoul.** 20 Oct. 2010f.

_____. **To G20 Leaders: progress of financial regulatory reforms.** 9 Nov. 2010g.

_____. **Progress since the Washington Summit in the Implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability.** 8 Nov. 2010h.

_____. **Progress in the Implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability.** 10 Apr. 2011.

FSB – FINANCIAL STABILITY BOARD; IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Macroprudential policy tools and frameworks:** update to G20 finance ministers and central bank governors. 14 Feb. 2011.

G20 – GROUP OF 20. **Comuniqué, meeting of ministers and governors.** São Paulo, 8-9 Nov. 2008.

_____. **Declaration on strengthening the financial system.** London, Apr. 2009a. Disponível em: <<http://www.g20.org/>>.

_____. **The global plan for recovery and reform.** London, Apr. 2009b.

_____. **The G20 Seoul Summit Leader's Declaration.** Seoul, 11-12 Nov. 2010. Disponível em: <<http://www.g20.org/>>.

GRIFFITH-JONES, S.; PERSAUD, A. Basileia II e mercados emergentes: impactos pro-cíclicos e economia política. *In*: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. **Regulação bancária e dinâmica financeira:** evolução e perspectivas a partir dos acordos de Basileia. Campinas, UNICAMP, 2006.

GRIFFITH-JONES, S.; HELLEINER, E.; WOODS, N. (Eds.). **The financial stability board:** an effective fourth Pillar of global economic governance? Introduction. 2010. (CIGI Special Report).

GOODHART, C. How should we regulate bank capital and financial products? What role for living wills? *In*: **The future finance.** London: London School of Economics, Political Science, 2010. p. 165-186.

KAY, J. Should we have “narrow banking”? *In*: **The future finance.** London: London School of Economics, Political Science, 2010. p. 217-234.

KREGEL, J. O novo acordo de Basileia pode ser bem sucedido naquilo em que o acordo original fracassou? *In*: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. **Regulação bancária e dinâmica financeira:** evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia. Campinas: UNICAMP, 2006.

HELLEINER, E. Governance issues relating to the FSB and International Standards. *In*: GRIFFITH-JONES, S.; HELLEINER, E.; WOODS, N. (Eds.). **The Financial Stability Board:** an effective fourth pillar of global economic governance? Waterloo: CiGi, 2010a. (CIGI Special Report).

HELLEINER, E. **The Financial Stability Board and international standards.** Waterloo: CiGi, June 2010b. (CIGI G20 Papers n. 1).

MENDONÇA, A. R. R.; DEOS, S. S. The Crises in the Financial Regulation of the Finance-led Capitalism: a minskyan analysis. **Revue de la Regulation**, n. 6, 2009.

MINSKY, H. **Banking and a fragile financial environment**. Washington: Washington University, [s.d.]. (Mimeografado).

_____. Banking Instability and Regulation in the U.S. Free banking Era. (1985). Federal Reserve Bank of Mineapolis. **Quartely Review**, Summer 1995.

_____. **Global consequences of financial deregulation**. Washington: Washington University, Sept. 1986a. (Working Paper, n. 96).

_____. **STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY**. (1986b). McGraw Hill Press, 2008.

WALTER, S. **Basel II and Revisions to the Capital Requirements Directive**. 3 May 2010. (Remarks by Stefan, Secretary General, Basel Committee on Banking Supervision, to the European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs on the BCBS's reform programme).

WRAY, R. **Financial instability**. Kansas City: CFEPS, July 2001. (Working Paper, n. 19).

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **An assessment of financial sector rescue programmes**. Bank for international Settlements (BIS), July 2009. (BIS Papers, n. 48).

CARUANA, J. **The great financial crisis: lessons for the design of Central Banks**. Bank for international Settlements (BIS), May 2010.

G20 – GROUP OF 20. **The G20 Toronto Summit declaration**. Toronto, June 2010. Disponível em: <<http://www.g20.org/>>.

MENDONÇA, A. **Os acordos de Basileia: uma avaliação do novo formato da regulação bancária**. 2004. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2004.

_____. Regulação prudencial e redes de proteção: Transformações Recentes no Brasil. 2004. *In*: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. Campinas: UNICAMP, 2006.

THE ECONOMIST. **A special report on international banking**. May 2009.

DE BASILEIA II PARA BASILEIA III: OS MESMOS DESAFIOS?*

Jean Toledo de Freitas**

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional, cujos efeitos se iniciaram em meados de 2007 com seu período mais crítico no último trimestre de 2008, tornou evidentes as deficiências da atual arquitetura financeira internacional e dos principais mecanismos regulatórios.

Os processos de desregulamentação e de liberalização dos mercados financeiros contribuíram para a redução das fronteiras entre os bancos e demais instituições financeiras. As inovações nestes mercados, como o desenvolvimento dos mecanismos de securitização de crédito e de instrumentos derivativos, com participação relevante dos mercados de balcão, favoreceram o crescimento de operações realizadas à sombra do aparato regulatório. Estas transformações concorreram para uma maior interdependência entre instituições atuantes em diferentes segmentos dos mercados financeiros e em diferentes localidades.

Atualmente, o Acordo de Basileia II se constitui no principal mecanismo de regulação bancária internacional, apesar de não possuir caráter mandatório e sua implementação ser segmentada entre os países. Este acordo possui em sua essência uma característica microprudencial, avaliando os bancos de modo individualizado. Adicionalmente, possui elementos que estimulam a pró-ciclicidade do crédito, o que contribui para o relaxamento das exigências de capital aos bancos nos períodos de expansão, estimulando a subestimação de riscos, e para o aumento destas exigências nos períodos de crise, podendo intensificar os processos de contração brusca de crédito.

O acordo de Basileia III teve sua primeira proposta divulgada em setembro de 2010 pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS). Sua implementação deve ser iniciada no início de 2013 e completada até o início de 2019. Este novo instrumento veio em resposta às críticas sobre as limitações do aparato de regulação financeira internacional, e

* Texto elaborado com informações disponíveis até maio de 2011. Agradecimentos a Marcos Antonio M. Cintra e a Keiti Gomes pela leitura criteriosa e sugestões, que contribuíram para a melhora deste trabalho. As informações contidas no texto, opiniões defendidas ou eventuais equívocos são de responsabilidade exclusiva do autor.

** Mestre em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP).

em consonância com as recomendações no âmbito do G20, com vistas a aperfeiçoar as práticas de regulação financeira internacional, adotar novas medidas prudenciais e procurar eliminar brechas regulatórias.

Basileia III não corresponde a uma ruptura ao aparato anterior. Constitui um aperfeiçoamento, embora mantenha os principais pontos de sua estrutura, assim como seus objetivos, de estabilidade do sistema bancário internacional, equalização da arena competitiva e incentivo ao aprimoramento das práticas de gestão de riscos. Inova principalmente pelo aumento das exigências de capital, pela inclusão de exigências em face do risco de liquidez e pela busca de incorporação de mecanismos mitigadores da tendência pró-cíclica de Basileia II.

O objetivo deste trabalho é avaliar o Acordo de Basileia III, com destaque às principais mudanças em relação ao formato de Basileia II e à sua efetividade para o alcance de estabilidade financeira e eventuais necessidades de complementação. Para tanto, está estruturado da seguinte forma: a seção 2 faz uma breve consideração sobre o papel dos bancos na economia e sua importância para a evolução dos ciclos econômicos; a seção 3 ilustra os principais fatores que contribuíram para a crise financeira internacional de 2007; a seção 4 comenta os acordos de Basileia I e Basileia II, evidenciando suas características e limitações; a seção 5 comenta as inovações mais importantes do Acordo de Basileia III; a seção 6 analisa Basileia III, frente aos principais desafios para o desenvolvimento dos mecanismos de regulação financeira e da atual arquitetura financeira internacional.

2 BANCOS E CICLOS ECONÔMICOS

As características que distinguem a atividade bancária das demais presentes na economia podem ser depreendidas a partir de suas funções tradicionais, de captação de depósitos e concessão de empréstimos. Os bancos são importantes não apenas como intermediários entre os agentes superavitários e deficitários, mas também por sua capacidade de criação de moeda, no sentido descrito por Keynes (1973). Este último aspecto permite compreender esta atividade como dinâmica e ativa, contribuindo para a evolução dos ciclos econômicos e financeiros, tanto nas fases de expansão do sistema econômico como na conformação de processos que conduzem a situações de crise.

Esse papel foi analisado por Minsky (1986). De acordo com este autor, as crises financeiras estão ligadas a fatores endógenos aos ciclos econômicos, relacionados ao modo como as diversas unidades econômicas formam suas expectativas num ambiente caracterizado pela presença da incerteza,¹ e como se comportam

1. O conceito de incerteza é utilizado no mesmo sentido que Keynes (1937) o utiliza, quando menciona seu papel nas previsões sobre o futuro. Esta é caracterizada pela falta de conhecimento sobre os parâmetros que governam o futuro e pela impossibilidade de realização de previsões por meio de cálculos probabilísticos.

nas fases de crescimento econômico anteriores às crises. O recurso ao endividamento pelas diversas unidades econômicas, da mesma forma que possibilita o aumento dos investimentos além do que seria permitido com o emprego de recursos internos, resulta na assunção de posições crescentemente especulativas e aumenta o grau de vulnerabilidade a mudanças não somente no fluxo de receitas, mas também no das condições financeiras.

Nesse cenário, os bancos possuem importância fundamental como provedores de crédito. Imersos no mesmo ambiente de expectativas e participantes do processo concorrencial capitalista, atuam de modo ativo na gestão de seus portfólios, e não simplesmente respondendo à demanda por moeda da economia. Da mesma forma que incentivam a economia com o crédito bancário nas fases expansivas, em situações de crise contribuem para sua retração, pelo aumento de sua preferência pela liquidez e pela limitação da oferta de crédito. Deste modo, o crédito bancário apresenta uma natureza eminentemente pró-cíclica (MINSKY, 1986; FREITAS, 1997).

Aglietta (2004) destaca como essa característica se acentuou com as transformações financeiras ocorridas a partir da década de 1980. Com o desenvolvimento dos mercados bancário e de capital e o surgimento de inovações financeiras, sobretudo as relacionadas aos instrumentos derivativos e aos mecanismos de securitização de crédito, a atividade financeira e o modo como esta condiciona os ciclos econômicos, de crédito e de ativos se tornaram mais complexos.

De acordo com Aglietta (2004), processos que conduzem à formação de bolhas especulativas em determinados segmentos de mercado podem ser dinamizados pelo crédito bancário, que passou a ser importante também como mecanismo de incentivo aos processos de valorização de ativos financeiros e de alavancagem crescente da economia. Deste modo, além dos fatores ligados aos fluxos de receitas e das condições financeiras, a evolução da vulnerabilidade da economia passou a depender crescentemente da evolução de fatores ligados à riqueza das unidades econômicas.

Dada a natureza especial do sistema bancário, sua regulação e supervisão são fundamentais e contribuem para a estabilidade econômica. Entretanto, a atuação sobre os bancos de modo individual não pode ignorar o caráter sistêmico das crises, sendo importante sua complementação por mecanismos macropudenciais que atuem de maneira anticíclica. Este tipo de ação deve vir acompanhado de instrumentos que antecipem processos que conduzam ao aumento da fragilidade financeira da economia, com a capacidade de adotar medidas preventivas e ações corretivas ou punitivas (AGLIETTA, 1998; GUTTMANN, 2007).

A participação do governo como fonte de gasto autônomo (*big government*) e das autoridades monetárias na manipulação das taxas de juros e com a

função de prestador de última instância (*big bank*) também é fundamental. Contribuiu para amortecer as fases de reversão dos ciclos, fornecendo liquidez ao sistema bancário, e para evitar uma queda acentuada do nível dos investimentos.

2.1 *Shadow Banking System* e Crise Financeira Internacional

A crise financeira internacional, cujos efeitos se iniciaram em 2007 com os problemas no mercado de *subprime* americano e tiveram o momento mais crítico logo após a quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, evidenciou uma série de deficiências na atual arquitetura do sistema financeiro internacional.

A existência de mercados financeiros desregulados e liberalizados aumentou a interdependência entre instituições atuantes em diferentes mercados e jurisdições. A possibilidade de realização de operações à margem do aparato regulatório, com capacidade de emulação de operações tipicamente bancárias, reduziu a eficácia de mecanismos regulatórios que atuavam de forma segmentada.

O avanço dos derivativos de crédito, transacionados por meio de operações de balcão, possibilitou que instituições fora do arcabouço regulatório com intrincadas conexões com o sistema bancário concentrassem riscos de crédito em suas carteiras, criando um sistema bancário global paralelo (*global shadow banking system*) (CINTRA e FARHI, 2008). Embora estas transações tenham em sua lógica a busca por uma maior segmentação dos riscos entre os diversos participantes dos mercados, quando analisadas de modo agregado, contribuíram para aumentar a interação e o contágio potencial de um mercado para outro. A concentração do papel de contraparte em poucas instituições e a opacidade destas operações aumentaram a possibilidade de retorno do risco aos balanços dos bancos em situações de crises sistêmicas.

Os mecanismos de securitização bancária,² que em grande parte foram incentivados pelo aparato regulatório de Basileia I,³ contribuíram para a retirada das operações dos balanços bancários e sua transformação em títulos lastreados em dívida negociados nos mercados secundários. Com isto, possibilitavam maior liquidez aos balanços bancários e elevavam a interação entre os bancos e demais agentes de mercado (CINTRA e FARHI, 2008).

2. A estruturação dessas operações possui graus de sofisticação variados e pode envolver uma variedade de agentes, como evidenciado por BCBS (1999a) e Henke, Burghof e Rudolph (1998). Os créditos originais são vendidos para empresas ou veículos de propósito específico (*special purpose entities* – SPE; *special purpose vehicles* – SPV), que, com o suporte de modelos de avaliação de riscos, procuram segmentar os ativos em *tranches* com graus diferenciados de prioridade e diversificá-los para aperfeiçoar seus perfis de riscos. Contratos com empresas seguradoras e emissores de derivativos de crédito também podem ser utilizados para a melhora de suas classificações de riscos. Agências externas de avaliação de riscos são responsáveis por avaliá-los com vistas a sinalizar a qualidade destes ativos ao mercado. Negociados nos mercados secundários, estes títulos podem ser adquiridos por diversos agentes, como fundos de investimento, fundos de pensão, fundos de *hedge*, seguradoras, governos, entre outros.

3. Comentários sobre esse ponto podem ser encontrados, entre outros autores, em BCBS (1999a) e em Freitas (2008).

Essas transformações, portanto, favoreceram a forte interação entre os agentes de diferentes segmentos dos mercados financeiros e o sistema bancário. Perdas em determinado mercado podem afetar não somente os bancos, originadores das operações, como também os demais participantes. A opacidade deste sistema dificultou a capacidade de discernimento entre os diferentes tipos de ativo e seus potenciais de perda.

Nesse cenário de profunda conexão entre bancos e demais atuantes nos mercados financeiros, a atuação das autoridades monetárias se tornou mais complexa. Mudanças de política monetária podem alterar as expectativas nos mercados financeiros, resultando em reversão de suas tendências. O impacto potencial de instabilidades nestes mercados sobre o sistema bancário e o restante da economia demanda seu acompanhamento contínuo, com o intuito de evitar a geração de *booms* especulativos.

O papel dos emprestadores em última instância também se tornou mais abrangente, à medida que processos com potencial de geração de crises sistêmicas passaram a demandar injeções de liquidez para além dos bancos comerciais, transformando-os em uma espécie de “*market makers* em última instância” (BUIITER, 2008). Adicionalmente, a crescente internacionalização e a interpenetração de operações em diferentes países criaram a necessidade de mecanismos que ultrapassem as fronteiras nacionais, mesmo que não representados por órgãos institucionalizados (AGLIETTA, 1998).

3 ACORDO DE BASILEIA II: RUMO A UM MECANISMO BASEADO NO MERCADO

O Acordo de Basileia II é um aprimoramento do padrão anterior de adequação de capitais bancários, Basileia I. As discussões para a sua elaboração, iniciadas em 1999, ocorreram de modo restrito, no âmbito do Basel Committee for Banking Supervision (BCBS), pelos países do G10 (CARVALHO e KREGEL, 2009).⁴

Comparativamente a Basileia I, possui maior complexidade, maior abrangência e objetivos mais ambiciosos. Além dos propósitos de estabilidade do sistema bancário internacional e de equalização da arena competitiva entre os bancos internacionais, já presentes em Basileia I, intenciona o incentivo à disseminação das melhores práticas de gerenciamento de riscos entre as instituições deste setor.

4. O BCBS está constituído no âmbito do Bank for International Settlements (BIS). Até fevereiro de 2009, sua composição incluía os seguintes países: Alemanha, Bélgica, Canadá, França, Holanda, Itália, Japão, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos, Luxemburgo e Espanha. Em março de 2009, este órgão incorporou como membros Austrália, Brasil, China, Índia, México e Rússia.

3.1 Basileia I

O Acordo de Basileia I foi divulgado em 1988, com sua implementação a partir de 1992. Foi adotado por mais de 100 países como mecanismo de regulação prudencial (BCBS, 1999a). Tinha como objetivos a promoção da estabilidade para o sistema bancário internacional e a equalização da arena competitiva (BCBS, 1988).⁵

Esse acordo consistia em definições comuns e requerimentos mínimos de capital aos bancos segundo suas exposições ao risco de crédito (8%), conforme uma ponderação de riscos de seus ativos com relação ao tipo de operação (operações soberanas, corporativas, interbancárias e varejo), à localização do devedor (pertencente ou não à Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE) e ao prazo (este último critério apenas para operações interbancárias).

Em 1996, foi incorporada uma emenda, com a exigência de capital ao risco de mercado. Estes requerimentos eram aplicáveis às exposições em taxas de juros e ações componentes da carteira de *trading*⁶ e em moeda estrangeira e *commodities* do banco como um todo.

Essa emenda inovou ao adicionar mecanismos de cálculo das exposições menos prescritivos e mais voltados para o incentivo de desenvolvimento de ferramentas de gerenciamento de riscos do próprio mercado bancário como base para o cálculo dos requerimentos de capital.

De acordo com Carvalho (2005), a possibilidade do uso de modelos internos sinalizou o reconhecimento por parte dos organismos supervisores de suas limitações em antecipar os comportamentos imprudentes dos bancos, num contexto de aumento de complexidade das operações bancárias e de elevada propagação de inovações financeiras.

Basileia I foi objeto de diversas críticas. Entre as principais, se destacam: o foco exclusivo no risco de crédito, o incentivo à prática de arbitragem regulatória e o estímulo a operações interbancárias de curto prazo (BCBS, 1999a).

3.2 Basileia II

As discussões sobre a transição de Basileia I para Basileia II se iniciaram em 1999, no contexto das turbulências nos mercados financeiros causadas pelas crises do final da década de 1990 (BCBS, 1999b). A versão final do documento

5. Carvalho (2005) aponta que, a despeito do duplo objetivo, o diferencial competitivo entre bancos americanos, de um lado, sujeitos ao Glass Steagall Act e a regras de alavancagem máxima, e europeus e japoneses, de outro, foi fator preponderante para a confecção de Basileia I.

6. A carteira de *trading* é referente aos instrumentos financeiros, que são mantidos intencionalmente com o objetivo de revenda no curto prazo, ou com vistas ao aproveitamento de diferenciais entre os preços de compra e venda, ou entre variações de taxas, posições mantidas para aproveitamento da posição casada de intermediários e *market makers*, ou de instrumentos utilizados como *hedge* de elementos da carteira de *trading* (BCBS, 1996, p.1).

de Basileia II foi divulgada em 2004 e atualizada em 2006. Em continuidade à inovação de 1996, quando foi introduzida a exigência de capital ao risco de mercado, Basileia II teve como norteador o estímulo ao uso de ferramentas de gestão de riscos, um de seus objetivos.

A estrutura de Basileia II é dividida em três pilares, entendidos como complementares e harmônicos. Seu escopo de aplicação é sobre os bancos internacionalmente ativos, de forma consolidada, incluídas as *holdings* bancárias ou controladoras.

O primeiro pilar (Pilar 1) consiste na exigência de capital mínimo, de acordo com as exposições das instituições bancárias aos riscos de crédito, de mercado e operacional. Há uma definição uniforme dos itens que compõem o capital, divididos em três segmentações (*tiers*), conforme a qualidade dos itens que o compõem. O cálculo das exposições aos riscos pode ser realizado por diferentes critérios, de acordo com a sofisticação das atividades bancárias e com exigências mínimas de estrutura de gerenciamento de riscos.

Para o cálculo das exposições ao risco de crédito, a intenção é que seja constituída uma reserva de capital suficiente para a cobertura das perdas não esperadas.⁷ Há três opções de cálculo. Na primeira abordagem, padronizada, a ponderação de risco dos ativos é determinada pelo perfil das operações e por classificações de *rating* fornecidas por agências de classificação de riscos ou agências de crédito à exportação. As demais abordagens permitem o uso de modelos internos (*foundation internal ratings based* – F-IRB e *advanced internal ratings based* – A-IRB),⁸ a partir dos componentes de riscos de probabilidade de *default* (PD), perdas em caso de *default* (*loss-given-default* – LGD), exposição ao *default* (EAD) e maturidade das operações (M).⁹

A exposição ao risco operacional também possui três opções de cálculo. A primeira, conhecida como básica (*basic indicator approach* – BIA), é baseada nas receitas brutas médias dos últimos três anos dos bancos. A segunda, padronizada (*standardized approach* – SA), é baseada nas receitas brutas dos últimos três anos, segregadas por linhas de negócio. A terceira, avançada (*advanced measurement approach* – AMA), utiliza modelos internos, a partir de metodologias de valor em risco (*value-at-risk* – VaR).

7. Há a pressuposição, nesse caso, de que as perdas esperadas, equivalentes às perdas médias incorridas em situações normais, já estejam devidamente cobertas por provisões. As perdas não esperadas correspondem a perdas acima do esperado até determinado nível de confiança (99,9% no caso do risco de crédito em Basileia II). O capital, portanto, se constitui num colchão que a instituição bancária possui para a cobertura de perdas excepcionais, até o nível de confiança (Freitas, 2008).

8. Na versão F-IRB, os bancos podem utilizar suas próprias estimativas de PD, sendo os demais componentes fornecidos pelos supervisores. No A-IRB, todos os componentes são calculados pelos bancos.

9. Esse último componente é aplicável somente às operações soberanas, interbancárias e corporativas.

Para o cálculo das exposições ao risco de mercado, não houve alterações significativas em relação à metodologia predominante na emenda de Basileia I. Há duas alternativas de cálculo: padronizada, que utiliza uma metodologia de *building blocks*; e avançada, com a utilização de modelos VaR, para um horizonte de dez dias e intervalo de confiança de 99%, monocausal.

O Pilar 2 consiste no papel desempenhado pelos órgãos supervisores. Constitui um complemento às exigências de capital do Pilar 1, de modo a assegurar que os bancos possuam um nível de capital suficiente para suportar os riscos de suas atividades, e também com a intenção de estimular o aprimoramento das técnicas de gerenciamento e monitoramento de riscos pelo setor bancário (BCBS, 2006). É dado destaque às seguintes áreas: os riscos já considerados no Pilar 1 cujos processos não foram completamente explorados; fatores que não tenham sido abordados no Pilar 1; e fatores externos ao banco.

O Pilar 3 se baseia em regras de divulgação (*disclosure*) pelas instituições bancárias. Há uma série de requisitos de disponibilização de informações sobre aspectos qualitativos e quantitativos, que devem ser divulgados com uma periodicidade definida.

Há a tendência de que Basileia II implique alterações substanciais nos requerimentos de capitais pelos bancos. Os critérios de alocação de capital se baseiam nas avaliações de risco de crédito das operações de modo mais fino que o padrão anterior. Este fato gera impactos potenciais sobre os critérios de seleção e de definição de *spreads* (afetando de maneira negativa os possuidores de piores avaliações de riscos).

Esse ponto pode ser perverso para determinados setores econômicos que apresentem maior volatilidade econômica e que dependam do crédito para sua viabilidade.¹⁰ Esta preocupação é relevante, sobretudo para devedores situados em países em desenvolvimento, em virtude das avaliações de crédito menos favorecidas em comparação aos localizados nos países desenvolvidos e da menor disponibilidade de informações em relação aos critérios demandados nos métodos IRB (FREITAS, 2008).¹¹

A estrutura de Basileia II busca a complementação entre os três pilares. A base para o alcance de seus objetivos se assenta na adequação de capital por parte

10. Gottschalk e Sodré (2006) comentam a respeito de preocupações sobre os impactos dos critérios de Basileia II para o acesso ao crédito para os bancos públicos, que possuem atuação relevante em setores que, apesar de serem considerados mais arriscados, possuem interesse social.

11. De acordo com BCBS (2006, p. 102): "Um banco pode utilizar dados baseados em sua experiência interna de default para a estimação de PD. (...). Quando apenas dados limitados estejam disponíveis, ou quando os padrões de subscrição tenham se modificado, o banco deve adotar uma maior margem de conservadorismo para estimar PD" (grifo do autor – tradução nossa).

dos bancos, sendo sua integridade garantida pelo processo de revisão dos órgãos supervisores e pela disciplina de mercado resultante da divulgação e da transparência de informações. Como definido por Guttman (2007), possui um formato de “autorregulação supervisionada”.

Subjacente a esse acordo, existe a visão de que a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional são associadas à solvência e à capacidade dos bancos em absorver as perdas não esperadas por meio do capital. Basileia II pode ser entendido como um instrumento baseado no mercado (*market-based*), que procura gerar incentivos que levem à aproximação entre os mecanismos regulatórios e as práticas do setor bancário, possibilitando a convergência entre os conceitos de capital econômico e capital regulatório (FREITAS, 2008).

3.3 Basileia II e ciclos econômicos

Como discutido, Basileia II busca garantir a estabilidade do sistema bancário internacional por uma lógica de “autorregulação supervisionada”. Contempla um processo *market-based*, por meio da capacidade dos próprios bancos em disciplinarem sua exposição a riscos, estimulados pela vigilância exercida pelos reguladores e demais participantes do mercado.

A solvência do setor bancário é entendida sob a perspectiva de cada entidade individualmente. Nesta direção, estando os bancos em condições de solvência aceitáveis do ponto de vista individual, é possível o alcance da estabilidade do ponto de vista sistêmico. Neste sentido, existe a compreensão de que a situação futura pode ser depreendida como uma continuidade estocástica dos eventos já transcorridos, e que o comportamento dos agentes possui independência (CLAESSENS, UNDERHILL e ZHANG, 2003).

Por sua vez, quando se compreende a dinâmica cíclica da economia no sentido mencionado por Minsky (1986), por meio de processos cumulativos que conduzem à redução da percepção de riscos e ao aumento da vulnerabilidade das unidades econômicas, Basileia II possui capacidade limitada para a prevenção de situações de instabilidade, contando, inclusive, com elementos que concorrem para seu agravamento.

Nesse sentido, Basileia II apresenta características que tendem a acentuar a pró-ciclicidade do crédito bancário, ao utilizar a própria avaliação de riscos do setor bancário como métrica para o cálculo do capital regulatório. O cálculo das exposições ao risco de crédito depende de variáveis cujo comportamento é pró-cíclico, ligado fortemente ao modo como evoluem as expectativas, quer

sejam as avaliações fornecidas por agências de riscos,¹² no método padronizado, quer sejam as estimativas para a variável *PD* nos métodos avançados (FREITAS, 2008).¹³ Por sua vez, as exposições de riscos de mercado dependem de variáveis relacionadas à volatilidade dos preços que compõem as carteiras dos bancos, que tende a ser crescente em momentos de instabilidade.¹⁴

Com isso, nos momentos de maior tranquilidade econômica, verifica-se a tendência de afrouxamento dos limites de capital, o que permite o processo de realimentação das expectativas e o aumento da fragilidade financeira, estimulando o endividamento crescente dos agentes econômicos e o aumento da alavancagem por parte dos bancos. Quando ocorre a reversão cíclica, aumentam os requerimentos de capital, podendo acarretar a necessidade de redução do crédito bancário além do que seria necessário na ausência da regulamentação, deteriorando-se as condições financeiras dos agentes altamente alavancados e a qualidade dos ativos bancários.

Basileia II apresenta uma característica essencialmente microeconômica. Considerando um período econômico estável, este instrumento impede que bancos individualmente assumam riscos maiores ou possuam exposições mais arriscadas que o padrão considerado aceitável naquele momento. Contudo, ao não capturar a evolução das expectativas da economia de modo agregado, deixa de ser efetivo nos momentos de instabilidade. Pior, ao embutir em seus mecanismos fatores decorrentes das expectativas da economia, estimula os fatores que concorrem para sua ocorrência (CLAESSENS, UNDERHILL e ZHANG, 2003).¹⁵

12. Amato e Furfine (2003) avaliam que análise empírica sobre o comportamento das notas fornecidas por essas empresas ao longo do tempo evidencia que, em geral, estas tendem a variar menos que as avaliações bancárias, embora quando isto acontece seja de maneira pró-cíclica. Adicionalmente, os *downgrades* tendem a ser mais drásticos que os *upgrades*, por meio de reações exageradas e atrasadas. Ademais, destaque-se o papel desempenhado por estas empresas na avaliação de operações securitizadas lastreadas em operações imobiliárias de baixa qualidade, que contribuíram para a crise dos *subprime* nos Estados Unidos entre 2007 e 2008. Com relação a este último aspecto, é considerável também o conflito de independência na atuação da mesma companhia como assessora em operações estruturadas e avaliadora (Krugman, 2010).

13. A estimativa de *PD* se baseia na média de longo prazo de seu valor para um ano. O valor depende do histórico passado e das condições correntes de inadimplência. Em um cenário de crescimento econômico, diante de expectativas otimistas, há a tendência que tal valor se reduza conforme a evolução do ciclo. Em situações de retração econômica, é esperado o aumento de sua estimativa, refletindo na maior ponderação de risco das exposições.

14. Com relação a esse aspecto, BCBS e FSF (2009) comentam sobre a dissonância entre as perdas observadas nas carteiras de *trading* dos bancos durante a crise e o nível de requerimentos de capital dos bancos desde o início dos períodos de maior volatilidade gerados pela crise do mercado *subprime*, em 2007. Adicionalmente, o uso do modelo de VaR se evidenciou pró-cíclico.

15. Nesse sentido, é interessante ressaltar os comentários feitos por Alan Greenspan, em artigo de março de 2008, nos quais, numa espécie de "autocrítica", comenta a respeito da deficiência dos modelos de gestão de riscos como base para a tomada de decisões. De acordo com o autor: "O problema essencial é que nossos modelos – tanto os de riscos quanto os econométricos –, embora tenham se tornado mais complexos, são ainda simples demais para captar a vasta gama de variáveis que governam a realidade econômica global. Um modelo, como necessidade, é uma abstração de uma série de detalhes do mundo real. Com base na observação consagrada de que a diversificação reduz os riscos, computadores processam imensos volumes de dados históricos em busca por correlações negativas entre os preços de ativos; correlações capazes de isolar as carteiras de investimentos das flutuações da economia. Quando estes ativos, ao invés de mitigarem os movimentos um dos outros, caíram em uníssono depois de 9 de agosto do último ano, elevadas perdas foram reveladas entre virtualmente todas as classes de ativos" (Greenspan, 2008 – tradução nossa).

Para os países em desenvolvimento, essa característica de Basileia II pode ser ainda mais severa. Estes países possuem uma maior volatilidade macroeconômica, derivada de assimetrias nos sistemas monetário¹⁶ e financeiro¹⁷ internacionais, o que faz com que estejam mais sujeitos à alternância de períodos de *boom*, com a tendência de entrada de recursos massiva, apreciação cambial e crescimento do endividamento em moeda estrangeira, e crises, caracterizadas por processos de fugas de capital, desvalorização de suas moedas e a ocorrência de *currency mismatches* (GRIFFITH-JONES, KREGEL e OCAMPO, 2007). Basileia II pode amplificar ainda mais o estímulo à entrada de recursos nestes países nos momentos de crescimento e à escassez nas fases de instabilidade.

4 CENÁRIO PÓS-CRISE E BASILEIA III

As deficiências da arquitetura financeira internacional e dos mecanismos de regulação financeira ficaram evidentes com as perdas sofridas pelos grandes bancos, num montante aproximado de US\$ 2,3 trilhões até meados de 2010, de acordo com dados do Fundo Monetário Internacional (FMI, 2010).

Com o epicentro da crise localizado nas economias mais ricas e a posição diferenciada assumida pelos principais países em desenvolvimento, detentores de volumes elevados de reservas internacionais, o G20¹⁸ se tornou o principal fórum de discussões e de cooperação em assuntos multilaterais.

Durante a primeira reunião do G20 após o colapso do banco Lehman Brothers, realizada em novembro de 2008 nos Estados Unidos, não ocorreram avanços concretos com relação a ações específicas a serem adotadas pelos governos e órgãos multilaterais. Entretanto, houve o reconhecimento de falhas na regulação

16. As assimetrias monetárias se referem à estrutura hierarquizada entre as moedas dos diversos países, relacionada aos diferentes graus de conversibilidade no plano internacional. No contexto atual, o dólar pode ser considerado a moeda principal nesta escala hierárquica e se caracteriza por ser o instrumento último de liquidez internacional. Ativos denominados nesta moeda, sobretudo títulos do Tesouro americano, representam um refúgio para os investidores em ocasiões de maior incerteza, num processo de fuga para a qualidade (Braga e Cintra, 2004; Prates, 2004). Por sua vez, as moedas dos países em desenvolvimento possuem menores atributos como reserva de valor internacional. Em geral, como forma de atração, os ativos denominados em moeda local remuneram os investidores com prêmios de risco sobre a remuneração da moeda-chave (no caso, o dólar). Isto faz com que a demanda por estes instrumentos tenha maior caráter especulativo (Prates, 2004).

17. A assimetria financeira deriva da estrutura dos mercados financeiros. Há uma assimetria entre o volume dos fluxos internacionais e a estrutura dos mercados financeiros dos países periféricos. Embora os recursos direcionados aos países em desenvolvimento sejam em porcentagem reduzida para os investidores internacionais, sobretudo os investidores institucionais e bancos de investimento, estes são representativos para o tamanho dos sistemas financeiros de tais países, caracterizados por serem estreitos e pouco diversificados (Prates, 2004; Griffith-Jones, Kregel e Ocampo, 2007).

18. O G20 foi criado em 1999, no contexto das crises financeiras do final da década de 1990, com o intuito de servir como fórum de discussões sobre assuntos relacionados à economia financeira internacional. No grupo, há representantes de 19 países e da União Europeia, compreendendo os seguintes integrantes: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia e União Europeia.

financeira dos principais países desenvolvidos¹⁹ e nos mecanismos de coordenação de políticas macroeconômicas,²⁰ com a necessidade de aperfeiçoamento das práticas regulatórias.

Em abril de 2009, houve novo encontro em Londres. Neste evento, foi acordada a criação do Financial Stability Board (FSB). Esta nova entidade, criada a partir de uma expansão do já existente Financial Stability Forum (FSF), teve como objetivo o fortalecimento de mecanismos de promoção de estabilidade financeira, a partir do monitoramento dos mercados financeiros e de seus pontos de vulnerabilidade, e do fortalecimento dos mecanismos de regulação financeira (G20, 2009). Foram estabelecidos cronogramas para o aperfeiçoamento das diferentes formas de regulação financeira, tendo como um dos pontos centrais de seu escopo reformas nos aparatos de regulação e supervisão bancária, sob responsabilidade do BCBS.

No âmbito do BCBS, houve um alargamento de representatividade, até então restrito apenas aos países do G10. Em março de 2009, foram incorporados Austrália, Brasil, China, Índia, Coreia do Sul, México e Rússia. Em junho do mesmo ano, Argentina, Indonésia, Arábia Saudita, África do Sul, Turquia, Hong Kong e Cingapura também ingressaram.

A necessidade de aperfeiçoamentos em Basileia II passou a ser também reconhecida pelo BCBS. Em discurso proferido por Nout Wellink, presidente deste comitê, foi explicitada a necessidade de aprimoramentos com relação à qualidade do capital bancário, de incorporação de variáveis sistêmicas nas regras de capital, de melhora da qualidade da ponderação de riscos dos ativos, de redução dos *gaps* regulatórios, de mitigação de fatores pró-cíclicos no aparato regulatório e de incorporação do risco de liquidez (BCBS, 2009).

Em setembro de 2010, foram publicados os principais componentes da revisão de Basileia II, que, dada a extensão das modificações, deram origem a uma nova estrutura, Basileia III (BCBS, 2010a).

Não há uma ruptura entre os dois arcabouços de regulação. Basileia III é uma extensão, incorporando pontos adicionais, com os mesmos objetivos. As principais medidas adotadas – ou em discussão – foram o refinamento do

19. "Durante o período de forte crescimento global, fluxos de capital crescentes e prolongada estabilidade verificado no início desta década, os participantes dos mercados buscaram elevada rentabilidade sem uma adequada avaliação dos riscos e falharam em exercer a devida supervisão. Ao mesmo tempo, padrões fracos de subscrição, práticas de gerenciamento de riscos frágeis, produtos financeiros crescentemente complexos e opacos, e a consequente alavancagem se combinaram para gerar vulnerabilidades ao sistema. *Policy-makers*, reguladores e supervisores, em alguns países avançados, foram falhos em avaliar de modo adequado os riscos que estavam se formando nos mercados financeiros, em compreender inovações financeiras, ou em perceber as ramificações sistêmicas das ações regulatórias domésticas" (G20, 2008, §3 – tradução livre).

20. "Os fatores relevantes à conformação da situação corrente foram, entre outros, a coordenação inconsistente e insuficiente de políticas macroeconômicas e reformas estruturais inadequadas, que levaram a resultados macroeconômicos globais insustentáveis. Estes desenvolvimentos, combinados, contribuíram para os excessos e, em última instância, resultaram em severas rupturas de mercado" (G20, 2008, §4 – tradução livre).

conceito de capital, a inclusão de requerimentos de alavancagem, a incorporação de um amortecedor anticíclico, o aperfeiçoamento do cálculo das exposições a riscos e a introdução de exigência de capital para a cobertura do risco de liquidez. Cabe ressaltar que Basileia III ainda é uma estrutura em processo de construção, de modo que seus principais componentes estão em vias de consolidação.

4.1 Aperfeiçoamento dos requerimentos de capital de Basileia II

Como respostas às fragilidades verificadas durante a crise, foram realizadas reformas nos três pilares de Basileia II. Destacam-se as mudanças nos mecanismos de cálculo de exigência de capital, especialmente nas carteiras de *trading* e instrumentos de securitização de crédito.

As principais mudanças na carteira de *trading* foram exigências incrementais de riscos aos mecanismos de VaR, como forma de incorporar novos riscos e reduzir os incentivos de arbitragem regulatória entre as carteiras de *banking* e *trading*. Adicionalmente, em virtude de perdas significativas nas carteiras dos bancos durante a crise, acima do previsto pelos modelos de VaR, e como forma de reduzir a pró-ciclicidade das exigências de capital para estas carteiras, foi introduzido o requerimento do uso de metodologias de VaR estressado (BCBS, 2009).

No que diz respeito aos requerimentos para operações securitizadas do Pilar 1, foram elevadas as exigências de capital para exposições de “ressecuritização”, com a intenção de melhor refletir seus riscos e induzir os bancos à condução de melhores análises de crédito de exposições avaliadas externamente.

4.2 Refinamento do conceito de capital

Em Basileia II, há a exigência de capital mínimo de 8% em relação aos ativos ponderados pelos riscos. O capital é segmentado em três componentes (*tiers*). O *tier 1* correspondente a componentes de patrimônio líquido mais “típicos”, menos sujeitos a diferenças de critérios contábeis e regulatórios nacionais. O *tier 2* contempla elementos de natureza menos universal que o *tier 1* (por exemplo, reservas de reavaliação) ou com características híbridas entre capital e dívida. O *tier 3* é específico para a cobertura do risco de mercado, podendo incorporar itens de capital mais flexíveis que as segmentações anteriores.

Em setembro de 2010, as regras para Basileia III aumentaram as exigências sobre o volume e a composição do capital. O capital total exigido para os riscos de Pilar 1 continua em 8%. Entretanto, pelo menos 4,5% dos ativos ponderados pelos riscos devem ser compostos por *common equity*,²¹ e pelo menos 6%,

21. O *common equity* corresponde a uma categoria especial dentro dos itens de *tier 1*. Compreende principalmente ações ordinárias e lucros acumulados. Para a classificação neste grupo, os itens de capital devem ser os últimos exigíveis em caso de liquidação, além de outros requisitos (BCBS, 2010a).

correspondentes a itens do *tier 1*.²² Por último, foi excluída a aceitabilidade do *tier 3* para a cobertura do risco de mercado.

Em adição ao capital exigido para a cobertura dos riscos do Pilar 1, há a exigência de um “colchão precaucional” (*conservation buffer*) de 2,5% dos ativos ponderados pelos riscos, que deve ser composto integralmente por *common equity*. Este requerimento, portanto, eleva o capital mínimo exigido para 10,5%. A tabela 1 sumariza estas mudanças.

TABELA 1
Basileia III: alterações nas exigibilidades mínimas de Pilar 1
 (% dos ativos ponderados pelos riscos)

| Categoria | Subcategorias | Mínimo de Basileia II | Mínimo de Basileia III | Mínimo de Basileia III (inc. <i>Capital Buffer</i>) |
|----------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|--|
| | <i>Common equity</i> | 2 | 4,5 | 7 |
| <i>Tier 1</i> | Demais itens | -/- | -/- | -/- |
| | Total | 4 | 6 | 8,5 |
| Capital total | | 8 | 8 | 10,5 |

Fonte: BCBS (2010a).
 Elaboração do autor.

4.3 Alavancagem máxima

A exigência de alavancagem máxima foi incluída como uma forma de contrapeso, a fim de evitar excessos que possam conduzir a níveis de capital excessivamente baixos em ocasiões de menor aversão aos riscos, típicas de períodos expansivos.

De acordo com BCBS (2010c), o estabelecimento desse limite atua como forma de mitigar processos, evidenciados durante a crise financeira e em outros períodos de maior instabilidade, de necessidade de desalavancagem forte por parte do sistema bancário. Evita também os riscos de modelos e erros de mensuração de riscos, por meio de uma medida simples e objetiva.

Para esse indicador, haverá um limite mínimo de 3% para a relação capital do tipo *tier 1* sobre o total das exposições. Haverá ainda um período de teste paralelo entre 2013 e 2017.

4.4 Amortecedor anticíclico

Basileia III incorporou como exigência adicional aos requerimentos de capital a adoção de um “amortecedor anticíclico” (*countercyclical capital buffer*). Esta exigência busca atuar em sentido contrário à pró-ciclicidade dos requerimentos

22. Em Basileia II, pelo menos 50% de capital devia ser composto pelo *tier 1*.

de capital, ponto bastante criticado no formato original de Basileia II, devendo ser inserido de modo inversamente proporcional à fase cíclica vigente.

Esse “amortecedor” é entendido como um mecanismo de proteção do sistema bancário contra perdas futuras, em situações em que o aumento do crédito na economia represente uma elevação dos riscos subjacentes (BCBS, 2010b). Embora não haja uma fórmula específica para a definição deste requerimento, cada autoridade deve determiná-lo de acordo com suas considerações locais. A relação crédito/produto interno bruto (PIB) é um indicador que pode ser utilizado como um dos parâmetros para sua definição. Seu nível pode variar entre 0 e 2,5% dos ativos ponderados pelo risco, de acordo com a fase cíclica identificada em dado momento.

4.5 Risco de liquidez

A introdução do risco de liquidez às exigências foi uma das principais inovações de Basileia III. A intenção deste elemento é a de aperfeiçoar a gestão do risco de liquidez e corrigir deficiências detectadas na gestão de liquidez bancária durante a crise de 2007-2008. De acordo com BCBS (2010d, p.1), “as dificuldades experimentadas por alguns bancos se deveram a falhas em princípios básicos de gestão dos riscos de liquidez”.

As exigências de liquidez dependem das estruturas dos balanços de cada banco individualmente, demandando que estes tenham níveis mínimos de liquidez para o horizonte imediato e para intervalos mais longos. Adicionalmente, estas exigências contribuem ao demandar que os bancos desenvolvam mecanismos de gestão de liquidez.

Os requerimentos de liquidez são constituídos por duas partes: a primeira corresponde ao nível de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* – LCR), que corresponde ao requerimento de cobertura para as exigências de liquidez de curto prazo; a segunda se relaciona à proporção de fontes de captação líquida estáveis (*net stable funding ratio* – NSFR), que possui horizonte de tempo mais longo.

O LCR corresponde à razão entre ativos de grau elevado de liquidez e as saídas de caixa previstas no horizonte de 30 dias, considerando um cenário de estresse. Esta relação deve ser maior ou igual a 100%. Por seu turno, o NSFR se baseia numa relação entre as fontes estáveis de captação, considerando um intervalo de um ano, e o nível mínimo requerido tendo como parâmetro este mesmo período.

4.6 Cronograma de implementação

As regras de Basileia III devem passar a ter efeito a partir do início de 2013. Existe a previsão de uma fase de implementação, até o início de 2019, conforme esquematização na tabela 2.

TABELA 2
Fases de implementação de Basileia III
(Em %)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|----------------------------|------|------------------|------|----------|------|----------|--------------------|-------|
| <i>Common equity</i> | | | 3,50 | 4 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 |
| <i>Conservation buffer</i> | | | | | | 0,63 | 1,25 | 1,88 | 2,50 |
| <i>Common equity, mais conservation buffer</i> | | | 3,50 | 4 | 4,50 | 5,75 | 5,75 | 6,38 | 7 |
| Ajustes escalonados no tier 1 | | | | 20 | 40 | 60 | 80 | 100 | 100 |
| Nível mínimo do tier 1 | | | 4,50 | 5,50 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Nível mínimo de capital, mais conservation buffer | | | 8 | 8 | 8 | 8,63 | 9,25 | 9,88 | 10,50 |
| Alavancagem mínima | Monitoramento e supervisão | | Cálculo paralelo | | | | | Migração – Pilar 1 | |
| Liquidez – LCR | Observação | | | | Vigência | | | | |
| Liquidez – NSFR | Observação | | | | | | Vigência | | |

Fonte: (BCBS, 2010a).
Elaboração do autor.

4.7 Possíveis efeitos de Basileia III

Embora seja prematura uma avaliação definitiva de Basileia III, é possível afirmar que, ao buscar corrigir as principais deficiências do padrão anterior, este acordo apresenta aspectos positivos, principalmente com relação à preocupação sobre os efeitos pró-cíclicos da regulação, à inserção de um patamar máximo de alavancagem e a exigências de liquidez, mitigando os efeitos de processos de subestimação dos riscos e de reduções substanciais do capital que aumentam a vulnerabilidade dos bancos em situações de euforia.

A elevação das exigências de capital atua no mesmo sentido. Contudo, devem ser avaliados os efeitos desta novidade sobre o aumento do custo do crédito. Este fato pode ser relevante para setores econômicos mais suscetíveis a volatilidade macroeconômica e tomadores localizados nos países em desenvolvimento, acentuando um problema potencial já existente em Basileia II. Neste sentido, podem ser mais afetados, sobretudo, os países mais pobres, pela maior dependência que estes possuem do crédito bancário em comparação a outras formas de captação de recursos (FREITAS, 2008).

Outro efeito potencial do aumento das exigências de capital é a fuga do mercado bancário pelos tomadores com acesso a outras formas de captação de recursos, na busca por menores *spreads*. Adicionalmente, pode gerar o estímulo ao uso de mecanismos de arbitragem regulatória pelos bancos. Assim, são necessários cuidados para que esta medida não incentive a adoção de inovações com vistas

ao escape da regulação bancária, fortalecendo o *shadow banking system*. Neste aspecto, é importante que haja expedientes regulatórios abrangentes, que busquem evitar o aparecimento de *gaps* regulatórios.

Adicionalmente, é importante enfatizar que, a despeito da incorporação de variáveis anticíclicas em sua estrutura, Basileia III continua apresentando uma estrutura de regulação essencialmente microprudencial, tendo como objeto de avaliação os bancos de modo individual. Assim, é importante que seja complementado com outras ferramentas além de seu escopo, que permitam avaliar a evolução da vulnerabilidade da economia durante as diferentes fases cíclicas, e com potencial de amortecer eventos de instabilidade.

5 DESAFIOS FUTUROS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA

A dinâmica dos ciclos econômicos, conforme descrita por Minsky (1986), está diretamente associada ao modo como as expectativas são formadas num contexto de incerteza. As expectativas expansivas contribuem para o uso de endividamento como alavanca ao crescimento econômico e à expansão dos investimentos. Entretanto, o aumento dos compromissos financeiros amplia a vulnerabilidade da economia, tornando-a suscetível a crises.

Com a crise financeira de 2007-2008, uma série de reformas em Basileia II levou à constituição da proposta de Basileia III. Este novo acordo mantém em sua estrutura os mecanismos de incentivos de Basileia II, no sentido de aproximar os padrões regulatórios às medidas utilizadas pelo setor bancário, tendo em sua essência o padrão de *autorregulação supervisionada*. Além disto, representa uma evolução no sentido de mitigar os fatores pró-cíclicos, incorporar o risco de liquidez e corrigir distorções no cálculo das exigências de riscos.

A sobreposição de diferentes tipos de exigibilidade, com a consequente elevação dos requerimentos mínimos de capital, potencialmente eleva os custos das operações bancárias. Este fato pode ser ainda mais relevante para devedores com perfis de riscos menos favoráveis e localizados em países em desenvolvimento, acentuando uma preocupação de Basileia II.

Tendo em vista a concorrência entre as operações bancárias e demais formas de captação de recursos, o aumento do custo bancário pode, ainda, gerar uma fuga de tomadores de crédito em direção a outras formas de captação, ou, o que é pior, estimular inovações que visem burlar as regras de capital, elevando a significância do sistema bancário paralelo.

Um ponto crucial para o funcionamento desse acordo é justamente a definição de seu escopo e a forma de tratar instituições que se situem na fronteira entre instituições bancárias e outros tipos de instituições. A crise financeira recente

evidenciou que a existência de brechas regulatórias e de um sistema bancário paralelo não somente contribuiu para uma desigualdade competitiva entre diferentes formas de instituição, mas também para a disseminação de riscos e o crescimento da interação entre diferentes tipos de entidades atuantes nos mercados financeiros, aumentando o potencial de contágio sistêmico.

Em essência, Basileia III segue com uma estrutura microprudencial, com foco nas condições de solvência dos bancos de modo individual, a despeito da incorporação de mecanismos de amortecimento anticíclico. Neste aspecto, é importante que seja complementada com estruturas de regulação macroprudenciais e abrangentes, que reduzam a possibilidade dos *gaps* regulatórios em um ambiente de constante inovação. Estes expedientes devem ter a capacidade de acompanhar fatores de vulnerabilidade das economias, lidando com os riscos de modo agregado e compreendendo os canais de transmissão entre os diferentes mercados.

A atuação das autoridades monetárias também é mais complexa nesse cenário. Suas ações devem levar em conta seus efeitos sobre a formação das expectativas, com vistas a evitar que estimulem *booms* especulativos ou que desencadeiem reversões cíclicas abruptas. Com o caráter sistêmico das crises financeiras, é fundamental a participação dos emprestadores em última instância, com a capacidade de atuação além das fronteiras tradicionais do setor bancário e das nações. Este último elemento demanda a existência de instrumentos de cooperação internacional, que contribuam para a ação anticíclica coordenada em momentos de crise.

Por fim, a incapacidade de ação dos organismos criados em Bretton Woods durante a recente crise financeira torna evidente a necessidade de reformas na atual arquitetura financeira internacional, passando, inclusive, pela revisão de sua representatividade desigual, que atua em favor dos países desenvolvidos.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. Lidando com o risco sistêmico. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, dez. 1998.

_____. **Macroeconomia financeira**, São Paulo, v. 1-2, 2004.

AMATO, J.; FURFINE, C. **Are credit ratings procyclical?** Basileia, Feb. 2003. (BIS Working Papers, n. 129).

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **International convergence of capital measurement and capital standards**. Basile: BCBS, July 1988.

_____. **Amendment to the capital accord to incorporate market risks**. Basile: BCBS, Jan. 1996.

_____. **Capital requirements and bank behaviour:** the impact of the Basel Accord. Basel: BCBS, Apr.1999a.

_____. **A new capital adequacy framework.** Basileia: BCBS, June 1999b.

_____. **Basel II:** international convergence of capital measurement and capital standards – A revised framework. Basileia, June 2006. (comprehensive version)

_____. **Revisions to the Basel II market risk framework:** final version. Basileia: BCBS, July 2009.

_____. **Basel III:** towards a safer financial system. *In:* SANTANDER INTERNATIONAL BANKING CONFERENCE, 3. Madrid: BCBS, Sept. 2010a.

_____. **Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer.** Basileia: BCBS. Dec. 2010b.

_____. **Basel III:** a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basileia: BCBS, Dec. 2010c.

_____. **Basel III:** international framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring. Basileia: BCBS, Dec. 2010d.

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION.; FSF – FINANCIAL STABILITY FORUM. **Reducing procyclicality arising from the bank capital framework.** BCBS; FSF, Mar. 2009.

BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. *In:* FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano.** Petrópolis: Vozes, 2004.

BUITER, W. **The Fed as market maker of last resort:** better late than never. 12 Mar. 2008. Disponível em: <<http://blogs.ft.com/maverecon>>.

CARVALHO, F. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos de Basileia. *In:* SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária.** São Paulo: Atlas, 2005.

CARVALHO, F. C.; KREGEL, J. **Crise financeira e déficit democrático.** Rio de Janeiro: Ibase, 2009.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. A crise financeira e o shadow banking system. **Novos Estudos – CEBRAP**, São Paulo, n. 82, p. 35-55, nov. 2008.

CLAESSENS, S.; UNDERHILL, G.; ZHANG, X. **Basel II capital requirements and developing countries:** a political economy perspective. Oct. 2003.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Global financial stability Report.** Washington: Apr. 2010.

FREITAS, M. C. P. A natureza peculiar da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 8, p. 51-83, jun. 1997.

FREITAS, J. T. **Acordo de Basileia 2 e estabilidade financeira em países em desenvolvimento**. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2008.

G20. **Declaration: summit on financial markets and the world economy**. Washington, 15 Nov. 2008.

_____. **Declaration on strengthening the financial system**. Londres, 2 Abr. 2009. Disponível em: <<http://www.g20.org/>>.

GOTTSCHALK, R.; SODRÉ, M. C. O novo acordo de Basileia no Brasil: Impactos sobre os bancos públicos e privados. **Economia política internacional: análise estratégica**, Campinas, n. 8, jan. 2006.

GREENSPAN, A. We will never have a perfect model of risk. **Financial Times**, 18 Mar. 2008. Disponível em: <<http://www.ft.com/home/us>>.

GRIFFITH-JONES, S.; KREGEL, J. S.; OCAMPO, J. A. **International finance and development**. New York: Orient Longman, 2007.

GUTTMANN, R. **Basel II: A new regulatory framework for global banking**. In: POST KEYNESIAN ECONOMIC POLICIES CONFERENCE. New York: Hofstra University, Dec. 2007.

HENKE, S.; BURGHOF, H.; RUDOPH, B. **Credit securitization and credit derivatives: financial instruments and the credit risk management of middle market commercial loan portfolios**. Jan. 1998. (Working Paper, n. 98/07).

KEYNES, J. M. **A treatise on money: the collected writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan, 1973. v. 5-6.

_____. The General Theory of Employment. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 51, n. 2, p. 209-223, Feb.1937.

KRUGMAN, P. Berating the raters. **New York Times**, 25 Apr. 2010.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986

PRATES, D. **Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa**. 2004. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2004.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

GRIFFITH-JONES, S. **Implications of Basel II for stability and growth in developing countries**: proposals for further research and action. Rio de Janeiro: Ibase, 19-20 Mar. 2007.

GRIFFITH-JONES, S.; PERSAUD, A. **Basileia 2 e mercados emergentes: impactos pró-cíclicos e economia política**. *In*: MENDONÇA, A. R.; ANDRADE, R. (Orgs.). **Regulação bancária e dinâmica financeira**. Campinas: UNICAMP, 2006.

GRIFFITH-JONES, S.; SEGOVIANO, M.; SPRATT, S. **Basileia 2 e países em desenvolvimento: o impacto potencial dos efeitos da diversificação na natureza pró-cíclica e no padrão de empréstimos internacionais**. *In*: MENDONÇA, A. R.; ANDRADE, R. (Orgs.). **Regulação bancária e dinâmica financeira**. Campinas: UNICAMP, 2006.

PERSAUD, A. **Why bank risk models failed**. CEPR Centre for Economic Policy Research, 4 Apr. 2008. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/>>.

SEGOVIANO, M.; LOWE, P. **Internal ratings, the business cycle and capital requirements**: some evidence from an emerging market economy. Basileia: BIS, Mar. 2002. (Working Papers, n. 117).

STIGLITZ, J. Um pouco de prazer com a desgraça alheia. **O Globo**, 8 fev. 2008.

WEDER, B. E.; WEDOW, M. **Will Basel II affect international flows to emerging markets?** Paris: OCDE, Oct. 2002. (Technical Papers, n. 199).

INSTABILIDADE ESTRUTURAL E EVOLUÇÃO DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS PRIVADOS LÍQUIDOS PARA A PERIFERIA (1990-2009)*

Giuliano Contento de Oliveira**

1 INTRODUÇÃO

A instabilidade dos fluxos internacionais de capitais tem sido uma característica marcante da economia mundial a partir dos anos 1980. Os efeitos adversos ocasionados pelos movimentos abruptos e inesperados dos fluxos internacionais de capitais¹ têm concorrido no sentido de tornar as políticas econômicas, notadamente dos países periféricos, prisioneiras dos humores dos mercados financeiros internacionais. Tais políticas passam a ser orientadas, quase exclusivamente, a evitar ataques especulativos contra suas respectivas moedas e/ou ganhar a confiança dos investidores/especuladores internacionais.

Os eventos ocorridos a partir de meados dos anos 1980, incluindo a mais recente crise internacional, revelam que uma inserção internacional soberana, capaz de aumentar o grau de autonomia do Estado na gestão da economia e, por conseguinte, torná-la mais sintonizada com a “macroeconomia do pleno emprego”, requer uma administração cuidadosa da política econômica, orientando-a para reprimir a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais sobre as economias nacionais, ante seus efeitos negativos sobre os preços que servem de âncora para o processo de tomada de decisão dos atores econômicos, tais como câmbio e juros.

O efeito-contágio da crise global recente revelou a irrealidade da tese do descolamento das economias da periferia frente às centrais. Também elucidou os impactos diferenciados provocados pela inversão dos fluxos internacionais de

* Este texto foi produzido no âmbito do projeto Arquitetura Financeira Internacional, durante o ano de 2010, sob coordenação de Luciana Acioly da Silva, então da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea. O autor agradece as críticas e sugestões de Marcos Antonio Macedo Cintra, isentando-o, evidentemente, de eventuais erros e omissões constantes no trabalho. Agradece, ainda, o suporte de Keiti da Rocha Gomes (Dinte/Ipea), bem como a equipe editorial do Ipea.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP), pesquisador do Programa Nacional de Pesquisa em Desenvolvimento (PNPD) no Ipea e pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri) do IE/UNICAMP.

1. Vale salientar que esses movimentos são frequentemente condicionados por profecias autorrealizáveis, capitaneadas pelos agentes especulativos mais arrojados atuantes nesses mercados.

capitais sobre muitas destas economias, indicando a importância da “blindagem externa” para reduzir os impactos adversos oriundos dos ataques especulativos ou do efeito-contágio, bem como para propiciar a realização de políticas econômicas anticíclicas. Por “blindagem externa”, frise-se, entende-se a constituição de um nível elevado de reservas internacionais a partir da obtenção de saldos positivos, continuados e expressivos em transações correntes do balanço de pagamentos, capaz de melhorar os indicadores de endividamento externo das economias e permitir maior raio de manobra da política econômica em contextos marcados por reversão das expectativas.

Destarte, este capítulo tem o propósito de discutir o comportamento dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para as economias da periferia a partir dos anos 1990, momento em que ocorre a retomada desses fluxos para a região. A análise contempla, assim, a crise global recente, bem como seus efeitos sobre essas economias. Ao longo do trabalho, entende-se e sustenta-se que, embora a constituição de blindagem externa não tenha evitado o efeito-contágio entre as economias “emergentes” e “em desenvolvimento” – por não atacar a *causa causans* da instabilidade dos fluxos internacionais de capitais privados, de natureza estrutural –, esta estratégia se revelou muito importante para que boa parte dos Estados nacionais destes países pudesse acomodar ativamente, de forma não subordinada, os impactos adversos causados pela abrupta reversão destes fluxos. Disto decorre, pois, o entendimento de que uma inserção soberana no processo de globalização (produtiva e financeira), considerando o atual arranjo monetário e financeiro internacional, requer a execução de políticas econômicas orientadas para o fortalecimento das contas externas e para a redução da dependência (ou para o controle) dos fluxos internacionais de capitais de risco.

Para desenvolver esse argumento, dividimos este capítulo em duas seções, além desta introdução e da conclusão. Na primeira seção, são discutidos os condicionantes e a instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capitais, pois, segundo a interpretação aqui assumida, uma análise crítica do comportamento e dos determinantes dos fluxos internacionais de capitais para os “países emergentes” a partir da década de 1990 requer uma abordagem histórico-estrutural, conjugada a um referencial teórico que tenha nos conceitos de incerteza, moeda-ativo e preferência pela liquidez, seus principais pilares. Na segunda seção, analisa-se a evolução dos fluxos internacionais de capitais a partir dos anos 1990, incluindo o período recente.

2 CONDICIONANTES E INSTABILIDADE ESTRUTURAL DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS

Na abordagem convencional, os fundamentos internos dos países constituem os fatores determinantes do ingresso dos fluxos internacionais de capitais, das decisões

de portfólio dos “agentes econômicos” – sempre racionais e, por isso, sensíveis ao rendimento esperado do capital.² Tais fundamentos teriam sido, ademais, os principais determinantes da retomada dos fluxos voluntários internacionais de capitais para os “países emergentes e em desenvolvimento” a partir do início dos anos 1990. Este entendimento supõe que as finanças guardam uma relação estreita e regular com a economia produtiva;³ que os mercados financeiros internacionais são plenamente eficientes no que se refere ao processo de alocação de recursos; que as informações relevantes sobre as economias se acham sempre e totalmente disponíveis; e que a abertura financeira constitui fator capaz de ampliar o grau de eficiência do processo de alocação de recursos, permitindo, assim, a absorção de “poupança externa” por parte dos “países emergentes” (PRATES, 1999).

Como, nessa abordagem, os mercados são considerados eficientes, a taxa de câmbio deve flutuar ao sabor das leis de mercado, da oferta e da procura, pois políticas cambiais ativas orientadas para alcançar um nível competitivo de taxa de câmbio, além de implicarem distorções alocativas, mostram-se factíveis apenas em países com níveis elevados de poupança interna, pois as políticas de esterilização monetária induzidas por iniciativas dessa natureza implicam necessariamente efeito deslocamento reduzindo o investimento privado. De acordo com esta abordagem de corte convencional, ademais, a adoção de políticas orientadas para eliminar as barreiras que se colocam ao livre funcionamento dos mercados constitui condição indispensável para que os países designados emergentes e em desenvolvimento consigam tirar proveito do sistema financeiro internacional, no sentido de obter recursos para viabilizar o crescimento econômico a partir de um modelo de desenvolvimento orientado para o mercado.

Não obstante, a experiência internacional a partir dos anos 1980 deixou mais uma vez evidente a insuficiência da abordagem convencional para explicar a dinâmica dos mercados financeiros internacionais, bem como seus efeitos deletérios não apenas nas economias da periferia do sistema, mas também nas economias centrais.

2. Isso, vale ressaltar, mesmo nos chamados modelos de segunda e terceira gerações formulados pelo *mainstream*, que passam a incorporar fatores adicionais, como distorções provocadas pelo governo e falhas de mercado, ao modelo de primeira geração formulado pelo economista Paul Krugman em 1979 – de acordo com o qual os ataques especulativos decorrem da inconsistência de política econômica proveniente da comunhão entre regime de câmbio fixo e política fiscal expansionista financiada por emissão de moeda (Prates, 2005).

3. Isso porque, no âmbito da hipótese dos mercados eficientes, conforme explica Lima (2003, p. 29), “supõe-se que as antecipações dos agentes estão voltadas fundamentalmente para a ‘economia real’”. Trata-se, portanto, de uma abordagem fundamentalista, de corte walrasiano convencional, que não incorpora a possibilidade de *sunspots*, ou seja, de eventos não fundamentais serem capazes de gerar mudanças econômicas (como no regime cambial, na política econômica etc.). Nessa abordagem, sustenta-se que as decisões de portfólio dos agentes econômicos são tomadas a partir da comparação entre os valores fundamentais dos títulos (“preço correto”) e os preços atuais, não sendo influenciadas pelo comportamento dos outros participantes do mercado (Lima, 2003).

Os processos de liberalização e desregulamentação financeira,⁴ sob a égide do padrão dólar-flexível,⁵ produziram um cenário de instabilidade renitente dos fluxos internacionais de capitais, tornando as mais diferentes economias, mesmo aquelas com sólidos fundamentos internos, suscetíveis a movimentos especulativos capazes de instabilizar os preços-chave do sistema e, por conseguinte, afetar negativamente as decisões de gasto dos atores econômicos (BELLUZZO, 2000; COUTINHO e BELLUZZO, 1998; BRAGA, 1998; SERRANO, 2004; METRI, 2004; CANUTO e LAPLANE, 1995; PRATES, 2002).

Manias, pânico e *crashes* tornaram-se, pois, características recorrentes da economia mundial depois da ruptura do sistema de Bretton Woods, quando às convenções otimistas sucederam-se os movimentos de “manada” em direção aos ativos denominados nas moedas fortes, conversíveis, dos países desenvolvidos (KINDLE-BERGER, 2000). Com a supressão do arranjo monetário e financeiro internacional sobre o qual repousaram os anos dourados do capitalismo (1947-1971), ocorreu o desenvolvimento acelerado do processo de globalização financeira.

Por globalização financeira deve-se entender a prevalência e conjugação de desregulamentação e liberalização financeira, finanças diretas (securitização),⁶ institucionalização das poupanças individuais e criação intermitente de inovações financeiras, entre as quais, as diversas gerações de instrumentos derivativos.⁷ Este processo surgiu nos Estados Unidos, sob o acicate da concorrência bancária e do arcabouço jurídico e institucional de seu sistema financeiro, difundindo-se para os demais países e passando a contemplar as economias da periferia a partir do início dos anos 1990 (PRATES, 2002, p. 85).⁸ O ressurgimento e o crescimento sem precedentes das finanças diretas implicaram o desenvolvimento e a consolidação dos mercados de capitais (finanças diretas), raiz do aprofundamento do “espírito

4. Enquanto a desregulamentação financeira diz respeito ao processo de supressão das restrições internas (legais e institucionais) dos sistemas financeiros domésticos, em seus diferentes segmentos, de modo a “padronizar e homogeneizar minimamente as condições de funcionamento dos sistemas financeiros nacionais”, a liberalização financeira se refere à eliminação das restrições colocadas às transações financeiras entre residentes e não residentes, de sorte a permitir maior grau de integração dos mercados financeiros internacionais (Metri, 2004, p. 5).

5. Mais rigorosamente, padrão dólar flexível, fiduciário e financeiro. Flexível em razão de inexistir qualquer restrição externa ao país emissor, bem como de poder flutuar em relação às demais moedas; fiduciário por ter como base de aceitação a confiança; e financeiro pelo fato de o dólar ser uma moeda financeira, constituindo o padrão de referência para os contratos em âmbito internacional (moeda internacional). Com efeito, não se colocam restrições à autonomia da política econômica ao país emissor da moeda de reserva do sistema, aos Estados Unidos. Para uma discussão mais aprofundada, ver Serrano (2004), Metri (2004), Tavares (1997), Tavares e Melin (1997) e Prates (2002, p. 71-83; 2005).

6. Em síntese, pode-se entender como securitização o processo de captação direta de recursos a partir da emissão de títulos negociados nos mercados de capitais. A securitização permitiu, ainda, a transformação de ativos não negociáveis em ativos negociáveis em mercado pelos bancos. Com ela, a gestão da riqueza e do crédito passou a ser realizada crescentemente pelos investidores institucionais, em detrimento das instituições de depósito. Disso decorre, como mostram Braga e Cintra (2004, p. 270), o expressivo crescimento da participação dos investidores institucionais no total de ativos financeiros nos EUA, com a contrapartida do decréscimo das instituições de depósito. Sobre a origem, os determinantes e as consequências da securitização, ver Cintra (1997) e Braga e Cintra (2004).

7. Inovações ensejadas, cumpre salientar, pela maior concorrência entre as instituições financeiras que se seguiu ao processo de “securitização” e ampliação da volatilidade dos preços dos ativos financeiros.

8. Para uma discussão sistematizada sobre o processo de globalização financeira, ver Prates (2002, p. 84-103).

especulativo” e da “lógica de estoques” prevalecentes no âmbito da gestão da riqueza financeirizada no capitalismo contemporâneo.

Com efeito, tem-se que o expressivo crescimento da participação dos ativos financeiros na poupança das famílias e empresas, bem como o processo de institucionalização destas poupanças, a liberalização dos mercados cambiais e a intensa desregulamentação dos fluxos internacionais de capitais, e o impulso à securitização e às inovações financeiras – processos estes mutuamente articulados – potenciaram as possibilidades de surgimento de bolhas especulativas nos mais diferentes mercados, ante a exacerbação das expectativas de ganhos de capital oriundos da oscilação dos preços dos ativos.⁹ Além disso, e não menos importante, tais processos impuseram restrições relevantes à gestão autônoma da política econômica, especialmente nos países de moedas inconvertíveis.¹⁰ Por isso, Tavares e Belluzzo (2004, p. 129) assinalam que:

(...) as economias periféricas, de moeda não conversível, isto é, com demanda nula por parte de agentes de terceiros países – a nova interdependência financeira introduziu constrangimentos importantes: as taxas de juros e de câmbio se tornaram mais sensíveis às bruscas mudanças de expectativas dos possuidores de riqueza. Para estes países, a nova integração financeira tem sido acompanhada de frequentes problemas de liquidez externa, com amplas flutuações dos preços dos ativos e das moedas. Daí decorrem as severas limitações impostas às políticas monetária e fiscal que, sem dúvida, têm sido mais inflexíveis e duradouras no caso dos países que abriram suas contas de capital, surfaram nos ciclos de crédito externo e se tornaram amplamente devedores em moeda estrangeira.

Disso decorre que, em contexto de globalização financeira, os “bons fundamentos macroeconômicos”, especialmente nos países integrantes da periferia do sistema capitalista mundial, são insuficientes para evitar crises provocadas pela instabilidade dos fluxos internacionais de capitais. O maior grau de interdependência e integração dos mercados financeiros globais torna o sistema mais suscetível a “crises de contágio” (BELLUZZO, 2000, p. 114). Por extensão, a política econômica dos países da periferia se acha intermitentemente sujeita à vigilância dos detentores de riqueza, o que tende a restringir seu grau

9. Não por outro motivo, Canuto e Laplane (1995, p. 57) concluem que: “a existência de um mercado financeiro global, com opções de financiamento com prazos, juros e moedas alternativas e que oferece aos credores liquidez e diluição de riscos, potencializa a especulação, uma vez que as fronteiras de acumulação produtiva existentes parecem não ser capazes de imobilizar a massa de riqueza líquida já acumulada”.

10. Países cujas moedas não exercem, em diferentes graus, as funções de meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos e reserva de valor no plano internacional. Somente o dólar exerce essas três funções plenamente em âmbito global. “(...) existem diferentes graus de conversibilidade. (...) O dólar é a moeda utilizada, preponderantemente, nas transações monetárias (...) e financeiras, bem como o ativo mais líquido e seguro, portanto, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e ‘receptáculo’ da incerteza” (Prates e Cintra, 2008, p. 186).

de autonomia¹¹ (CINTRA, 2000; CARVALHO, 2008). Não por outra razão, à luz dos trabalhos de Keynes anteriores à *Teoria Geral*, Kregel (2008, p. 6) sustenta que “as flutuações dos fluxos internacionais de capital determinam as condições domésticas e os fluxos de comércio, e não o contrário”.

Num ambiente marcado pelo conjunto de características indicado, movimentos de queda dos preços dos ativos provocam ajustamentos deflacionários e induzem realocações de portfólio, em âmbito global, capazes de submeter mesmo países com bons fundamentos à tirania dos mercados e às expectativas volúveis. Inovações financeiras sofisticadas, muitas das quais induzidas justamente pelas modulações dos preços-chave do sistema, como as diferentes gerações de derivativos, potenciam posições especulativas a custos relativamente baixos e irradiam a instabilidade, tornando-a sistêmica.¹² Embora capazes de viabilizar a transferência do risco entre os atores individuais, tais instrumentos não o suprimem. A ampliação da capacidade de alavancagem possibilitada por estes instrumentos magnifica os prejuízos e os torna incomensuráveis. A pulverização dos riscos, por sua vez, dificulta o mapeamento preciso de sua distribuição, o que potencia o sentimento de pânico nos mercados, radicalizando a incerteza (FARHI, 1998; 1999; CINTRA, 1997; FARHI e CINTRA, 2009).

Tem-se, portanto, que esses instrumentos concorrem na direção de exacerbar as possibilidades de surgimento de crises autônomas, decorrentes de profecias autorrealizáveis, em dissonância com a hipótese dos mercados eficientes, convertendo o mimetismo em comportamento racional, ante o contexto de incerteza radical (COUTINHO e BELLUZZO, 1998; PRATES, 1999, p. 66). Nas palavras de Farhi (2001, p. 57), ao discorrer sobre o assunto:

embora os derivativos não estivessem na origem do processo de liberalização e desregulamentação financeira, sua existência contribuiu para a intensificação dos fluxos de capitais, ao permitir que os agentes eliminassem riscos cambiais indesejáveis na busca da remuneração mais elevada. (...) A grande expansão dos mercados de derivativos financeiros, e em particular os que têm as taxas de câmbio como subjacentes, permitiu que os agentes passassem a operar a descoberto na divisa sob ataque. Nos mercados de derivativos de câmbio, grande parte dos agentes, independentemente de fatores como acesso a vultosos créditos bancários, podem operar facilmente e beneficiar-se da alavancagem própria desses mercados. (...) Os derivativos, por um lado, permitiram aos agentes coordenarem suas expectativas e conviverem com a acentuada volatilidade das principais variáveis

11. Por isso, na mesma linha de Tavares e Belluzzo (2004, p. 129), Cintra (2000, p. 125) afirma que: “A condução da política econômica torna-se sensivelmente mais constrangida pela forma de atuação desses mercados globalizados. A exacerbação dos comportamentos especulativos e os volumes empregados exercem uma verdadeira tirania sobre as políticas econômicas e constroem as autoridades a não interferir nas suas antecipações”.

12. Os derivativos, assim, “generalizam o ‘espírito especulativo’ dos agentes” (Braga e Cintra, 2004, p. 287). O surgimento dos derivativos de balcão amplificou ainda mais o risco sistêmico, pois a inexistência de cotação oficial e a opacidade desses instrumentos reduziram a capacidade de coordenação de expectativas dos agentes, permitiram a ampliação dos níveis de alavancagem e elevaram o risco de crédito, entre outros efeitos (Farhi, 2001).

financeiras, impedindo que a instabilidade financeira e cambial se transmitisse à economia em geral. Por outro lado, aumentaram eventuais riscos sistêmicos, devido à elevada alavancagem intrínseca a seu funcionamento e ao potencial de exacerbarem a volatilidade dos preços dos ativos.

A derrocada do sistema de Bretton Woods e a subsequente assunção de taxas de câmbio flutuantes, num contexto de crescente liberalização dos fluxos de capitais e desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos, não significou maior liberdade dos bancos centrais, notadamente dos países periféricos, especificamente no manejo da política monetária. Valendo-se do dogma da “trindade impossível”, tornou-se “verdade inquestionável” nos círculos ortodoxos o entendimento de que o abandono das paridades cambiais fixas, ao livrar a política monetária das amarras impostas pela defesa do câmbio, delegaria maior flexibilidade aos bancos centrais. Não obstante, o fim do consenso keynesiano envolveu não apenas uma mudança de regime cambial, mas uma brutal reavaliação do papel da moeda e do Estado nas economias capitalistas. Naquilo que poderia ser chamado de consenso “liberal-ortodoxo”, a neutralidade da moeda impõe a orientação da política monetária exclusivamente para o combate à inflação, ante seus impactos negativos sobre a gestão e a acumulação da riqueza financeira, de natureza patrimonial.¹³

No que concerne particularmente aos países da periferia do sistema, as limitações impostas pela taxa de câmbio ao manejo autônomo da política monetária continuaram prevalecendo, mesmo depois da assunção dos regimes cambiais flexíveis, ante os efeitos provocados pela instabilidade renitente dos fluxos internacionais de capitais. Ficou claro que a mudança de regime cambial, quando desacompanhada de medidas orientadas para a redução da instabilidade dos fluxos internacionais de capitais, não se mostra suficiente para viabilizar uma gestão autônoma da moeda, do crédito e da taxa de juros nessas economias. Em vez disso, muitas delas ampliaram seus graus de abertura e liberalização financeira, aprofundando os desajustes provocados pelas modulações abruptas e inesperadas dos fluxos de capitais estrangeiros.

No entanto, disso não decorre a impossibilidade de realizar políticas econômicas capazes de aumentar o grau de autonomia do Estado nacional frente às restrições colocadas pelas instabilidades potencialmente geradas pelas oscilações intensas e repentinas dos fluxos internacionais de capitais. Países com moedas inconversíveis, endogenamente constrangidos no manejo de seus diferentes instrumentos de política econômica, têm nas restrições de balanço de pagamentos

13. A assunção do regime de câmbio flutuante não implica plena autonomia da política econômica, inclusive, porque sua utilização não significa a supressão da possibilidade de ataques especulativos (Gabriel e Oreiro, 2008; Farhi, 2001). Nos países da periferia adotantes de um formato rígido de metas para a inflação, os constrangimentos que se colocam sobre a autonomia da política econômica tendem a se fazer sentir de forma ainda mais severa, especialmente naqueles em que o canal de câmbio da política monetária cumpre papel decisivo para fazer os preços convergirem para a meta estipulada para a inflação.

o principal vetor determinante do grau de elasticidade/discricionariedade de suas políticas monetária e fiscal. Nesses casos, pois, a geração de divisas a partir da obtenção de saldos positivos, sustentados e continuados em transações correntes do balanço de pagamentos, bem como a subsequente ampliação do nível de reservas internacionais e melhora dos indicadores de endividamento externo, tende a arrefecer os constrangimentos impostos pela inconvertibilidade monetária e pelas potenciais (e efetivas) reversões dos fluxos internacionais de capitais sobre a autonomia da política econômica.¹⁴ Embora não garantida, a assunção dessa estratégia pode ser capaz de acomodar parte dos impactos causados pela reversão do estado geral de expectativas em momentos de instabilidade, evitando o desencadeamento de processos interativos disruptivos capazes de transformar a instabilidade em crise.¹⁵ Ao oferecer maior raio de manobra à política econômica, ademais, este recurso pode permitir a realização de políticas anticíclicas.¹⁶

Contudo, conforme sinalizado, essa estratégia não garante a supressão da possibilidade de “efeito-contágio”, de imunização dessas economias às oscilações de preços fundamentais decorrentes das modulações dos fluxos internacionais de capitais. Isto, porque as experiências recentes revelam que, frequentemente, os determinantes externos dos fluxos de recursos estrangeiros tendem a ser mais relevantes do que os condicionantes internos, relacionados aos fundamentos econômicos domésticos.

Na ânsia de alcançar os objetivos relacionados às suas geralmente alavancadas posições financeiras, os atores que ditam o compasso do processo de globalização financeira e que detêm operações nos mais diversos mercados fazem uso de variados modelos de gerenciamento de risco e de instrumentos orientados para a otimização do *trade-off* risco *versus* retorno das diversas classes de ativos (de diversos mercados) disponíveis.¹⁷ Como a massa de riqueza financeira mobilizada pelos grandes investidores internacionais corresponde a um múltiplo dos mercados de câmbio e de capitais das “economias emergentes e em

14. De acordo com Carneiro (2008, p. 551), um elevado nível de reservas internacionais, constituído a partir de elevados saldos em transações correntes do balanço de pagamentos, produz uma espécie de “convertibilidade virtual” das moedas dos países de moedas inconvertíveis. Não obstante, essa estratégia não redime o “pecado original” dessas economias, relacionado à impossibilidade de captação constante de recursos externos a partir de ativos denominados em suas próprias moedas.

15. Tomou-se aqui emprestado de Fisher (1933) a ideia de a inversão dos fluxos internacionais de capitais poder desencadear processos interativos disruptivos, em que a deflação de preços dos bens e serviços, induzida pela queda dos preços dos ativos financeiros e pelo movimento de liquidação das obrigações, agrava as condições de sobreendividamento e refinanciamento do sistema, podendo suscitar uma crise sistêmica.

16. A inserção diferenciada da Ásia e da América Latina no processo de globalização, conforme mostra Medeiros (1997), elucida esse ponto. Ver, ainda, Belluzzo e Carneiro (2003), Carneiro (1999) e Cunha (2006).

17. Vale mencionar, ainda, que, a despeito de se mostrarem úteis em momentos de normalidade, esses modelos se mostram suscetíveis a falhas, especialmente nos momentos de nervosismo dos mercados, quando todos os agentes tendem a correr para uma só direção (Greenspan, 2008; Guttman, 2006; Cintra e Cagnin, 2007).

desenvolvimento”, realocações marginais de portfólio¹⁸ realizadas por estes atores são capazes de gerar movimentos exacerbados dos preços dos ativos destas economias.¹⁹ Para compensar as perdas em determinados mercados e viabilizar o alcance da *performance* desejada, os investidores institucionais tendem a realizar os ganhos em outras praças, mesmo de bons fundamentos internos, podendo ensejar reversões abruptas do estado geral de expectativas e, por conseguinte, da desvalorização da riqueza financeira. A utilização de instrumentos financeiros propagadores do risco potencializa o “efeito-contágio”. Farhi (2001, p. 58) exemplifica esse fenômeno da seguinte maneira:

Os derivativos, os novos instrumentos de crédito e as carteiras alavancadas constituíram poderosos canais de transmissão e de contágio, em escala internacional, das instabilidades financeiras e cambiais inicialmente localizadas. Em períodos de forte instabilidade, os ajustes diários e os aumentos das garantias, exigidos pelas câmaras de compensação ou pelas contrapartes nos mercados de balcão, elevam-se bruscamente. Eles podem levar diversos agentes a procurarem reduzir o nível de alavancagem com que atuam e a liquidarem posições tanto nos mercados de derivativos e de seus ativos subjacentes quanto em outros mercados não diretamente relacionados. A necessidade de obter recursos monetários, decorrente de prejuízos inesperados, é um dos mecanismos apontados para a transmissão de uma crise originalmente localizada para o conjunto dos mercados de ativos financeiros, em escala internacional. Essa necessidade pode tornar-se muito aguda nos mercados de derivativos, em particular, nos negociados no balcão em que as garantias exigidas variam de caso a caso e nos quais não existe câmara de compensação que permita diluir os riscos.

Os processos de liberalização e desregulação dos fluxos internacionais de capitais realizados sob comando norte-americano, assim como a conseqüente ordem financeira mundial estruturada à sua feição, mostraram-se insuficientes para assegurar às economias da periferia, sobretudo as de maior risco, um fluxo regular suficiente de recursos externos (BRAGA e CINTRA, 2004, p. 283; PRATES e CINTRA, 2008, p. 185). Sujeitas às mencionadas realocações de portfólio dos investidores institucionais e com suas políticas econômicas supervisionadas, para não dizer restringidas, pelas agências de classificação de risco,²⁰

18. Em razão de parcela preponderante dessa massa de riqueza ser aplicada no respectivo mercado do país de origem, com parcela apenas residual sendo alocada no estrangeiro, alguns autores, como Batista Junior (1998), questionam a pertinência do termo “globalização financeira”.

19. Segundo Cintra e Prates (2006, p. 129), “(...) a despeito da natureza residual dos fluxos de capitais direcionados para os países ‘emergentes’, os efeitos potencialmente instabilizadores desses fluxos sobre os mercados de câmbio e de captais domésticos são significativos, uma vez que, em relação ao tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal. Além dos efeitos instabilizadores sobre os mercados de câmbio, as entradas e saídas desses fluxos de recursos acentuam a volatilidade estrutural dos mercados de capitais ‘emergentes’, associada à sua pequena dimensão, forte concentração e escassez de papéis de boa qualidade e líquidos”.

20. Instigadoras de profecias autorrealizáveis, considerando sua credibilidade junto ao mercado e a importância de suas notas na precificação dos ativos financeiros. A eclosão da crise asiática colocou em dúvida essa credibilidade ante os equívocos grosseiros cometidos por essas agências (Farhi, 2001, p. 60).

em muitas ocasiões, estas economias, ainda que em diferentes intensidades, tiveram de arcar com os fardos decorrentes das abruptas reversões dos fluxos internacionais de capitais privados desencadeadas por ataques especulativos contra suas moedas e/ou por mudanças da taxa de juros realizadas pelo banco central do sistema financeiro global, a saber, o Federal Reserve System (Fed).

Portanto, os processos de desregulamentação e liberalização financeira e o subsequente aumento da mobilidade internacional de capitais ensejaram a prevalência de um padrão sistêmico e financeirizado de acumulação e gestão de riqueza (BRAGA, 1998; 2000). Uma das principais características do capitalismo financeirizado é a especulação intermitente, condição que potencializa o surgimento de processos de “exuberância irracional”, de natureza autorreferencial. Neste padrão de acumulação e gestão de riqueza, a dinâmica das economias capitalistas assume novos contornos, sendo condicionada pelas decisões de alocação de riqueza dos investidores institucionais, dos grandes bancos e das tesourarias das grandes corporações,²¹ atores que passam a ditar o ritmo e as flutuações dos negócios.²² De acordo com Braga (2000, p. 283):

Nunca foi tão grande a mobilidade entre as diversas formas de cristalização da riqueza, na busca de maior e mais rápida rentabilidade, dada pela possibilidade de conversão das diversas temporalidades dos ativos em uma “outra” estrutura temporal de valorização, sempre atualizada, com os sucessivos impulsos de revisões das decisões passadas. O máximo aproveitamento do tempo capitalista de valorização é possibilitado pela capacidade de rever a estrutura temporal, de valorização dos ativos e de ônus dos passivos, a um “custo de transação” cadente, no mercado financeiro global.

O desenvolvimento do processo de securitização e o crescimento da importância dos investidores institucionais, num contexto de crescente mobilidade internacional de dinheiro, implicaram uma expansão sem precedentes dos mercados de capitais dos países desenvolvidos, notadamente nos Estados Unidos, nos quais os ajustes corretivos se processam mediante desvalorizações dos estoques decorrentes de variações dos preços dos ativos. Isto torna o sistema ainda mais instável e,

21. Com as empresas submetidas ao sistema de governança corporativa, os investidores institucionais passam a influenciar significativamente as decisões das corporações, a partir da constituição de um amplo e intermitente sistema de avaliação, conduzindo-as à busca desesperada pela geração de resultados imediatos (criação de valor acionário), inclusive mediante operações no âmbito da órbita financeira-especulativa (lucros não operacionais). Por isso, Braga e Cintra (2004, p. 275) sustentam que: “a empresa passou a ser gerenciada segundo critérios predominantemente financeiros para alcançar os objetivos de rentabilidade financeira de curto prazo dos organismos de gestão coletiva de poupança, como também para operacionalizar estratégias de gestão da riqueza líquida concebidas por seu corpo diretivo. Dentro desse sistema, que se desenvolveu a partir dos EUA, mas que se expandiu globalmente, consolidou-se o poder dos administradores dos diversos fundos de investimento, considerados os representantes dos acionistas (famílias, corporações, governos etc.).”

22. Sobre esse assunto, ver ainda Coutinho e Belluzzo (1998), Aglietta (2004) e Miranda (1997). Para um resumo, ver Oliveira (2009).

ao individualizar as perdas, considerando que os riscos envolvidos nas operações se acham pulverizados na malha de cotistas, enseja ajustamentos intrinsecamente deflacionários – diferentemente do padrão de acumulação anterior, que, por ser baseado no sistema de crédito, induzia intervenções mais frequentes e imediatas do Banco Central como “emprestador de última instância” (BRAGA e CINTRA, 2004; BELLUZZO, 1995; CINTRA, 2000).²³

Vale mencionar, ademais, que, sob a predominância de finanças dolarizadas e capitalismo financeirizado, conforme advertem Braga e Cintra (2004, p. 254), mudanças na taxa básica de juros do Banco Central americano (Federal Reserve – Fed) – referência para as transações financeiras no mundo – desencadeiam “(...) movimentos de capitais globais, dada a segurança, liquidez e profundidade do sistema americano”. Como a maior parte dos ativos é denominada em dólar, alterações na taxa de juros realizadas pelo Fed afetam diretamente seus preços e, assim, a gestão do estoque de riqueza. Submetidos a esse padrão instável de gestão da riqueza, os países periféricos, de moedas inconversíveis, ficam ainda mais sujeitos aos processos de inflação e deflação de ativos e, por extensão, a oscilações da demanda efetiva. A taxa de juros estabelecida pelo Fed determina, em última instância, a direção dos fluxos internacionais de capitais – isto, pois, num contexto de crescente “endogeneização dos movimentos da taxa de juros longa e (...) subordinação do manejo das taxas curtas às expectativas que comandam as alterações das primeiras” (BELLUZZO, 1997, p. 180). Ou seja, num contexto em que os bancos centrais sancionam as expectativas do mercado, frequentemente comandadas pelos grandes especuladores.

Isso significa que fatores exógenos aos países da periferia, relacionados às características prevalentes no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, acabam cumprindo papel preponderante na determinação da direção dos fluxos internacionais de capitais. Ou seja, os fatores internos são importantes, mas subordinados a fatores externos a estas economias (BIANCARELLI, 2007, p. 153). Indispondo de “poder financeiro”, como diria Keynes – vale dizer, de moedas capazes de exercer as três funções básicas no plano internacional –, mudanças na taxa básica de juros nos Estados Unidos, bem como no grau de preferência pela liquidez dos atores relevantes

23. Como explica Prates (2002, p. 100-101), também à luz de Belluzzo (1995), enquanto no sistema de crédito predominante até a década de 1970, “o relevante era a manutenção dos fluxos financeiros pelos bancos comerciais e pelo Banco Central, nos mercados de capitais, o fundamental é a avaliação permanente dos estoques pelos agentes. Sendo assim, as tensões de iliquidez do sistema e inadimplência dos devedores implica queda dos preços dos ativos, o que torna as novas formas de manutenção da riqueza intrinsecamente deflacionárias, ao contrário das tendências inflacionárias do sistema de crédito”.

deste sistema, induzem modulações na política de investimentos e/ou apostas especulativas capazes de instabilizar radicalmente os fluxos de capitais para as economias da periferia.²⁴ Prates e Cintra (2008, p. 188) exemplificam esse processo da seguinte maneira:

A volatilidade inerente aos fluxos (...) de capitais afeta, sobretudo, os países emergentes, pois esses fluxos são determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena a esses países, especificamente, o ciclo econômico e a política monetária do país emissor da moeda-chave (e, em menor medida, dos demais países centrais). Nos momentos de reversão do ciclo, associados às mudanças na política monetária nos Estados Unidos ou ao aumento da preferência pela liquidez, as moedas e os ativos financeiros “emergentes”, por não serem detidos como reserva de valor em âmbito internacional, são os primeiros a serem vendidos pelos investidores globais nos movimentos recorrentes de fuga para a qualidade (ou seja, para o dólar e/ou os títulos da dívida pública americana).

Os atores relevantes da globalização financeira são capazes, em função dos vultosos recursos mobilizados, de formar convenções, instigando movimentos de manada, bolhas especulativas e inversões abruptas de expectativas e dos preços dos ativos, num contexto em que a especulação passa a cumprir um papel altamente instabilizador e, muitas vezes, disruptivo, ao invés de estabilizador. As perdas de capital que podem decorrer da redução da exposição e/ou de apostas desses atores em determinados mercados desencadeiam realocações de portfólio dos demais agentes na mesma direção, ante a conformação de um novo “estado de convenção”, ensejando comportamentos de manada. Afinal de contas, conforme já advertia Keynes (1936): “a sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele”.

Portanto, em determinados contextos, os grandes especuladores podem assumir posições fortemente alavancadas nos mercados derivativos e suscitar um comportamento em massa dos demais agentes de modo a obterem lucros. Podem contribuir, assim, para a agudização da instabilidade sistêmica, ante a utilização de instrumentos que permitem maior alavancagem e irradiam o risco pelos mercados (FARHI, 2001, p. 59). Ou seja, não apenas as mudanças de estratégias dos principais atores deste processo e as realocações de portfólio que delas decorrem são capazes de produzir instabilidades. Frequentemente, estes grandes especuladores induzem comportamentos de manada para obter ganhos

24. Por ser a taxa de referência no sistema financeiro internacional, mudanças na taxa de juros americana estão associadas a alterações das condições de rentabilidade dos ativos denominados em outras moedas, incluindo as conversíveis. Embora em grau menor, mudanças nas taxas de juros nos demais países de moedas conversíveis também alteram as condições de liquidez internacional. Nesta linha, Biancarelli (2007, p. 164) indica que as variáveis centrais e relacionadas que determinam os fluxos internacionais de capitais para os “países emergentes” são: *i*) condições de rentabilidade nos países emissores de moedas conversíveis; e *ii*) grau de aversão ao risco dos aplicadores globais. Por isso, o que Biancarelli (2007, p. 165-166) chama de ciclos de “cheia” e de “seca” da liquidez internacional decorrem notadamente dos movimentos das taxas de juros e da volatilidade do mercado de ações (*proxy* da percepção de risco) nos países desenvolvidos, destacadamente nos Estados Unidos.

extraordinários, ainda que em detrimento das economias nacionais. Belluzzo (1997, p. 176-77), ao se referir ao mercado de ativos, afirma:

É ingenuidade supor que este mercado atenda aos requisitos de eficiência, no sentido de que não podem existir estratégias “ganhadoras” acima da média, derivadas de assimetria de informação e de poder. Os protagonistas relevantes nestes mercados são, na verdade, os grandes bancos, os fundos mútuos e a tesouraria de empresas que decidiram ampliar a participação da riqueza financeira em seu portfólio. Em condições de incerteza radical, estes agentes são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação “convencionada” sobre o comportamento dos preços. *Dotados de grande poder financeiro e de influência sobre a “opinião dos mercados”, eles são na verdade formadores de convenções, no sentido de que podem manter, exacerbar ou inverter tendências. Suas estratégias são mimetizadas pelos investidores com menor poder e informação, ensejando a formação de bolhas altistas e de colapso de preços.*

(...) O problema é que nestes mercados dominados pela “lógica dos estoques” a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto *a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informações) e mimetismo frequentemente dá origem a processos autorreferenciais, instáveis e desgarrados dos “fundamentos”* (grifos do autor).

Nesse contexto, tais movimentos assumem uma dimensão global, tendendo a acometer mais adversamente as economias situadas na base da hierarquia do sistema monetário (e financeiro) internacional. Isto, porque as economias de moedas inconversíveis ficam sujeitas a um sistema assimétrico de ajustamento externo frente aos credores, ante a menor capacidade de atração de capitais internacionais, considerando o menor poder de atração dos ativos denominados nestas moedas e os maiores riscos subjacentes.²⁵ Nos países de moedas inconversíveis, as taxas de juros e de câmbio tendem a se mostrar mais vulneráveis às modulações das expectativas dos possuidores de riqueza.

Sob a égide da valorização patrimonial do capital, as economias de moedas exclusivamente nacionais ou inconversíveis – incapazes de acumular reservas internacionais a partir da obtenção de superávits expressivos e continuados em transações correntes do balanço de pagamentos e/ou de impor restrições ao capital especulativo – ficam altamente expostas às vicissitudes das apostas e/ou realocações de portfólios realizadas pelos atores mencionados. As economias capitalistas contemporâneas ficam, pois, subjugadas a um padrão altamente instável de gestão da riqueza, tornando sua dinâmica

25. Para um aprofundamento da discussão sobre hierarquia de moedas, ver Prates e Cintra (2008), Belluzzo e Almeida (2002, p. 56-62) e Prates (2005), além de Keynes (1930, cap. 36).

sistêmica cada vez mais determinada pelas finanças – considerando a crescente importância das mudanças dos preços dos ativos e do subsequente efeito-riqueza nas decisões de dispêndio dos agentes.²⁶

A exacerbação da especulação que decorre, pois, desse padrão financeirizado de gestão da riqueza no capitalismo contemporâneo, “(...) imprime um perfil volátil e curto prazista aos fluxos de capitais de forma geral, o que não implica inexistência de uma hierarquia em termos de volatilidade entre as diferentes modalidades de fluxos” (PRATES, 2002, p. 95). Mesmo os investimentos diretos estrangeiros (IDE), embora menos voláteis que os investimentos de portfólio: *i)* têm apresentado aumento do grau de volatilidade ao longo do tempo; *ii)* tendem a se concentrar nas operações de fusões e aquisições (F&A), mais uma vez revelando a prevalência da lógica de valorização patrimonial da riqueza, em vez dos investimentos em novas plantas (*greenfield investment*); e *iii)* assumem também uma natureza pró-cíclica, tal como os investimentos de portfólio – ainda que em menor grau (BELLUZZO, 1997; PRATES, 2002, p. 96; ACIOLY, 2006; CARNEIRO, 1999).

Na prevalência de uma inserção passiva das economias no processo de globalização, a livre mobilidade de capitais, num contexto de finanças diretas e câmbio flexível, encapsula a política econômica, no sentido de torná-la subjugada à lógica dos estoques e circunscrevê-la progressivamente à órbita financeira em detrimento da produtiva. Uma inserção soberana na globalização, assim, exige o reconhecimento do caráter hierarquizado e assimétrico deste processo, o que remete à necessidade de iniciativas capazes de lidar com as idiosincrasias daqueles atores que movem o capital fluante global.

A difusão do regime de câmbio flutuante pelo mundo contribuiu incentivo adicional para exacerbar movimentos especulativos e, conseqüentemente, para a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais. A maior suscetibilidade dos países da periferia às mudanças de expectativas os torna, recorrentemente, alvos das apostas dos especuladores. As possibilidades de ganhos e perdas provenientes das mudanças dos preços dos ativos, bem como das oscilações das próprias taxas de câmbio, tendem a radicalizar a instabilidade dos fluxos de capitais estrangeiros. Deve-se salientar, contudo, que a adoção difundida deste regime pelos países decorreu das dificuldades encontradas para sustentar

26. Efeito-riqueza que, cumpre salientar, intensifica as trajetórias ascendentes e descendentes dos negócios. No primeiro caso, em razão de propiciar uma ampliação do grau de endividamento dos agentes, ante os efeitos patrimoniais expansivos desejados pela alta dos preços dos ativos. No segundo, pelo fato de a redução dos preços dos ativos induzir uma redução do consumo das famílias e dos gastos empresariais, ante a tentativa de preservação da razão riqueza/poupança e patrimônio/endividamento, respectivamente. Tais processos desencadeiam, evidentemente, efeitos sobre a estratégia de balanço dos bancos, cujo grau de preferência pela liquidez tende a seguir o estado de convenção prevalecente e, assim, aprofundar os movimentos de ascensão e depressão (Aglietta, 2004; Carneiro, 1999; Coutinho e Belluzzo, 1998; Prates, 2002; Oliveira, 2009).

sistemas cambiais rígidos em contexto de expressivo crescimento dos fluxos internacionais de capitais, conforme explica Eichengreen (1996).²⁷

Com efeito, ao mesmo tempo em que, nos momentos de expectativas otimistas, os altos rendimentos esperados dos ativos são somados à revalorização cambial induzida pelos próprios influxos de capitais externos, nos momentos de reversão de expectativas, tendem a se instituir processos interativos adversos. Isso porque a saída de capitais ensejada pelas realocações de portfólio, ao provocar a desvalorização cambial e, por extensão, a redução ainda maior do valor dos ativos em moeda estrangeira, pode potencializar a fuga de capitais, a “corrida para a qualidade”. Em prevalecendo a incapacidade de contenção do movimento especulativo pelos bancos centrais, tendem a ocorrer desvalorizações pronunciadas da taxa de câmbio, geralmente conjugadas a políticas monetárias restritivas²⁸ e que tendem a produzir desajustes patrimoniais de difícil e demorada superação, com efeitos deletérios sobre a produção e o emprego.²⁹

Não raramente, as crises cambiais decorrentes de reduções abruptas dos fluxos internacionais de capitais desencadeiam crises bancárias severas, originando as chamadas “crises gêmeas”. Na fase de prosperidade, o ingresso de capital estrangeiro nas “economias emergentes” propicia a geração de ciclos de crédito e bolhas de consumo,³⁰ movimentos que tendem a fragilizar as contas externas (ante o aumento das importações e a redução das exportações) e os sistemas financeiros domésticos, tornando os países receptores destes fluxos mais vulneráveis aos humores dos credores. Quando da reversão dos fluxos de capitais,

27. A China, evidentemente, constitui uma exceção nesse sentido. A expressiva capacidade de geração de divisas a partir de superávits expressivos em transações correntes do balanço de pagamentos, de um lado, e as restrições impostas à livre movimentação de capitais, de outro, foram cruciais para que a China conseguisse manter um regime cambial rígido em contexto de finanças mundializadas.

28. Conforme assinala Belluzzo (1997, p. 183): “quando especuladores de grande porte atacam uma moeda, torna-se difícil para os bancos centrais defendê-la simplesmente através do aumento das taxas de juros. Esta providência pode até mesmo agravar o problema quando as posições cambiais estão protegidas por derivativos cujo preço se move na mesma direção das taxas de juros, conforme assinalou Kregel no seu artigo sobre a especulação contra a lira em 1992”. Seja como for, fato é que o aumento das taxas de juros, ao reduzir ainda mais os preços dos títulos, aprofundar a recessão ou a desaceleração da atividade econômica e restringir as condições de refinanciamento do sistema, tende a potencializar os impactos patrimoniais adversos provocados pela desvalorização da taxa de câmbio – especialmente no caso dos atores endividados em moeda estrangeira. Na prevalência dos derivativos referenciados, o problema tende a se tornar ainda mais agudo, evidentemente.

29. Não por outra razão, conforme nos lembra Carvalho (2008), a maneira encontrada por Keynes para conjugar estabilidade cambial (a partir de um regime administrado e com certa flexibilidade, evidentemente) e autonomia da política monetária consistia, sobretudo, na imposição de controles sobre os fluxos internacionais de capitais (especulativos), bem como nas intervenções do Banco Central nos mercado de divisas (a termo). Isso porque se, por um lado, o câmbio fixo, tal como vigente sob o padrão ouro, restringe a política monetária para o alcance dos objetivos internos, por outro o regime de câmbio flutuante, tal como o que se seguiu ao período imediatamente posterior à Primeira Guerra Mundial, torna a taxa de câmbio suscetível a modulações provocadas por causas momentâneas, sujeitando-a a instabilidades renitentes e abruptas – o que limita a autonomia das políticas nacionais.

30. A entrada de capitais forâneos tende a aumentar a captação de recursos externos pelos bancos, potenciando a capacidade de realizar empréstimos, respeitando os limites impostos pela regulamentação prudencial. Na ausência de políticas de esterilização monetária ou na ocorrência de esterilização apenas parcial, o aumento da base monetária tende a reforçar a expansão do crédito e do consumo.

ensejada ou não pelo maior grau de vulnerabilidade destas economias, são gerados efeitos adversos sobre o câmbio e o sistema financeiro doméstico (PRATES, 2002). Para Hermann (2004), por isso, as crises gêmeas decorrem do modo de inserção internacional das economias da periferia no sistema financeiro internacional.

Considerando-se a prevalência de câmbio administrado e um contexto de ingresso de capitais estrangeiros, caso o banco central realize uma política de esterilização monetária, emitindo títulos públicos de maneira a enxugar a liquidez do mercado para evitar a valorização cambial e a expansão acelerada do crédito e do consumo, o déficit quasi-fiscal aumenta³¹ e a conta de serviços do balanço de pagamentos reage negativamente. A depender do diferencial de taxa de juros interna e externa, este processo pode resultar na constituição de um círculo vicioso, com impactos fiscais deletérios. Coloca-se, assim, um dilema para as “economias emergentes”, no que compete ao processo de intervenção cambial: tendo em vista um contexto de ingresso de recursos externos, a opção por uma intervenção esterilizadora pode implicar deterioração fiscal, de acordo com a capacidade de geração de superávit fiscal primário e do patamar de taxa de juros; mas a escolha de uma intervenção não esterilizadora, por seu turno, pode implicar a geração de ciclos de crédito e de consumo, deteriorando as contas externas. Adicionalmente, a opção por um regime de câmbio flutuante (limpo) tende a fragilizar as contas externas nos contextos de expressivo ingresso de capital estrangeiro³² (PRATES, 2002).

Nos momentos de acentuada aversão ao risco e fuga de capital, os fluxos de capitais para os países da periferia deixam de responder ao diferencial de taxa de juros interna e externa, mesmo quando da disponibilidade de ativos depreciados. A desvalorização cambial pode intensificar o refluxo de recursos externos, ante a redução da taxa de juros do ativo financeiro em moeda estrangeira. Lança-se, pois, a possibilidade de interações disruptivas entre fluxos de capitais, taxa de câmbio e sistemas financeiros domésticos. O aumento da taxa de juros destinada a conter a fuga de capital e evitar uma desvalorização pronunciada da taxa de câmbio pode, inclusive, gerar o efeito inverso, pois a elevação da dívida pública e a intensificação das dificuldades de refinanciamento do sistema tendem a ampliar o risco de *default* dos setores público e privado. Ademais, a expectativa de aperto da política monetária leva os agentes a recusar a realização de empréstimos a taxas prefixadas.³³ Como já dizia Keynes em seu *Treatise on Money*, uma taxa de juros compatível com o pleno emprego apenas de forma rara e coincidente pode ser

31. Déficit público gerado pelo diferencial entre a taxa de juro interna, que remunera os títulos públicos, e a taxa de juros externa, que remunera as reservas internacionais.

32. No caso de câmbio administrado e valorizado, com intervenção esterilizadora, tem-se uma piora das contas externas e fiscais, *ceteris paribus*.

33. Quando da existência de títulos indexados à taxa de juros de curto prazo, como no Brasil, o aumento da taxa de juros implica uma elevação substancial do déficit público, deteriorando as contas do governo. Esta institucionalidade concorre, ainda, no sentido de deturpar o canal de ativos da política monetária.

viabilizada com uma postura passiva da autoridade monetária frente aos fluxos internacionais de capitais.

Portanto, conforme devidamente sustenta Prates (2002, p. 168), a maior suscetibilidade dos “países emergentes” às crises provocadas pela instabilidade dos fluxos internacionais de capitais advém da posição subordinada por eles ocupada no sistema monetário e financeiro internacional, “(...) sendo inerente à dinâmica deste sistema”. Visto que é a inconversibilidade das suas respectivas moedas a principal razão desta maior vulnerabilidade, o acúmulo de reservas internacionais a partir da geração de saldos positivos em transações correntes do balanço de pagamentos, embora não constitua a “tábua de salvação” destas economias, pode reduzir os efeitos adversos resultantes dessa suscetibilidade intrínseca à lógica de um sistema monetário e financeiro internacional hierarquizado e gerador de assimetrias substantivas nos processos de ajuste das contas externas entre os países devedores e credores – em desfavor dos primeiros, evidentemente. Isto, vale ressaltar, seja por permitir alguma acomodação desses movimentos, podendo evitar oscilações abruptas das variáveis-chave da economia, seja por propiciar a realização de políticas anticíclicas pelos Estados Nacionais.

A questão fiscal desses países, assim como o patamar de taxa de juros e de câmbio, também se mostra relevante, na medida em que se faz necessário acomodar as intervenções esterilizadoras realizadas pelo banco central – o que supõe um regime de câmbio flutuante administrado – e/ou contrapesar os efeitos expansionistas decorrentes da entrada de recursos externos sobre a atividade econômica doméstica. Na prevalência de um regime de câmbio de flutuação limpa, que supõe a inexistência de intervenção no mercado cambial, assim como a política de esterilização monetária, a entrada excessiva de recursos externos tende a provocar movimentos de valorização pronunciada da taxa de câmbio, podendo inviabilizar a constituição da blindagem externa.

Um elevado nível de reservas internacionais, viabilizado a partir de superávits em conta-corrente do balanço de pagamentos, ressalta-se, não suprime a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais, tampouco elimina a possibilidade de ataques especulativos contra as moedas nacionais. A alta variabilidade dos fluxos de recursos externos, notadamente dos investimentos em portfólio, constitui característica intrínseca a um sistema monetário internacional hierarquizado, assimétrico e desregulado. As oscilações de câmbio e juros incentivam a assunção de posturas especulativas e realocações intermitentes das carteiras por parte dos atores principais da globalização financeira, de modo a angariar ganhos de arbitragem e/ou decorrentes de oscilações de preços dos ativos. A existência de diversos mecanismos de alavancagem, que permitem multiplicar o patrimônio dos especuladores, por seu turno, concorre para potenciar os ataques contra as

moedas nacionais. Logo, sustenta-se apenas que um nível elevado de reservas internacionais (nos termos indicados) pode permitir alguma acomodação dos efeitos adversos das crises e dos ataques especulativos, bem como a possibilidade de realização de políticas anticíclicas. Mesmo o maior poder de reação dos bancos centrais aos ataques especulativos, contudo, mostra-se passível de relativização, ante os mecanismos de alavancagem disponíveis.

Deve-se ponderar, desde logo, de que se trata de uma medida paliativa, já destacada por Keynes (1930/1971), considerando que a atual capacidade de alavancagem dos agentes torna difícil o estabelecimento de um critério objetivo capaz de assegurar precisamente o que vem a ser “um nível elevado de reservas internacionais”. No mais, trata-se de uma orientação que tende a perpetuar os desajustes globais, considerando que aos superávits de uns correspondem os déficits de outros. Não obstante, nos marcos da arquitetura monetária e financeira internacional contemporânea, cuja instabilidade se mostra endógena em razão dos motivos indicados, e na ausência de um sistema coordenado de controles sobre os fluxos internacionais de capitais de curto prazo, a política de acumulação de reservas por parte dos países da periferia constitui uma alternativa para a viabilização de uma inserção soberana ou menos subordinada no processo de globalização financeira.³⁴ As lições das experiências asiática e latino-americana apreendidas ao longo dos anos 1990 e 2000 permitem ratificar este entendimento.³⁵

Idealmente, nos marcos analíticos da macroeconomia da renda e do emprego, a maneira mais indicada para reduzir as assimetrias monetárias e financeiras entre os países integrantes desse sistema envolve a realização de uma reestruturação do sistema monetário e financeiro internacional. De um lado, seria preciso reformar o sistema monetário internacional (SMI), tal como sugerido por Keynes, de modo a romper com a hierarquia entre as moedas, decorrente de um padrão monetário balizado no dólar americano, a partir da criação de uma instituição supranacional

34. Ainda que, evidentemente, essa estratégia implique custos relevantes, como o déficit quasi-fiscal, especialmente nos casos dos países em que prevalecem taxas de juros elevadas e alto endividamento do setor público. Trata-se de uma estratégia, contudo, que parece gerar menos temores à “*haute finance*”, além de revelar a impertinência dos argumentos a favor da integração financeira, uma vez que, segundo Biancarelli (2007, p.170): *i)* os capitais não fluem das economias centrais para as da periferia, já que os países de moedas inconvertíveis acumulam reservas e as aplicam nos países desenvolvidos; e *ii)* não há garantias de que a “poupança externa” contribui para o desenvolvimento – seja em razão da instabilidade dos fluxos internacionais de capitais, como indica o autor, seja em função das evidências que mostram que o aumento da “poupança externa” frequentemente não implica elevação do investimento na mesma magnitude, ante a redução da “poupança interna” (efeito substituição, mesmo que parcial).

Vale salientar, contudo, a dimensão qualitativa da ampliação das reservas internacionais. O aumento das reservas a partir do ingresso de capital de risco, em vez de resultados positivos em transações correntes do balanço de pagamentos, pode resultar em uma “falsa blindagem externa”. Mesmo resultados positivos em conta-corrente podem ocultar fragilidades não triviais: podem decorrer, por exemplo, de elevações expressivas, mas temporárias, dos preços de produtos que detêm participação relevante na pauta de exportações do país.

35. Ver, por exemplo, Medeiros (1997), Belluzzo e Carneiro (2003), Carneiro (1999) e Cunha (2006).

capaz de emitir uma moeda fiduciária internacional,³⁶ impor limites aos fluxos internacionais de capitais especulativos; e estabilizar os fluxos monetários e cambiais.³⁷ De outro, seria fundamental a criação de um sistema integrado de regulação do sistema financeiro internacional³⁸ (incluindo o *shadow banking system*),³⁹ em substituição ao atual sistema de autorregulação, orientado para reprimir, ou até mesmo impedir, a utilização de instrumentos financeiros⁴⁰ e produtos estruturados⁴¹ de alto potencial disruptivo. Ou seja, seriam necessárias mudanças capazes de conformar um sistema monetário e financeiro internacional diferente do atual – baseado no dólar fiduciário, flexível e financeiro; na livre movimentação dos fluxos internacionais de capitais; e na utilização de instrumentos e produtos financeiros capazes de multiplicar exponencialmente o risco sistêmico. Pelas razões óbvias, contudo, trata-se de um conjunto de medidas de difícil implementação.

Como se pode apreender, dessa forma, a redução da instabilidade dos fluxos internacionais de capitais e o subsequente aumento do espaço para a realização de políticas nacionais de desenvolvimento envolvem um debate mais amplo e não apenas técnico, mas também (e essencialmente) político. Na essência deste processo, encontra-se um sistema monetário e financeiro internacional cujas características tornam os fluxos de capitais alta e estruturalmente instáveis, além de restringir demasiadamente o grau de autonomia da política econômica dos países de moedas inconversíveis. A rigor, este sistema permite que apenas o país detentor da moeda-chave possa orientar a política monetária exclusivamente para o pleno emprego.⁴²

36. Como a moeda é um ativo que não rende juros, mas oferece um benefício ao seu detentor, a saber, da liquidez, um sistema monetário internacional baseado em uma moeda nacional faz com que esta possa ser demandada especulativamente pelos atores econômicos. Isso não ocorreria, evidentemente, caso houvesse um sistema monetário internacional pautado em uma moeda fiduciária, tal como sugerida por Keynes no âmbito das discussões realizadas em Bretton Woods.

37. Sobre a reestruturação do sistema monetário e financeiro global, ver Baer *et al.* (1995); Alves Junior, Ferrari Filho e Paula (2004); Davidson (2002); Eichengreen (1999) e Freitas e Prates (2002).

38. Isso porque, "(...) enquanto a regulação é nacional, as finanças são transnacionais" (Farhi *et al.*, 2008, p. 27).

39. Sistema sombra ou paralelo, que inclui os bancos de investimentos independentes, fundos *hedge*, fundos de pensão e seguradoras, contrapartes das operações de alto risco realizadas pelo sistema bancário. Nos Estados Unidos, devem ser incluídos, ainda, os que operam no nicho do crédito hipotecário, bem como as agências que contam com patrocínio do governo. Este conjunto de instituições, portanto, pôde se envolver em empréstimos fortemente alavancados, tal como ocorreu nos Estados Unidos, mas sem dispor de acesso aos seguros de depósitos e às operações de redesconto da autoridade monetária, tampouco estando submetido às regras de Basileia (Cintra e Farhi, 2008).

40. Tais como os derivativos de crédito negociados em mercados de balcão, desprovidos de câmaras de compensação e altamente opacos, que permitem a difusão e a multiplicação dos riscos a partir dos chamados "ativos sintéticos" – aqueles que multiplicam o risco e o retorno dos ativos de referência (Farhi *et al.*, 2008).

41. Tais produtos foram largamente utilizados nos Estados Unidos, constituindo uma das principais inovações que transformaram uma crise de crédito em uma crise global. Em suma, um "produto estruturado" diz respeito à combinação entre um título representativo de crédito (ou de um "pacote de créditos") e derivativos financeiros diversos. No caso da crise global recente, tais ativos eram adquiridos, sobretudo, pelo "sistema bancário sombra", mediante a emissão de dívida de curto prazo no mercado de capitais (*commercial papers*) – comprada notadamente pelos fundos mútuos –, ante a impossibilidade de este sistema captar depósitos bancários.

42. Mesmo os demais países centrais esbarram em certos limites, ainda que expressivamente menores do que os que se interpõem aos considerados "países emergentes". Contudo, a China aparece, mais uma vez, como uma exceção, pois, mesmo indispondo da moeda-chave do sistema, consegue orientar sua política econômica exclusivamente para o pleno emprego: não emite a moeda-chave do sistema, mas a obtém e a possui em abundância.

Considerando o contexto de elevada variabilidade dos fluxos internacionais de capitais, a conformação de bases sólidas para o financiamento do desenvolvimento requer, além da redução da vulnerabilidade externa das economias da periferia – o que sugere a geração de superávits em transações correntes, em vez de déficits –, a constituição de mecanismos internos de financiamento públicos e privados de longo prazo, capazes de reduzir a dependência destes países dos fluxos de capitais externos – inclusive em razão das evidências de inexistência de relação entre aumento da “poupança externa” e do investimento doméstico,⁴³ ao menos na mesma proporção (CINTRA e FARHI, 2003; BRESSER-PEREIRA e GALA, 2007; CINTRA, 1998).

3 EVOLUÇÃO DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS LÍQUIDOS PARA A PERIFERIA (1990-2009)

A análise realizada nesta seção toma como referência os dados disponibilizados pelo FMI, no âmbito do *World Economic Outlook* de abril de 2010, cuja base contempla os “países emergentes” e “em desenvolvimento”, segundo a categorização do Fundo Monetário Internacional. São contemplados 182 países, dos quais 33 relativos a economias avançadas, e o restante, 149, a “economias emergentes” e “em desenvolvimento”, constituindo uma base de dados abrangente. Os dados referentes às “economias emergentes” e “em desenvolvimento”, vale dizer, às economias da periferia, são disponibilizados tanto em subgrupos regionais, como individualmente.⁴⁴ Para o ano de 2010, ademais, os dados foram estimados pelo FMI.⁴⁵

Os dados de fluxos líquidos internacionais de capitais referem-se à diferença entre entradas e saídas brutas de capitais sob a forma de investimento direto estrangeiro (IDE); investimento em carteira ou portfólio, que contempla ações e títulos; e outros investimentos, basicamente empréstimos bancários. São disponibilizados, ainda, os fluxos oficiais.

43. No caso latino-americano, por exemplo, o processo de liberalização e desregulamentação financeira levado a cabo a partir dos anos 1990 implicou um efeito-substituição entre poupança interna e externa, sem impactos significativos em termos de ampliação do investimento agregado, além de pouco contribuir para a ampliação do crédito, notadamente do segmento de longo prazo (Cintra, 1998, p. 62). Ademais, além da questão da substituição da poupança interna pela externa (mesmo que não integral), coloca-se a indagação de como se viabilizar a estruturação de um sistema de financiamento do desenvolvimento a partir dos fluxos internacionais de capitais, cuja instabilidade se apresenta estrutural, considerando um contexto de globalização financeira.

44. Sobre os países contemplados em cada um dos subgrupos regionais organizados pelo FMI, ver IMF (2010, p. 149-52).

45. Além do *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional, outras bases oferecem dados sobre fluxos internacionais de capitais, a saber: o *Global Financial Stability Report* (GFSR), também do FMI, que oferece informações com maior grau de detalhamento e agrupadas de outra maneira (fluxos brutos de entrada e saída, bem como emissões privadas no exterior, brutas e líquidas – divididas em ações, empréstimos e títulos negociáveis); o *Capital Flows to Emerging Markets Economies*, do Institute of International Finance (IIF), que apresenta os dados a partir de outra subdivisão (investimentos em participação, IDE e ações e endividamento com credores privados, bancos e não bancos). Esta última base, contudo, contempla um menor número de economias denominadas de “emergentes”. O Bank for International Settlements (BIS), por sua vez, disponibiliza dados de estoque de empréstimos bancários internacionais e de dívida no mercado internacional, por tipo de emissor, entre outros; assim como a United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) dados mais detalhados sobre IDE.

O comportamento dos fluxos líquidos internacionais de capitais privados para o conjunto de economias da periferia revela claramente a existência de dois grandes movimentos de expansão e retração do ingresso desses recursos ao longo do interregno 1990-2009, a saber: 1990-1996 e 2003-2007; e 1997-2002 e 2008-2009, respectivamente (gráfico 1).

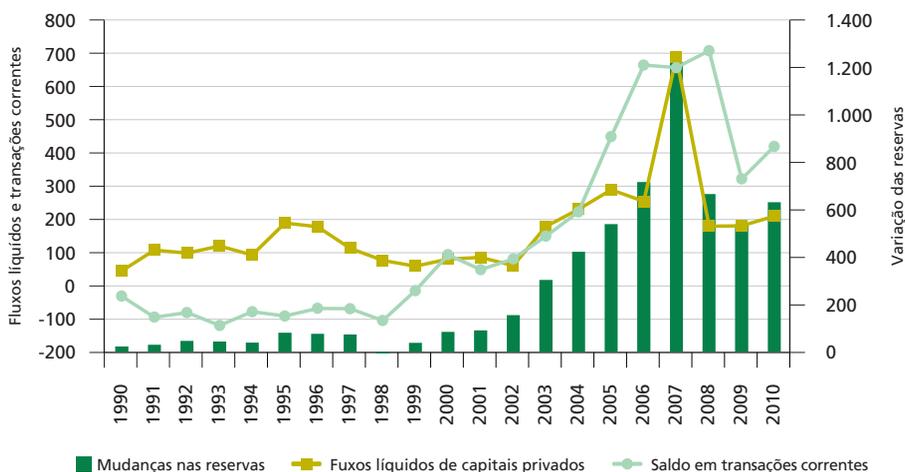
O primeiro movimento de expansão marcou a retomada dos fluxos internacionais de capitais para esse conjunto de economias. O ingresso líquido de capitais anual, que, na década de 1980, atingiu uma média de US\$ 5,4 bilhões, alcançou US\$ 188,6 bilhões em 1995. A crise asiática em 1997 marcou o fim da primeira trajetória de expansão dos fluxos internacionais de capitais para os países da periferia nos anos 1990, inaugurando a fase de retração.

Em relação ao interregno 1990-2002, que contempla as fases de expansão e retração dos fluxos líquidos de capitais para as economias da periferia, a desagregação desses fluxos permite observar, de um lado, a preponderância dos IDEs no total de recursos recebidos por estes países e, de outro, a importância desempenhada pelos investimentos em portfólio (ações e títulos) e por outros investimentos privados (basicamente empréstimos bancários) para a inversão da trajetória de expansão (gráfico 2). Pode-se observar que, entre 1997-2002, enquanto o IDE permaneceu em patamar relativamente constante, o saldo dos demais investimentos privados passou a ficar negativo, o mesmo acontecendo, com exceção de 1998, com o saldo dos investimentos líquidos em carteira (gráfico 2).

GRÁFICO 1

Fluxos líquidos de capitais privados, variação das reservas internacionais e saldo em transações correntes – Economias emergentes e em desenvolvimento (1990-2010)¹

(Em US\$ bilhões)



Fonte: *World Economic Outlook* (IMF, 2010).

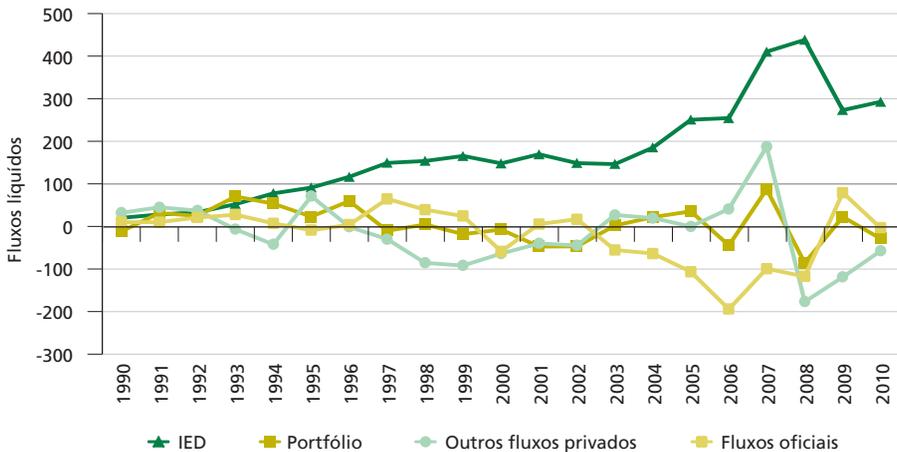
Elaboração do autor.

Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

GRÁFICO 2

Fluxos líquidos de capitais privados e oficiais – Economias emergentes e em desenvolvimento (1990-2010)¹

(Em U\$ bilhões)

Fonte: *World Economic Outlook* (IMF, 2010).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

A preponderância de IDE decorre, em grande medida, da intensificação dos processos de fusões e aquisições (F&A) já a partir de meados dos anos 1980, momento a partir do qual ocorre um crescimento sem precedentes destes investimentos, partindo principalmente da tríade – Estados Unidos, União Europeia (notadamente das economias mais avançadas) e Japão. Enquanto, depois da Segunda Guerra Mundial, prevaleceram os investimentos diretos a partir da instalação de novas plantas, concentradas majoritariamente na indústria manufatureira e mais abrangente no plano geográfico, a partir de meados dos 1980, ocorre a prevalência de IDE mediante, sobretudo, F&A internacionais, com tais investimentos envolvendo de forma crescente e majoritária o setor de serviços ⁴⁶ e se concentrando ainda mais nas economias desenvolvidas, a despeito do crescimento da participação dos países da periferia nesse processo ao longo dos anos 1990-2000 (ACIOLY, 2006).

No âmbito das F&A, prevaleceram as aquisições, constituindo operações que contemplam apenas modestamente, considerando os fluxos de recursos envolvidos, os investimentos em novas capacidades (ACIOLY, 2006). Esta composição

46. Destacam-se os seguintes subsetores: finanças, serviços pessoais, serviços relacionados a negócios, serviços de transportes, armazenagem e comunicações (Acioly, 2006, p. 16).

do IDE, tal como indicado na seção anterior, revela a preponderância da lógica de valorização patrimonialista da riqueza no capitalismo contemporâneo, orientada para ganhos de curto prazo decorrentes de variações de preços dos ativos envolvidos direta e/ou indiretamente nestas operações.

Entre 1996 e 1997, ano em que eclode a crise asiática, o IDE subiu de US\$ 117,4 bilhões para US\$ 150,6 bilhões; os investimentos em carteira recuaram de US\$ 60,7 bilhões para -US\$ 9 bilhões; os demais investimentos, que já haviam caído de US\$ 72,1 bilhões para -US\$ 0,1 bilhão entre 1995 e 1996, atingiram -US\$ 29,3 bilhões em 1997. Estas evidências ilustram a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais relacionados aos investimentos em portfólio e dos demais investimentos privados, bem como o caráter pró-cíclico desses fluxos – ainda que o IDE tenha apresentado um menor grau de oscilação nas fases de retração. Apenas entre um ano e outro, os fluxos de capitais líquidos privados para os países da periferia recuaram US\$ 65,7 bilhões, caindo mais US\$ 36,6 bilhões entre 1997 e 1998 e US\$ 17,2 bilhões entre 1998 e 1999. Ou seja, tais fluxos recuaram nada menos que US\$ 119,4 bilhões nos três anos aludidos.

Outra característica relevante que pode ser apreendida da análise do comportamento desses fluxos no período 1990-2002, particularmente no que se refere ao interregno 1990-1999, diz respeito ao fato de que, tanto na fase de expansão, como de retração dos fluxos de capitais, o conjunto de “economias emergentes” e “em desenvolvimento” apresentou déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, tendo acumulado reservas de forma bastante acanhada e a partir de ingresso de recursos via conta financeira do balanço de pagamentos (gráfico 1). Embora a expressiva retração dos fluxos de capitais para os países da periferia, entre 1996 e 1997, tenha decorrido, preponderantemente, da abrupta inversão registrada nas economias em desenvolvimento da Ásia, como se pode verificar na figura 1,⁴⁷ certamente a característica mencionada contribuiu para potencializar o efeito contágio da crise asiática.

Essa ausência de aumento substantivo das reservas internacionais foi uma característica comum de todas as regiões subdesenvolvidas consideradas, a despeito da existência de algumas experiências nacionais em que se verificou a acumulação de divisas já no início dos anos 1990, como no caso da China. Não obstante, conforme se pode observar na figura 2, com exceção do subgrupo

47. Os dados utilizados para a construção das figuras e dos gráficos estão apresentados no anexo A.

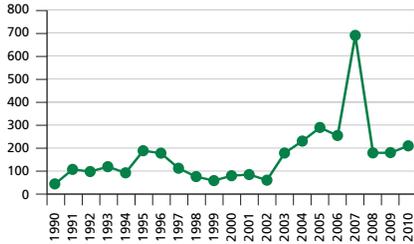
economias em desenvolvimento da Ásia, as mudanças das reservas internacionais nas demais regiões do mundo subdesenvolvido apresentaram uma trajetória oscilante, ora aumentando, ora diminuindo as reservas em moedas fortes, conversíveis.

Senão, vejamos: entre 1990 e 1999, as reservas internacionais aumentaram US\$ 442,8 bilhões no conjunto das “economias emergentes” e “em desenvolvimento”, dos quais 60,5% corresponderam às economias em desenvolvimento da Ásia, notadamente sob o impulso da China. O subgrupo de economias da periferia do Hemisfério Ocidental foi o segundo maior, tendo acumulado US\$ 98,3 bilhões no interregno considerado, equivalente a 22,2% do total. Os demais subgrupos considerados tiveram uma participação marginal. Considerando o conjunto das economias asiáticas em desenvolvimento, o aumento das reservas internacionais passou a decorrer não apenas da entrada de capitais estrangeiros, mas também da geração de superávits em transações correntes do balanço de pagamentos a partir de 1998. No caso dos países latino-americanos (Hemisfério Ocidental), isso passou a acontecer apenas a partir de 2003, já no âmbito da segunda fase de expansão da liquidez para a periferia (2003-2007).

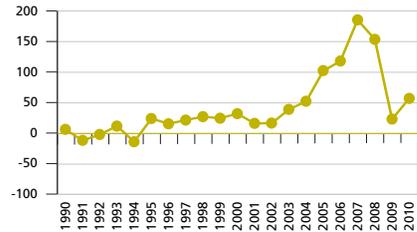
Ainda no que tange ao período 1990-2002, a figura 1, que mostra a desagregação regional dos fluxos líquidos de capitais privados para as “economias emergentes e em desenvolvimento”, permite verificar a expressiva concentração desses recursos nas economias em desenvolvimento da Ásia e do Hemisfério Ocidental (América). Ou seja, adicionalmente ao fato de apenas uma parcela marginal dos fluxos internacionais de capitais ter sido dirigida aos países da periferia, tais recursos se mostraram altamente concentrados em algumas regiões, ainda que esta concentração tenha sido reduzida no interregno subsequente (2003-2009). Considerando a primeira fase de expansão (1990-96) e de retração (1997-2002) dos fluxos de capitais destinados a essas economias, os países da Europa Central e do Leste, bem como os da Comunidade de Estados Independentes e, notadamente, do Oriente Médio, da África do Norte e da África Subsaariana absorveram parcela residual destes recursos, ainda que em diferentes intensidades – isso, vale salientar, quando não houve saída líquida de capitais em alguns anos, em determinadas regiões (figura 1).

FIGURA 1
Fluxos Líquidos de capitais privados para as economias emergentes e em desenvolvimento, subgrupos regionais¹ (1990-2010)
 (Em U\$ bilhões)

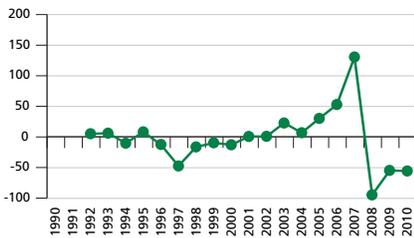
I. Total das economias emergentes e em desenvolvimento



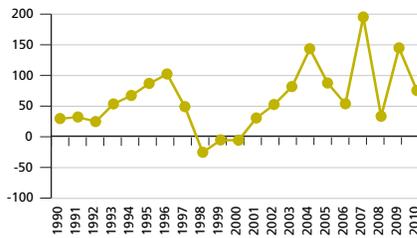
II. Europa central e do leste



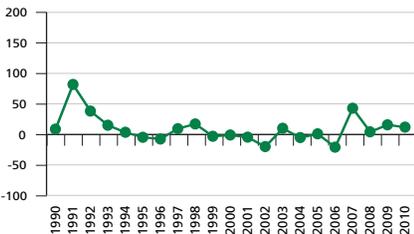
III. Comunidades de estados independentes



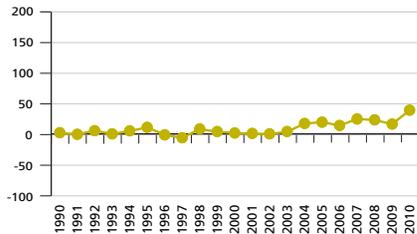
IV. Economias em desenvolvimento da Ásia



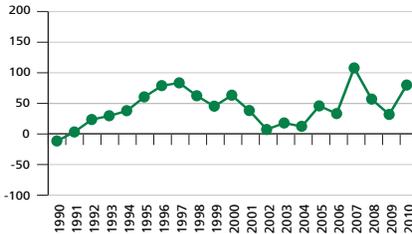
V. Oriente Médio e Norte da África



VI. África Subsaariana



VII. Hemisfério Ocidental

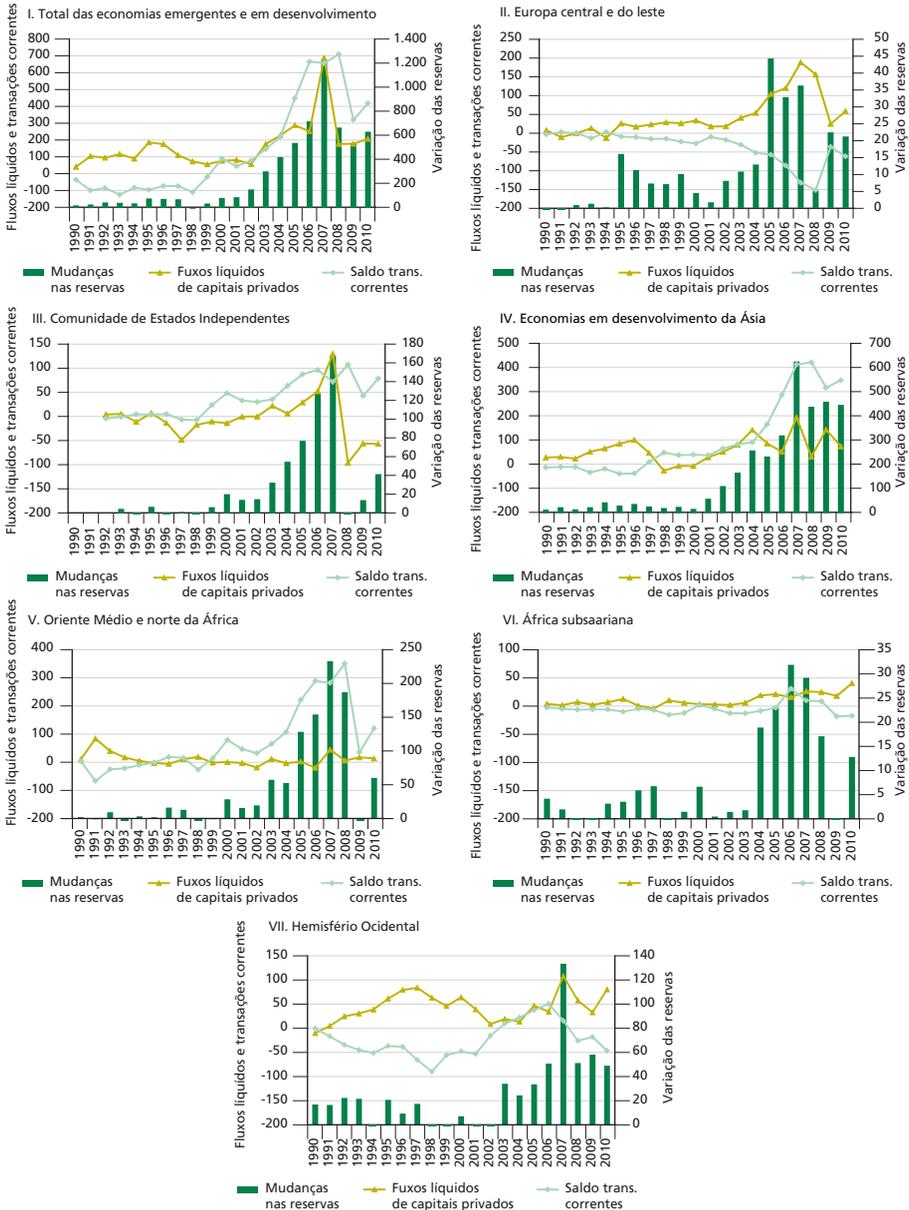


Fonte: *World Economic Outlook* (IMF, 2010).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

FIGURA 2
Fluxos líquidos de capitais privados, variação das reservas internacionais e saldo em transações correntes – Economias emergentes e em desenvolvimento, subgrupos regionais¹ (1990-2010)
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: *World Economic Outlook* (IMF, 2010).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

FIGURA 3
Fluxos líquidos de capitais privados e oficiais – Economias emergentes e em desenvolvimento, subgrupos regionais¹ (1990-2010)
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: *World Economic Outlook* (IMF, 2010).
 Elaboração do autor.
 Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

Finalmente, considerando o interregno 1990-2002, cumpre destacar a preponderância do conjunto de economias do Hemisfério Ocidental na captação de IDE, mesmo na comparação com as economias asiáticas em desenvolvimento. O maior grau de liberalização da conta capital e os programas de privatização realizados por muitos países latino-americanos ao longo dos anos 1990 certamente constituem os fatores explicativos mais importantes. O fluxo líquido de IDE para as “economias emergentes” e “em desenvolvimento” da América aumentou de US\$ 6,8 bilhões em 1990 para US\$ 82,5 bilhões em 1999. No mesmo intervalo, o conjunto das economias da Ásia em desenvolvimento registrou uma elevação de US\$ 10,1 bilhões para US\$ 54,8 bilhões, depois de ter atingido US\$ 60,5 bilhões em 1999. Deve-se observar, ainda, o crescimento do IDE entre 1990 e 1999, mesmo que em diferentes intensidades, em todos os subgrupos (figura 3).

A partir de 2002, sob impulso da expressiva flexibilização da política monetária norte-americana iniciada em 2001,⁴⁸ do patamar excepcionalmente baixo da taxa de juros no Japão e do surgimento de possibilidades atrativas de acumulação (produtiva e/ou financeira) na periferia do sistema, boa parte das quais induzidas pela consolidação da China como duplo polo da economia mundial,⁴⁹ iniciou-se mais uma fase de expansão da liquidez internacional destinada às “economias emergentes” e “em desenvolvimento” (BIANCARELLI, 2007; MEDEIROS, 2006). Esse novo movimento, verificado entre 2003 e 2007, possuiu algumas características que o distinguiram da trajetória de expansão verificada entre 1990 e 1996. Cumpre desde logo salientar, contudo, que essas peculiaridades não foram suficientes para suprimir a instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capitais, pois em nada estiveram relacionadas com a correção das imperfeições estruturais prevaletentes na arquitetura monetária e financeira internacional contemporânea. Isso ficou mais uma vez evidenciado com a eclosão da crise mundial em 2008.

Um primeiro elemento a ser destacado refere-se à intensidade e magnitude da entrada líquida de recursos para as economias da periferia, superando substancialmente o volume de recursos verificado entre 1990 e 1996. Já em 2004, como mostra o gráfico 1, os fluxos líquidos de capitais privados superou, em termos nominais, o pico registrado no ciclo de expansão anterior, de US\$ 188,6 bilhões em 1995, tendo

48. Para conter a crise da “nova economia” (deflação de ativos), a taxa de juros de curto prazo dos Estados Unidos foi reduzida de 7% para 1%, entre 2001 e 2004, o que incentivou operações de arbitragem e elevou a liquidez internacional e o ingresso de recursos nos países da periferia. O dinheiro fácil, assim, contribuiu para a formação das bolhas de ativos mobiliários e imobiliários.

49. Ou seja, como exportadora líquida de manufaturas, notadamente para os Estados Unidos e Japão, e importadora líquida de máquinas e equipamentos, tecnologia e matérias-primas (Medeiros, 2006). A importância e o crescimento acelerado dos setores intensivos em *commodities* metálicas e industriais contribuíram para elevar substancialmente os preços desses produtos no mercado internacional entre 2003 e meados de 2008. O barateamento dos produtos manufaturados, que decorreu da consolidação da China como duplo polo da economia mundial, contudo, além de ter garantido o crescimento econômico sem pressões inflacionárias na maior parte das economias do globo, contribuiu decisivamente para a melhora das contas externas das “economias emergentes e em desenvolvimento” exportadoras líquidas de *commodities*, ante a melhora substancial de seus termos de intercâmbio.

atingido US\$ 230,3 bilhões. Esta intensificação decorreu, mormente, do crescimento acelerado dos IDE. Os fluxos de portfólio, considerando o conjunto das “economias emergentes” e “em desenvolvimento”, tornam-se positivos entre 2003 e 2005, bem como os demais fluxos financeiros privados líquidos, entre 2003 e 2007 (gráfico 2). Em 2007, os fluxos líquidos de capitais privados destinados ao conjunto desses países atingiram o valor recorde de US\$ 689,3 bilhões, sendo US\$ 412,1 bilhões de IDE, US\$ 88,6 bilhões de investimentos em carteira e US\$ 188,6 bilhões de outros fluxos financeiros. Redundante mencionar, na esteira desse movimento, a expressiva inflação de ativos ocorrida em muitas dessas economias.

Outro fator que diferencia o segundo ciclo de expansão *vis-à-vis* o verificado entre 1990 e 1996 refere-se à abrangência do processo. Isso porque o movimento de expansão mais recente contemplou fortemente não apenas as economias latino-americanas e asiáticas, mas também as economias da Europa Central e do Leste e da Comunidade de Estados Independentes. Estes dois subgrupos, que anteriormente haviam participado apenas timidamente da expansão das finanças internacionais em direção à periferia, passaram a responder por parcela relevante dos fluxos líquidos de capitais privados para estes países.

Na Europa Central e do Leste, conforme se pode observar na figura 1, a entrada líquida anual desses recursos subiu de US\$ 16,5 bilhões para US\$ 186,1 bilhões entre 2002 e 2007, enquanto, na Comunidade de Estados Independentes aumentou de nulo para US\$ 129,8 bilhões. Os subgrupos Oriente Médio e Norte da África e, em menor medida, África Subsaariana, também registram aumentos relevantes neste interregno, mas bem inferiores aos da Europa Central e do Leste e da Comunidade de Estados Independentes.

No acumulado do interregno 2003-2007, o conjunto de “países emergentes e em desenvolvimento” recebeu US\$ 1,64 trilhão dos fluxos líquidos de capitais privados, um crescimento de 98,4% em relação ao acumulado do ciclo de expansão progressivo (1990-1996). Os países da Europa Central e do Leste, que, entre 1990 e 1996, receberam uma fração residual dos fluxos acumulados, 3,5% (US\$ 29,2 bilhões), no acumulado do período 2003-2007, absorveram US\$ 498,1 bilhões, o equivalente a 30,3% dos fluxos internacionais líquidos de capitais privados direcionados à periferia. A Europa Central e do Leste ficou apenas atrás do conjunto das economias asiáticas em desenvolvimento, que absorveu US\$ 564,5 bilhões, 34,4% do total. O subgrupo composto pelos países da Comunidade de Estados Independentes, por sua vez, recebeu 14,6% do total no acumulado do interregno 2003-2007 (US\$ 239,3 bilhões), mais do que os países latino-americanos, que juntos receberam 13,3% (US\$ 218,6 bilhões). A participação das economias africanas na captação de fluxos de capitais privados líquidos dirigidos aos países da periferia continuou sendo menos relevante comparativamente aos demais subgrupos.

Em relação aos subgrupos Europa Central e do Leste e Comunidade de Estados Independentes, uma característica comum, ainda que em diferentes intensidades, além da ampliação dos IDE, foi o expressivo aumento da rubrica “outros fluxos financeiros privados”, composta basicamente por empréstimos bancários. Na Europa Central e do Leste, ademais, o ingresso líquido de investimentos em portfólio foi ainda mais acentuado do que no subgrupo Comunidade de Estados Independentes, a saber, US\$ 93,7 bilhões contra US\$ 7,6 bilhões, no acumulado do interregno 2003-2007, respectivamente (figura 1). Com efeito, o subgrupo composto pelas economias da Europa Central e do Leste ficou demasiadamente exposto à reversão dos fluxos internacionais de capitais, uma vez que contou significativamente com recursos voláteis para saldar os seus déficits continuados e elevados em transações correntes do balanço de pagamentos (figura 2). O aumento das reservas internacionais, desta forma, não se traduziu em “blindagem externa” destas economias, tendo sido decorrente do ingresso de capital especulativo.

Como mostra Prates (2009, p. 86-87), os déficits crescentes em transações correntes do conjunto das economias da Europa Central e do Leste ao longo do interregno 2002-2008, que atingiram 8% do PIB em 2007, decorreram da combinação de alguns fatores: *i*) por serem importadoras líquidas de produtos básicos, o aumento de preços ocorrido no mercado internacional entre 2003 e meados de 2008 produziu aumento do valor das importações e da inflação, com a subsequente deterioração dos termos de troca; *ii*) o crescimento econômico acelerado da região, induzido pela expansão do crédito e dos salários, bem como pelas transferências realizadas pela União Europeia no contexto da integração regional, concorreu no sentido de potencializar esses déficits em transações correntes; e *iii*) a prevalência de taxas de juros maiores que as dos países centrais e câmbio estável ou com tendência à apreciação, o que estimulou operações de arbitragens pelos especuladores globais. Isso tudo, vale salientar, num contexto em que estas economias realizaram uma intensa abertura financeira, reduzindo as restrições para a movimentação de capitais e a desnacionalização do sistema financeiro. Muitas economias dessa região incorreram em déficits crônicos em transações correntes. A Bulgária, por exemplo, cresceu 6,2%, em 2007, e incorreu em um déficit de nada menos que 26,9% do PIB. E não se trata de um caso isolado: em relação ao PIB, a Estônia registrou, no mesmo ano, déficit de 17,8%; Montenegro, de 39,5%; Sérvia, de 15,5%; Romênia, de 13,4%.⁵⁰ As economias mais “comedidas” neste âmbito, como Turquia, Polônia e Hungria, registram déficits médios de 4,1%, 3,2% e 7,4% do PIB, considerando o período 2002-2008. Na Bulgária, a inflação acumulada entre 2000 e 2010, considerando a previsão do FMI para

50. Déficits bem mais dramáticos que os verificados em alguns países latino-americanos nos anos 1990, no contexto dos processos de estabilização monetária com âncora cambial.

o último ano e os preços ao consumidor, atingiu 51,2%; na Estônia, 32,5%; em Montenegro, 79,5%; e na Turquia, o caso mais agudo, a inflação acumulada alcançou 292,9%, apenas para citar alguns casos. São números realmente impressionantes. Pode-se afirmar, contudo, que, ainda que mais aguda na Europa Central e do Leste, a lógica foi similar: confiar no financiamento das contas externas a partir do ingresso de capital de risco, ou seja, optar por uma inserção subordinada na globalização financeira.

No subgrupo Europa Central e do Leste, dessa forma, o aumento das reservas internacionais decorreu exclusivamente do ingresso de fluxos líquidos de capitais privados. Situação distinta, mesmo que em diferentes intensidades, foi verificada na maior parte dos demais subgrupos considerados, tendo como referência o interregno 2003-2007. Seja em razão de políticas orientadas deliberadamente para a constituição de blindagem externa, seja em função da expressiva alta do valor das exportações induzida pela alta dos preços das *commodities*,⁵¹ muitas economias da periferia, com destaque às asiáticas, lograram aumentar substancialmente o nível de suas respectivas reservas internacionais a partir não apenas da captação de capitais externos, mas também mediante a geração de expressivos e continuados superávits em transações correntes do balanço de pagamentos. Esta “peculiaridade”, embora não tenha evitado o efeito-contágio, parece estar na origem da maior capacidade de resiliência de muitas economias periféricas aos efeitos da crise global recente. Frise-se, contudo, que ela não evitou a saída de capitais dessas economias, ainda que possa ter contribuído para atenuar este movimento. De qualquer modo, as evidências disponíveis sugerem que essa instabilidade não desencadeou, nesses casos, processos capazes de originar crises profundas, sistêmicas e de efeitos imprevisíveis.

Conforme salientado, em muitas economias latino-americanas, particularmente, essa “peculiaridade” decorreu, em grande medida, da expressiva alta dos preços das *commodities*, contrapartida que afetou adversamente, ainda que não

51. Os preços das *commodities* subiram expressivamente entre 2003 e meados de 2008, sob efeito sobreposto do crescimento global, da consolidação da China como duplo polo da economia mundial, da especulação no mercado futuro de *commodities*, entre outros fatores. Em relação ao movimento especulativo, encabeçado notadamente pelos investidores institucionais globais, Freitas (2009a, p.118) registra que o montante de recursos dos investidores institucionais destinado ao mercado futuro de *commodities* aumentou de US\$ 13 bilhões para US\$ 260 bilhões entre o final de 2003 e março de 2008. Neste interregno, os preços das 25 *commodities* negociadas nos mercados futuros aumentaram 183%, em média.

Com efeito, em alguns casos a apreciação cambial decorrente da substancial entrada de recursos externos não foi suficiente para inviabilizar a geração superávits em transações correntes, pois o aumento do *quantum* e, sobretudo, dos preços dos produtos exportados, especialmente das *commodities*, sobrepujou o efeito negativo decorrente da apreciação da moeda nacional, melhorando substancialmente os termos de troca. Isso significa que, em alguns casos, a inexistência de uma política deliberada para aumentar as reservas internacionais não foi suficiente para inviabilizar superávits em transações correntes, ao menos durante certo período. Esta última hipótese parece ter sido o caso, por exemplo, de Brasil, Chile e México, países que fazem uso do regime de metas para inflação e fazem da apreciação cambial um meio para atingir o objetivo da política monetária, conforme observa Prates (2009, p. 86), diferentemente, notadamente, da maioria das economias asiáticas.

no curto prazo, as economias da Europa Central e do Leste, bem como outras economias importadoras líquidas de produtos básicos. No caso do Brasil, especificamente, o aumento das reservas internacionais foi muito superior aos saldos acumulados em transações correntes. O grande salto das reservas internacionais ocorreu entre 2006 e 2007, quando estas subiram de pouco menos de US\$ 90 bilhões para aproximadamente US\$ 180 bilhões, sob impulso preponderante da conta financeira do balanço de pagamentos, com destaque aos investimentos em portfólio. Não causa surpresa, assim, que à situação de credor externo líquido sucedeu uma trajetória de expansão do passivo externo líquido.⁵²

Muitos países latino-americanos foram fortemente beneficiados pela alta dos preços das *commodities*. Por assumirem a condição de exportadores líquidos de produtos básicos, muitas das economias da região conseguiram acumular reservas internacionais mesmo indispondo de uma política deliberada nesse sentido, mesmo diante dos constrangimentos impostos por rígidos arcabouços institucionais de ancoragem de expectativas. Não obstante, a conjugação da ampliação do nível de reservas com fundamentos macroeconômicos considerados sólidos, bem como com o maior grau de integração comercial destas economias com os países asiáticos – não envolvidos diretamente e/ou em grande escala com os produtos financeiros potencialmente destrutivos da crise global –, mostrou-se insuficiente para evitar o efeito-contágio, fragilizando a hipótese do descolamento. Prates (2009, p. 90), em compasso com a linha de argumentação desenvolvida neste trabalho, afirma que:

O efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu por meio de vários canais de transmissão – que derivam das múltiplas relações de interdependência das economias emergentes e avançadas –, envolvendo seja a conta-corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial, e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários).

Os defensores da hipótese do descolamento desconsideraram não somente a existência desses vários canais, mas também uma característica comum a todas as economias emergentes, que explica o efeito-contágio praticamente generalizado

52. Como salienta Ocampo (2010), a combinação inusitada registrada no período 2003-2007 na América Latina entre crescimento econômico elevado e superávit em transações correntes do balanço de pagamentos decorreu, fundamentalmente, da melhora substancial dos termos de troca da região (induzida pela elevação dos preços das *commodities*) e das condições excepcionais de financiamento externo para esses países. Por isso, para o autor, tal combinação não parece ser sustentável ao longo do tempo, conforme apontam, inclusive, os resultados mais recentes das contas externas de alguns países da região. Ocampo (2010) mostra, ainda, que a contrapartida do aumento das reservas internacionais registrado no conjunto de países da América Latina foi o aumento dos passivos de carteira, decorrente, sobretudo, do ingresso de capital estrangeiro para a compra de ações. “As grandes reservas internacionais que a América Latina possui atualmente têm como contrapartida uma grande quantidade de capital potencialmente reversível, sobretudo nos casos do Brasil e Colômbia” (Ocampo, 2010, p. 92).

da crise sobre suas respectivas taxas de câmbio, qual seja: a pior qualidade de suas moedas relativamente às moedas dos países desenvolvidos, que as tornam mais vulneráveis aos movimentos de fuga para a qualidade dos investidores globais.

Como se sabe, a falência do banco de investimento Lehman Brothers fez a crise das hipotecas *subprime* norte-americana se tornar uma crise sistêmica, de alcance global. A reorientação do estado geral de expectativas, potenciada pelas perdas patrimoniais incorridas por grandes bancos e aplicadores globais, traduziu-se em uma realocação das carteiras dos atores principais da globalização financeira, acometendo adversamente as economias da periferia. Como mostra Prates (2009), países com elevados déficits em transações correntes, como os da Europa Central e do Leste, bem como aquelas economias envolvidas com derivativos cambiais,⁵³ com maior grau de abertura financeira e mais dependentes de financiamento externo, sofreram expressivas desvalorizações cambiais no segundo semestre de 2008, na esteira da fuga para a qualidade. Este movimento, bem como os impactos adversos sobre a atividade econômica das economias da periferia, ensejou a adoção de medidas diversas pelos governos nacionais, destinadas a estabilizar a taxa de câmbio, preservar o sistema de pagamentos e evitar uma retração ainda maior do produto.

Entre 2007 e 2008, os fluxos líquidos de capitais privados para as “economias emergentes e em desenvolvimento” recuaram de US\$ 689,3 bilhões para US\$ 179,2 bilhões, uma redução de US\$ 510,2 bilhões (gráfico 1 e figura 2). Considerando que ao ciclo de expansão correspondeu um aumento expressivo dos preços dos ativos dessas economias, a redução abrupta do influxo de recursos externos implicou uma deflação de grande magnitude nos mercados financeiros internacionais, ainda que em diferentes intensidades. Conforme apresentado por McKinsey Global Institute (2009, p. 27), o valor dos ativos financeiros das “economias emergentes” caiu US\$ 5,2 trilhões entre 2007 e 2008,⁵⁴ recuando de 218% para 160% do PIB.

No que se refere aos fluxos líquidos privados internacionais de capitais, nesse mesmo interregno, o conjunto de países da Comunidade de Estados Independentes assistiu ao fluxo líquido anual de capitais privados cair de US\$ 129,8 bilhões

53. Não apenas a demanda por proteção das empresas exportadoras contra a valorização das respectivas taxas de câmbio, mas também, e sobretudo, as apostas fortemente especulativas com operações envolvendo derivativos cambiais, bem como, em alguns casos, a assunção de tais contratos para reduzir as taxas de juros envolvidas nos empréstimos bancários ocorreram em diversas “economias emergentes”, atingindo desfavoravelmente empresas brasileiras, chinesas, coreanas, indianas, mexicanas etc. Este movimento, além de revelar um capitalismo cada vez mais financeirizado, potenciou a fuga para a qualidade e a interrupção das linhas externas de financiamento para essas economias, o que implicou efeitos negativos sobre os seus mercados interbancários e o ritmo de atividade econômica (Farhi e Borghi, 2009; Freitas, 2009b).

54. A redução do valor de mercado dos ativos financeiros do mundo, por sua vez, foi de US\$ 16 trilhões, de US\$ 194 trilhões para US\$ 178 trilhões. Em percentagem do PIB global, o valor dos ativos financeiros passou de 343% para 293% (McKinsey, 2009, p. 9).

para -US\$ 95,6 bilhões. Nas economias em desenvolvimento da Ásia, a redução foi de US\$ 195,9 bilhões para US\$ 33,8 bilhões; no Oriente Médio e Norte da África, de US\$ 43,9 bilhões para US\$ 5,4 bilhões; no Hemisfério Ocidental, a retração atingiu US\$ 50,4 bilhões, de US\$ 107,4 bilhões para US\$ 56,9 bilhões (figura 1). Na Europa Central e do Leste, por sua vez, a inversão destes fluxos foi mais abrupta entre 2008 e 2009, quando recuaram de US\$ 153,9 bilhões para US\$ 23 bilhões.

A redução substancial dos investimentos de carteira e dos empréstimos bancários para o conjunto dos países da periferia ocorreu em 2008, enquanto, no caso do IDE, a diminuição ocorreu em 2009 (gráfico 2). O único subgrupo que não registrou redução do IDE em 2008 e/ou 2009 foi o das economias do Oriente Médio e do Norte da África (figura 2).

Pode-se afirmar, desta forma, que os padrões diferenciados de inserção na globalização financeira determinaram impactos heterogêneos sobre as economias e formas distintas de reação à abrupta redução dos fluxos internacionais de capitais. Mais uma vez, foram evidenciadas as restrições que se interpõem à estratégia de crescimento “poupança externa”, bem como explicitados os efeitos deletérios que podem decorrer da globalização financeira, de um lado, e os desajustes oriundos de um sistema monetário e financeiro internacional altamente funcional à supremacia norte-americana, mas disfuncional para a promoção de crescimento mundial sem desajustes estruturais, de outro.

4 CONCLUSÃO

Como discutido na primeira seção deste trabalho, a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais decorre das características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, assumindo uma natureza estrutural. Apenas uma reforma desse sistema se mostra capaz de alterar essa instabilidade em sua essência. Nessa perspectiva, procurou-se sustentar que bons fundamentos macroeconômicos não são suficientes para evitar fugas de capitais, tampouco a instabilidade renitente dos fluxos internacionais de capitais privados de curto prazo. Trata-se de um sistema, pois, altamente suscetível a crises de contágio, profecias autorrealizáveis e, por extensão, movimentos autorreferenciados. Não por acaso, “manias, pânico e *crashes*” se tornaram frequentes na economia mundial depois da ruptura do sistema de Bretton Woods.

A globalização financeira potencializou a possibilidade de surgimento de bolhas especulativas nos mais diferentes mercados. A concentração de uma massa cada vez mais impressionante de riqueza nas mãos dos investidores institucionais, num contexto de crescente mobilidade internacional de capitais (liberalização e desregulamentação) e de existência de instrumentos capazes de propiciar a assunção de posições fortemente alavancadas e disseminar o risco pelo sistema, tornou as

economias capitalistas subjogadas a um padrão altamente instável de gestão da riqueza, impondo restrições à autonomia das políticas nacionais. Isso se faz sentir de forma mais aguda nas economias da periferia, de moedas inconversíveis, as quais se tornam alvos preferidos das apostas dos especuladores globais.

Nesse sentido, procurou-se sustentar que, nos marcos da arquitetura monetária e financeira internacional contemporânea, cuja instabilidade se mostra endógena em razão dos motivos discutidos e cuja lógica repulsa a imposição de restrições sobre os fluxos internacionais de capitais capazes de reduzir a sua instabilidade, a estratégia de aumento das reservas internacionais por parte dos países da periferia a partir da geração de superávits continuados em conta-corrente do balanço de pagamentos, assim como medidas orientadas para a constituição de mecanismos internos de financiamento de longo prazo, têm sido uma alternativa para viabilizar uma inserção menos subordinada dos países da periferia no processo de globalização financeira.

A análise da evolução dos fluxos líquidos internacionais de capitais privados para as “economias emergentes e em desenvolvimento” a partir dos anos 1990 revelou, uma vez mais, as oscilações abruptas destes recursos. Foram identificados dois movimentos de expansão e retração da liquidez internacional para os países da periferia: 1990-1996 e 2003-2007; e 1997-2002 e 2008-2009, respectivamente. Em ambas as reversões, notadamente na segunda, foram verificadas quedas pronunciadas destes fluxos, revelando os limites da estratégia de crescimento com “poupança externa”, bem como a insuficiência dos fundamentos internos dessas economias para garantir o ingresso constante desses recursos.

Verificou-se que particularmente o segundo movimento de expansão dos fluxos internacionais de capitais líquidos para esses países apresentou algumas características diferentes do anterior: maior intensidade e magnitude da entrada líquida de recursos para essas economias; abrangência do processo, passando a contemplar significativamente as economias da Europa Central e do Leste, bem como da Comunidade de Estados Independentes; e substancial aumento das reservas internacionais a partir não apenas da captação de capitais externos, mas também da geração de expressivos e continuados superávits em transações correntes – com exceção do conjunto de economias “emergentes e em desenvolvimento” da Europa Central e do Leste e, em menor medida, da África Subsaariana e, a partir de 2008, do Hemisfério Ocidental.

Essa última “peculiaridade”, embora não tenha evitado o efeito-contágio, parece estar na origem da maior capacidade de resiliência de muitas dessas economias aos efeitos da crise global recente. Isso, vale salientar, mesmo nos casos em que o aumento do nível de reservas internacionais decorreu mais de condições internacionais excepcionais – tanto no que diz respeito aos preços das *commodities* como no que tange às condições de liquidez dos mercados financeiros internacionais –, do que de políticas

econômicas deliberadas, como parece ter sido a situação verificada na maior parte das economias latino-americanas. Contudo, considerando-se que aos superávits de uns correspondem déficits de outros, seria essa estratégia compatível com uma situação global de “ajuste global com pleno emprego”? Em que medida esta estratégia, se adotada por todos os países, poderia provocar tensões nas relações econômicas internacionais, bem como incentivar desvalorizações cambiais competitivas (“guerra cambial”)? Estas e outras questões remetem a reflexões adicionais sobre o tema, constituindo apenas algumas linhas de investigação para estudos futuros.

REFERÊNCIAS

- ACIOLY, S. L. **Tendências dos fluxos globais de investimento direto externo**. Brasília: Ipea, jun. 2006. (Texto para Discussão, n. 1.192).
- AGLIETTA, M. **Macroeconomia financeira**. São Paulo: Loyola, 2004.
- ALVES JÚNIOR., A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional. *In*: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. R. (Orgs.). **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 369-401.
- BAER, M. *et al.* Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 4, p. 79-126, 1995.
- BATISTA JUNIOR, P. N. “Globalização” financeira e regimes cambiais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 18, n. 2, p. 20-30, abr./jun.1998.
- _____. Finança global e ciclos de expansão. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 2000. p. 87-117.
- BELLUZZO, L. G. M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 11-20, 1995.
- _____. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. *In*: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 151-193.
- _____. ALMEIDA, J. G. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. p. 56-62.
- _____. CARNEIRO, R. M. Globalização e integração perversa. **Boletim Política Econômica em Foco**, Campinas, n. 1, p. 1-11, maio/ago. 2003.
- BIANCARELLI, A. M. **Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira**. 2007. 250 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2007.

_____. **Temporalidade da riqueza**: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 2000.

BRAGA, J. C. S. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. *In*: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. 6. ed. Petrópolis: Vozes, 1998. p. 195-242.

_____. CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 253-307.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove o crescimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 3-19, jan./mar. 2007.

CANUTO, O.; LAPLANE, M. F. Especulação e instabilidade na globalização financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 2, p. 31-60, dez. 1995.

_____. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 57-92, dez. 1999.

CARNEIRO, R. M. Globalização e inconversibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, v. 28, p. 539-556, 2008.

CARVALHO, F. C. Keynes e a globalização financeira. *In*: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (Orgs.). **Economia do desenvolvimento**: teoria e políticas keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 14-27.

CINTRA, M. A. M. A abertura dos sistemas financeiros latino-americanos e o financiamento do desenvolvimento. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, n. 94, p. 49-67, 1998.

_____. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos**: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995). 1997. 316 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

_____. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. **Revista Estudos Avançados**, São Paulo, n. 39, p. 103-141, 2000.

_____. CAGNIN, R. F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 296-338, dez. 2007.

_____. FARHI, M. A crise financeira e o *global shadow banking system*. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n. 82, nov. 2008.

_____.; _____. Os limites da inserção internacional dos países em desenvolvimento no limiar do século XXI. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 24, n. 2, p. 351-402, 2003.

_____. PRATES, D. M. A assimetria dos fluxos de capitais internacionais para os países “emergentes” e a volatilidade nos fluxos para o Brasil na virada do século XXI. *In*: LACERDA, A. C. (Org.). **Crise e oportunidade: o Brasil e o cenário internacional**. São Paulo: Lazuli, 2006. p. 125-162.

COUTINHO, L.; BELLUZZO L. G. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 7, n. 11, p. 137-150, jan. 1998.

CUNHA, A. M.; PRATES, D. M. A instabilidade financeira nos anos 90: algumas implicações para as economias capitalistas periféricas. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 17, n. 32, p. 1-2, 1999.

CUNHA, A. M. Estratégias periféricas sessenta anos depois do acordo de Bretton Woods. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 483-501, out./dez. 2006.

DAVIDSON, P. **Financial markets, money and the Real World**. Cheltenham: Edward Elgar, 2002. p. 231-252.

EICHENGREEN, B. **Toward a new international finance architecture** – A practical post Asia agenda. Washington: Institute for International Economics, 1999.

_____. **Globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

FARHI, M. **O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. 1998. 303 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

_____. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 93-114, dez. 1999.

_____. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, p. 55-79, dez. 2001.

_____. BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 169-188, maio/ago. 2009.

_____. CINTRA, M. A. M. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 3, p. 274-294, jul./set. 2009.

_____. *et al.* A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Dossiê da Crise**, Porto Alegre, p. 23-28, nov. 2008.

FISHER, I. The debt-deflation theory of great depressions. **Econometrica**, New York, v. 1, p. 337-357, Oct. 1933.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, maio/ago. 2009a.

_____. Inflação mundial e preços de commodities. *In*: BIASOTO JUNIOR.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. **Panorama das economias internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo: FUNDAP, 2009b. p. 113-124.

_____. PRATES, D. M. Reestruturação do Sistema Financeiro Internacional e países periféricos. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n.2, p. 15-31, abr./jun. 2002.

GABRIEL, L. F.; OREIRO, J. L. C. Fluxos de capitais, fragilidade externa e regimes cambiais – uma revisão teórica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 2, p. 331-357, abr./jun. 2008.

GREENSPAN, A. **A era da turbulência: aventuras em um novo mundo**. Traduzido por Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GUTTMANN, R. **Basileia II: uma nova estrutura de regulação para a atividade bancária global**. *In*: MENDONÇA, A. R. R.; ANDRADE, R. P. (Orgs.). **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos acordos de Basileia**. Campinas: IE/Unicamp, 2006. p. 177-212.

HERMANN, J. **Liberalização financeira e crises gêmeas: uma interpretação pós-keynesiana**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2004. Programa de Seminários Acadêmicos. (Texto para Discussão – Seminário, n. 5).

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook: rebalancing growth**. Washington: IMF, 2010.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1936/1985. (Os economistas).

_____. A treatise on money: the applied theory of money. *In*: MOGGRIDGE, D. (Ed.). **The collected writings of John Maynard Keynes**. New York: Cambridge University Press, 1930/1971. v. 6, cap. 36.

KINDLEBERGER, C. **Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

KREGEL, J. Keynes, globalização e espaço de política nacional. *In*: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (Orgs.). **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 3-13.

LIMA, L. A. O. Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 4, p. 28-42, out./dez. 2003.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **Global capital markets: entering a new era.** MsKinsey & Company: Washington, 2009.

_____. Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização.** Petrópolis: Vozes, 1997. p. 195-242.

MEDEIROS, C. A. A China como um duplo polo na economia mundial e a recentralização da economia asiática. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 3, p. 381-400, jul./set. 2006.

METRI, M. O poder financeiro dos Estados Unidos no padrão monetário dólar-flexível. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 6., Uberlândia, Minas Gerais, 2004. **Anais...** Uberlândia: SEP, jun. 2004.

MIRANDA, J. C. Dinâmica financeira e política macroeconômica. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização.** Petrópolis: Vozes, 1997. p. 243-346.

OCAMPO, J. A. A macroeconomia da bonança econômica latino-americana. **Revista de La Cepal**, Santiago, p. 77-99, maio 2010.

OLIVEIRA, G. C. Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 30, p. 727-754, 2009.

PRATES, D. M. A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.19, n.1, p. 55-71, jan./mar. 1999.

_____. **Crises financeiras dos países emergentes: uma interpretação heterodoxa.** 2002. 205 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

_____. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, maio/ago. 2005.

_____. Panorama das economias emergentes: o efeito-contágio da crise. *In*: BIASOTO JUNIOR.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. de. **Panorama das economias internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global.** São Paulo: FUNDAP, 2009. p. 84-97.

_____. CINTRA, M. A. M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *In*: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (Orgs.) **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 175-199.

_____. CUNHA, A. M.; BICHARA, J. S. O efeito-contágio da crise financeira global nos países emergentes. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 1, 2009.

SERRANO, F. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 179-222.

TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia americana. *In*: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997. p. 27-54.

_____. BELLUZZO, L. G. M. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 111-138.

TAVARES, M. C.; MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. *In*: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 55-86.

ANEXO A
Tabelas de fluxos líquidos internacionais de capitais utilizados e de indicadores
selecionados do subgrupo Europa Central e do Leste

TABELA A.1
Fluxos internacionais de capitais líquidos para os países emergentes e
em desenvolvimento (1990-2010)¹
(Em US\$ bilhões)

| Dados e indicadores | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|
| Economias emergentes e em desenvolvimento | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | 44,1 | 107,4 | 97,9 | 119,3 | 92,5 | 188,6 | 178,0 | 112,4 | 75,8 | 58,6 | 79,9 | 85,0 | 60,6 | 178,6 | 230,3 | 289,3 | 254,2 | 689,3 | 179,2 | 180,2 | 209,8 |
| Investimento direto estrangeiro | 21,4 | 28,9 | 33,9 | 53,6 | 79,0 | 92,6 | 117,4 | 150,6 | 155,0 | 166,6 | 149,1 | 170,5 | 150,0 | 147,8 | 186,7 | 252,1 | 255,8 | 412,1 | 439,9 | 274,8 | 294,1 |
| Fluxos de portfólio privados | -10,4 | 32,5 | 25,6 | 71,4 | 54,7 | 23,9 | 60,7 | -9,0 | 5,5 | -17,2 | -6,2 | -46,4 | -45,8 | 3,1 | 23,1 | 36,5 | -43,4 | 88,6 | -84,7 | 23,2 | -27,8 |
| Outros fluxos financeiros privados | 33,1 | 46,0 | 38,4 | -5,7 | -41,3 | 72,1 | -0,1 | -29,3 | -84,6 | -90,8 | -62,9 | -39,1 | -43,5 | 27,7 | 20,5 | 0,7 | 41,8 | 188,6 | -176,0 | -117,9 | -56,5 |
| Fluxos oficiais (B) | 11,3 | 11,0 | 22,1 | 28,8 | 8,0 | -7,8 | 5,1 | 65,7 | 40,2 | 25,4 | -58,0 | 6,4 | 17,6 | -54,4 | -63,0 | -105,8 | -193,6 | -98,4 | -116,9 | 80,2 | -2,3 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | 55,4 | 118,4 | 120,0 | 148,1 | 100,5 | 180,7 | 183,1 | 178,1 | 116,0 | 84,1 | 21,9 | 91,4 | 78,2 | 124,2 | 167,4 | 183,6 | 60,6 | 590,9 | 62,3 | 260,4 | 207,5 |
| Mudanças nas reservas | 22,8 | 29,7 | 46,5 | 43,9 | 38,8 | 80,6 | 75,8 | 73,4 | -6,4 | 37,8 | 84,1 | 90,3 | 154,6 | 304,1 | 422,5 | 539,7 | 718,1 | 1.226,0 | 666,6 | 538,8 | 632,4 |
| Transações correntes | -32,2 | -95,5 | -81,6 | -120,4 | -79,1 | -92,0 | -68,9 | -69,8 | -105,8 | -15,5 | 92,9 | 47,9 | 80,5 | 149,0 | 222,3 | 449,7 | 665,6 | 657,9 | 709,2 | 321,7 | 420,1 |
| Transações correntes (% PIB) | -0,6 | -1,8 | -2,0 | -2,7 | -1,7 | -1,7 | -1,1 | -1,1 | -1,8 | -0,3 | 1,4 | 0,7 | 1,2 | 2,0 | 2,5 | 4,2 | 5,2 | 4,2 | 3,7 | 1,8 | 2,1 |
| Europa Central e do Leste | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | 6,2 | -11,9 | -2,1 | 11,6 | -14,1 | 24,1 | 15,4 | 21,5 | 27,1 | 24,5 | 32,0 | 16,1 | 16,5 | 39,0 | 52,2 | 102,5 | 118,2 | 186,1 | 153,9 | 23,0 | 57,1 |
| Investimento direto estrangeiro | 1,0 | 2,5 | 2,8 | 4,0 | 2,9 | 9,9 | 9,7 | 11,0 | 13,2 | 14,0 | 16,6 | 17,7 | 13,0 | 15,1 | 31,7 | 40,0 | 64,4 | 77,7 | 67,8 | 31,3 | 41,8 |
| Fluxos de portfólio privados | -0,1 | -0,1 | -0,6 | 3,9 | 2,4 | 4,4 | -3,0 | 0,9 | 1,2 | 3,0 | 2,6 | 2,2 | 0,5 | 5,6 | 17,0 | 18,3 | -0,6 | -3,6 | -10,0 | 8,7 | 16,0 |
| Outros fluxos financeiros privados | 5,3 | -14,2 | -4,3 | 3,8 | -19,4 | 9,9 | 8,7 | 9,6 | 12,7 | 7,5 | 12,8 | -3,7 | 3,0 | 18,3 | 3,5 | 44,2 | 54,5 | 111,9 | 96,1 | -16,9 | -0,7 |
| Fluxos oficiais (B) | 1,7 | 2,5 | 3,7 | 2,9 | -1,1 | -1,8 | 1,3 | 1,7 | -1,9 | 3,0 | 3,2 | -4,1 | 15,3 | 4,9 | 9,5 | 3,3 | 4,8 | -6,2 | 22,9 | 34,7 | 26,3 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | 7,8 | -9,4 | 1,5 | 14,5 | -15,2 | 22,3 | 16,6 | 23,2 | 25,1 | 27,5 | 35,2 | 12,0 | 31,8 | 44,0 | 61,7 | 105,8 | 123,1 | 179,9 | 176,8 | 57,7 | 83,3 |
| Mudanças nas reservas | -7,3 | -7,6 | 0,9 | 1,3 | 0,3 | 15,9 | 11,2 | 7,3 | 7,1 | 10,0 | 4,4 | 1,7 | 8,0 | 10,8 | 12,8 | 44,1 | 32,7 | 36,1 | 5,2 | 22,3 | 21,1 |
| Transações correntes | -4,4 | 1,2 | -1,4 | -14,8 | 1,2 | -10,4 | -12,3 | -16,6 | -16,2 | -23,9 | -28,6 | -11,5 | -19,3 | -32,2 | -53,2 | -58,5 | -87,1 | -132,6 | -152,1 | -37,9 | -63,0 |
| Transações correntes (% PIB) | -1,0 | 0,2 | -0,4 | -3,5 | 0,3 | -2,1 | -2,3 | -3,0 | -2,6 | -4,1 | -4,8 | -2,0 | -3,0 | -4,0 | -5,4 | -5,0 | -6,6 | -8,0 | -7,8 | -2,3 | -3,5 |

(Continua)

| (Continuação) | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Comunidade de Estados Independentes | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | nd | nd | 4,3 | 5,4 | -11,1 | 7,3 | -13,3 | -48,3 | -17,1 | -10,4 | -13,6 | 0,0 | 0,0 | 2,0 | 6,1 | 29,3 | 52,2 | 129,8 | -95,6 | -55,6 | -56,5 |
| Investimento direto estrangeiro | nd | nd | 1,0 | 1,6 | 1,5 | 3,1 | 4,8 | 6,0 | 5,6 | 4,7 | 2,3 | 4,9 | 5,1 | 5,4 | 13,2 | 11,7 | 21,3 | 28,3 | 53,0 | 18,9 | 19,2 |
| Fluxos de portfólio privados | nd | nd | 0,0 | 3,8 | 0,1 | -0,8 | 0,0 | -43,4 | -8,4 | 0,0 | 1,0 | 1,9 | 1,0 | 2,0 | 4,7 | 3,9 | 4,9 | 19,5 | -30,9 | 2,4 | -9,1 |
| Outros fluxos financeiros privados | nd | nd | 3,2 | -0,1 | -12,7 | 5,1 | -18,1 | -10,8 | -14,4 | -15,1 | -17,0 | -6,8 | -6,1 | 14,5 | -11,8 | 13,7 | 26,0 | 82,0 | -117,7 | -77,0 | -66,6 |
| Fluxos oficiais (B) | nd | nd | nd | 1,4 | -12,4 | -1,7 | 0,8 | 48,2 | 10,3 | -5,1 | -19,8 | 1,9 | 5,0 | -12,2 | -10,6 | -18,6 | -26,4 | -6,6 | -25,9 | 14,5 | 18,3 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | nd | nd | 4,3 | 6,7 | -23,5 | 5,6 | -12,6 | -0,1 | -6,9 | -15,5 | -33,5 | 1,8 | 5,0 | 9,8 | -4,5 | 10,8 | 25,8 | 123,1 | -121,6 | -41,2 | -38,2 |
| Mudanças nas reservas | nd | nd | 0,2 | 4,7 | -2,1 | 6,9 | -4,9 | 1,3 | -12,6 | 6,5 | 20,4 | 14,4 | 15,1 | 32,7 | 54,9 | 77,1 | 127,8 | 168,1 | -33,1 | 14,0 | 41,7 |
| Transações correntes | nd | nd | -4,1 | -0,6 | 4,7 | 3,8 | 5,2 | -6,3 | -7,4 | 23,8 | 48,3 | 33,0 | 30,3 | 35,7 | 63,6 | 87,5 | 96,3 | 71,7 | 107,5 | 42,6 | 78,6 |
| Transações correntes (% PIB) | nd | nd | -3,0 | -0,2 | 1,4 | 1,0 | 1,0 | -1,2 | -1,9 | 8,2 | 13,7 | 8,0 | 6,5 | 6,2 | 8,2 | 8,7 | 7,4 | 4,2 | 4,9 | 2,6 | 4,0 |
| Economias em desenvolvimento da Ásia | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | 30,0 | 32,6 | 25,2 | 54,0 | 67,8 | 87,4 | 102,9 | 49,4 | -25,0 | -4,9 | -5,3 | 31,0 | 53,0 | 82,3 | 144,1 | 88,1 | 54,2 | 195,9 | 33,8 | 145,5 | 76,0 |
| Investimento direto estrangeiro | 10,1 | 11,0 | 15,2 | 32,8 | 43,8 | 49,5 | 56,9 | 60,5 | 58,4 | 54,8 | 45,9 | 46,3 | 60,1 | 58,6 | 68,0 | 93,7 | 85,3 | 152,6 | 133,5 | 66,8 | 48,1 |
| Fluxos de portfólio privados | 1,1 | -0,2 | 3,1 | 15,9 | 14,2 | 10,9 | 19,2 | 4,6 | -11,3 | -9,1 | -9,8 | -18,5 | -12,1 | 23,9 | 39,0 | 14,4 | -46,1 | 68,9 | -4,6 | 20,3 | -8,4 |
| Outros fluxos financeiros privados | 18,9 | 21,8 | 7,0 | 5,3 | 9,7 | 27,0 | 26,9 | -15,7 | -72,1 | -50,5 | -41,5 | 3,2 | 5,0 | -0,2 | 37,0 | -20,0 | 15,0 | -25,6 | -95,0 | 58,3 | 36,3 |
| Fluxos oficiais (B) | -2,8 | 4,5 | 5,8 | 7,1 | 1,3 | 0,3 | -0,8 | 12,9 | 17,5 | 11,0 | -1,4 | -3,0 | -10,7 | -17,7 | 0,7 | 1,6 | -2,5 | -0,6 | 8,7 | 9,8 | 7,4 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | 27,2 | 37,1 | 31,0 | 61,1 | 69,1 | 87,7 | 102,0 | 62,3 | -7,6 | 6,2 | -6,7 | 28,0 | 42,3 | 64,5 | 144,8 | 89,7 | 51,7 | 195,3 | 42,5 | 155,3 | 83,4 |
| Mudanças nas reservas | 14,4 | 24,7 | 15,5 | 24,4 | 44,3 | 31,5 | 38,2 | 27,7 | 21,0 | 26,0 | 17,2 | 59,4 | 111,9 | 167,8 | 259,3 | 234,2 | 322,0 | 627,9 | 440,5 | 460,8 | 448,1 |
| Transações correntes | -11,3 | -9,0 | -9,2 | -31,7 | -16,7 | -36,9 | -36,0 | 11,1 | 50,2 | 39,8 | 41,7 | 39,3 | 66,9 | 85,0 | 92,9 | 167,5 | 289,2 | 414,7 | 424,1 | 319,0 | 349,7 |
| Transações correntes (% PIB) | -1,0 | -0,8 | -0,7 | -2,2 | -1,1 | -2,0 | -1,8 | 0,5 | 2,5 | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 4,2 | 6,1 | 7,0 | 5,7 | 4,1 | 4,1 |
| Oriente Médio e Norte da África | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | 9,8 | 82,7 | 39,1 | 16,1 | 4,5 | -3,6 | -6,3 | 10,5 | 18,3 | -2,0 | 0,0 | -3,5 | -19,0 | 11,0 | -4,1 | 2,0 | -19,9 | 43,9 | 5,4 | 16,8 | 12,9 |
| Investimento direto estrangeiro | 2,6 | 1,5 | 2,3 | 5,7 | 5,9 | 3,8 | 3,7 | 9,0 | 11,0 | 3,8 | 5,5 | 14,5 | 9,8 | 17,7 | 12,5 | 35,9 | 45,0 | 43,2 | 61,2 | 70,0 | 71,7 |
| Fluxos de portfólio privados | 2,9 | 19,8 | 12,5 | 7,3 | 8,5 | 1,9 | 10,2 | -6,3 | -3,6 | -11,7 | -0,9 | -11,5 | -18,3 | -15,6 | -23,7 | -10,6 | -30,2 | -44,1 | 0,4 | -44,8 | -56,2 |
| Outros fluxos financeiros privados | 4,3 | 61,4 | 24,3 | 3,2 | -9,9 | -9,3 | -20,3 | 7,7 | 10,8 | 5,9 | -4,5 | -6,4 | -10,4 | 8,9 | 7,1 | -23,3 | -34,6 | 44,8 | -56,2 | -8,4 | -2,5 |
| Fluxos oficiais (B) | -5,5 | -4,0 | 3,5 | 6,8 | 17,1 | 6,9 | 10,3 | -7,5 | -6,6 | 2,5 | -32,2 | -13,4 | -11,3 | -32,9 | -46,4 | -41,8 | -76,5 | -75,5 | -121,5 | -28,3 | -75,8 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | 4,3 | 78,8 | 42,6 | 22,9 | 21,7 | 3,4 | 4,0 | 3,0 | 11,6 | 0,5 | -32,2 | -16,9 | -30,2 | -21,9 | -50,5 | -39,8 | -96,4 | -31,5 | -116,1 | -11,5 | -62,9 |

(Continua)

| (Continuação) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dados e indicadores | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Mudanças nas reservas | 2,4 | -0,8 | 9,6 | -5,6 | 3,6 | 2,3 | 16,4 | 13,3 | -11,6 | -0,6 | 28,6 | 16,0 | 19,7 | 57,3 | 52,5 | 127,9 | 153,3 | 231,6 | 186,0 | -8,0 | 60,0 |
| Transações correntes | 3,2 | -66,5 | -25,7 | -21,7 | -10,5 | -1,2 | 18,0 | 15,0 | -26,2 | 13,5 | 78,2 | 45,8 | 31,4 | 63,9 | 106,2 | 219,2 | 286,4 | 279,2 | 347,8 | 34,8 | 119,1 |
| Transações correntes (% PIB) | 0,6 | -13,1 | -4,7 | -4,1 | -2,0 | -0,2 | 2,8 | 2,3 | -4,1 | 2,0 | 10,4 | 6,0 | 4,1 | 7,3 | 10,4 | 17,2 | 19,0 | 15,7 | 15,5 | 1,8 | 5,2 |
| Dados e indicadores | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| África Subsariana | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | 4,0 | 1,6 | 7,4 | 2,2 | 7,1 | 12,8 | 0,7 | -4,1 | 10,2 | 5,9 | 3,7 | 2,9 | 2,1 | 5,9 | 19,1 | 21,3 | 15,8 | 26,3 | 24,8 | 18,2 | 40,6 |
| Investimento direto estrangeiro | 1,6 | 2,4 | -0,7 | 0,7 | 1,1 | 1,1 | 2,6 | 5,7 | 4,2 | 6,9 | 6,2 | 17,9 | 10,7 | 12,7 | 11,8 | 16,7 | 9,0 | 22,9 | 32,6 | 22,8 | 25,4 |
| Fluxos de portfólio privados | -0,1 | 0,4 | 2,0 | 0,5 | 2,1 | 2,6 | 1,1 | 2,0 | 3,1 | 4,4 | -0,2 | -6,3 | -1,3 | -0,5 | 9,9 | 5,8 | 17,2 | 9,5 | -20,6 | 6,9 | 11,6 |
| Outros fluxos financeiros privados | 2,6 | -1,2 | 6,2 | 1,1 | 3,9 | 9,2 | -2,9 | -11,8 | 2,9 | -5,3 | -2,3 | -8,8 | -7,3 | -6,3 | -2,5 | -1,2 | -10,3 | -6,1 | 12,8 | -11,6 | 3,6 |
| Fluxos oficiais (B) | 0,6 | 1,5 | -5,1 | -1,3 | 0,6 | -1,4 | -0,4 | 7,5 | -0,3 | 2,8 | -2,9 | -2,0 | 3,2 | -1,2 | -6,4 | -8,8 | -43,1 | -3,8 | -3,3 | 6,2 | 7,9 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | 4,6 | 3,1 | 2,3 | 0,9 | 7,8 | 11,3 | 0,3 | 3,3 | 9,8 | 8,8 | 0,8 | 0,8 | 5,3 | 4,7 | 12,7 | 12,5 | -27,2 | 22,6 | 21,5 | 24,4 | 48,5 |
| Mudanças nas reservas | 4,2 | 2,0 | -1,7 | -2,2 | 3,1 | 3,5 | 5,9 | 6,7 | -1,9 | 1,4 | 6,6 | 0,5 | 1,4 | 1,8 | 18,9 | 23,2 | 31,9 | 29,2 | 17,1 | -8,2 | 12,8 |
| Transações correntes | -2,3 | -4,9 | -6,4 | -5,8 | -5,9 | -9,9 | -4,7 | -6,8 | -15,5 | -12,2 | 2,0 | -4,9 | -12,6 | -12,7 | -8,5 | -2,7 | 31,0 | 10,1 | 8,6 | -18,1 | -17,1 |
| Transações correntes (% PIB) | -0,8 | -1,7 | -2,1 | -2,1 | -2,2 | -3,1 | -1,4 | -2,1 | -5,0 | -3,9 | 0,6 | -1,6 | -3,9 | -3,0 | -1,6 | -0,4 | 4,3 | 1,2 | 0,9 | -2,1 | -1,7 |
| Hemisfério Ocidental | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fluxos financeiros privados (A) | -10,7 | 3,9 | 24,0 | 30,0 | 38,2 | 60,5 | 78,7 | 83,3 | 62,5 | 45,4 | 63,3 | 38,5 | 7,9 | 18,5 | 13,0 | 46,1 | 33,7 | 107,4 | 56,9 | 32,3 | 79,7 |
| Investimento direto estrangeiro | 6,8 | 11,5 | 13,4 | 8,9 | 23,8 | 25,2 | 39,8 | 58,3 | 62,5 | 82,5 | 72,5 | 69,3 | 51,3 | 38,3 | 49,6 | 54,2 | 30,9 | 87,4 | 91,9 | 65,0 | 87,9 |
| Fluxos de portfólio privados | -14,1 | 12,6 | 8,6 | 40,1 | 27,3 | 5,0 | 33,3 | 33,2 | 24,5 | -3,9 | 1,2 | -14,2 | -15,6 | -12,4 | -23,8 | 4,8 | 11,5 | 38,3 | -19,0 | 29,7 | 18,4 |
| Outros fluxos financeiros privados | -3,4 | -20,2 | 2,0 | -19,0 | -12,9 | 30,3 | 5,7 | -8,2 | -24,5 | -33,2 | -10,5 | -16,6 | -27,8 | -7,4 | -12,8 | -12,9 | -8,7 | -18,4 | -16,0 | -62,4 | -26,6 |
| Fluxos oficiais (B) | 16,8 | 6,4 | 14,3 | 12,0 | 2,5 | -10,1 | -6,0 | 3,0 | 21,4 | 11,1 | -4,9 | 27,1 | 16,1 | 4,7 | -9,8 | -41,4 | -50,0 | -5,8 | 2,2 | 43,4 | 13,7 |
| Total dos fluxos de capital (A + B) | 6,1 | 10,2 | 38,3 | 42,0 | 40,7 | 50,5 | 72,7 | 86,3 | 83,9 | 56,6 | 58,3 | 65,6 | 24,0 | 23,1 | 3,2 | 4,7 | -16,3 | 101,6 | 59,1 | 75,7 | 93,4 |
| Mudanças nas reservas | 16,5 | 16,1 | 22,0 | 21,3 | -10,3 | 20,4 | 9,1 | 17,0 | -8,4 | -5,5 | 6,8 | -1,7 | -1,4 | 33,8 | 24,1 | 33,2 | 50,4 | 133,1 | 50,9 | 57,8 | 48,7 |
| Transações correntes | -1,1 | -17,4 | -34,8 | -45,9 | -51,9 | -37,5 | -39,1 | -66,3 | -90,5 | -56,5 | -48,6 | -53,9 | -16,2 | 9,2 | 21,4 | 36,7 | 49,8 | 14,8 | -26,7 | -18,6 | -47,3 |
| Transações correntes (% PIB) | -0,1 | -1,4 | -2,6 | -3,1 | -3,1 | -2,1 | -2,0 | -3,1 | -4,3 | -3,0 | -2,3 | -2,7 | -0,9 | 0,5 | 1,0 | 1,4 | 1,6 | 0,4 | -0,6 | -0,5 | -1,0 |

Fonte: *World Economic Outlook (IMF, 2010)*.
Elaboração do autor.

Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

TABELA A.2
Crescimento econômico, inflação e transações correntes (TC)/PIB, economias da Europa Central e do Leste (2000-2010)¹
(Em %)

| Período | Albânia | | Bósnia e Herzegovina | | Bulgária | | Croácia | | Estônia | | Hungria | | Kosovo | | Letônia | | | | | | | | | |
|---------|----------|--------|----------------------|--------|------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | | | | | | | | |
| 2000 | 7,3 | 100,0 | -3,7 | 5,2 | 100,0 | -7,0 | 5,4 | 100,0 | -5,6 | 3,0 | 100,0 | -2,5 | 10,0 | 100,0 | -5,4 | 4,9 | 100,0 | -8,5 | 4,9 | 100,0 | -24,3 | 6,9 | 100,0 | -4,9 |
| 2001 | 7,9 | 103,1 | -0,3 | 3,6 | 104,6 | -12,5 | 4,1 | 107,4 | -5,6 | 3,8 | 103,8 | -3,2 | 7,5 | 105,8 | -5,2 | 4,1 | 109,2 | -6,0 | 27,0 | 111,7 | -5,8 | 8,0 | 102,5 | -7,6 |
| 2002 | 4,2 | 108,5 | -7,2 | 5,0 | 105,0 | -17,8 | 4,5 | 113,6 | -2,4 | 5,4 | 105,5 | -7,3 | 7,9 | 109,5 | -10,6 | 4,4 | 115,0 | -7,0 | -0,7 | 115,6 | -6,7 | 6,5 | 104,5 | -6,6 |
| 2003 | 5,8 | 111,0 | -5,0 | 3,5 | 105,5 | -19,4 | 5,0 | 116,3 | -5,5 | 5,0 | 107,4 | -5,4 | 7,6 | 111,0 | -11,3 | 4,3 | 120,3 | -8,0 | 5,4 | 116,0 | -8,1 | 7,2 | 107,6 | -8,1 |
| 2004 | 5,7 | 114,2 | -4,0 | 6,3 | 105,8 | -16,4 | 6,6 | 123,4 | -6,6 | 4,3 | 109,5 | -4,6 | 7,2 | 114,4 | -11,3 | 4,9 | 128,5 | -8,4 | 2,6 | 114,8 | -8,3 | 8,7 | 114,3 | -12,9 |
| 2005 | 5,8 | 116,9 | -6,1 | 4,3 | 109,6 | -18,0 | 6,2 | 130,9 | -12,4 | 4,2 | 113,2 | -5,7 | 9,4 | 119,0 | -10,0 | 3,5 | 133,0 | -7,2 | 3,8 | 113,2 | -7,4 | 10,6 | 122,1 | -12,5 |
| 2006 | 5,4 | 119,7 | -5,6 | 6,2 | 116,3 | -8,4 | 6,3 | 140,6 | -18,4 | 4,7 | 116,8 | -6,7 | 10,0 | 124,3 | -16,9 | 4,0 | 138,2 | -7,5 | 3,8 | 113,9 | -6,7 | 12,2 | 130,2 | -22,5 |
| 2007 | 6,0 | 123,2 | -10,4 | 6,5 | 118,1 | -12,6 | 6,2 | 151,2 | -26,9 | 5,5 | 120,2 | -7,6 | 7,2 | 132,5 | -17,8 | 1,0 | 149,1 | -6,8 | 4,0 | 118,8 | -8,8 | 10,0 | 143,3 | -22,3 |
| 2008 | 7,8 | 127,4 | -15,2 | 5,4 | 126,9 | -14,9 | 6,0 | 169,3 | -24,2 | 2,4 | 127,5 | -9,2 | -3,6 | 146,3 | -9,4 | 0,6 | 158,2 | -7,2 | 5,4 | 129,0 | -16,0 | -4,6 | 165,1 | -13,0 |
| 2009 | 2,8 | 130,2 | -14,0 | -3,4 | 126,4 | -7,5 | -5,0 | 173,5 | -9,5 | -5,8 | 130,5 | -5,6 | -14,1 | 146,1 | 4,6 | -6,3 | 164,8 | 0,4 | 4,0 | 126,8 | -18,7 | -18,0 | 170,5 | 9,4 |
| 2010 | 2,3 | 134,7 | -12,6 | 0,5 | 128,4 | -7,2 | 0,2 | 177,3 | -6,3 | 0,2 | 133,6 | -6,3 | 0,8 | 147,3 | 4,7 | -0,2 | 171,9 | -0,4 | 4,8 | 128,7 | -18,3 | -4,0 | 164,2 | 7,0 |
| Período | Lituânia | | Iugoslávia | | Montenegro | | Polónia | | Romênia | | Sérvia | | Turquia | | | | | | | | | | | |
| | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | PIB | TC/PIB | | | | | | | | | | |
| 2000 | 3,3 | 100,0 | -5,9 | 4,5 | 100,0 | -1,9 | nd | 100,0 | nd | 4,3 | 100,0 | -5,8 | 2,9 | 100,0 | -3,7 | 5,3 | 100,0 | -1,8 | 6,8 | 100,0 | -3,7 | | | |
| 2001 | 6,7 | 101,6 | -4,7 | -4,5 | 105,5 | -7,2 | 1,1 | 123,7 | nd | 1,2 | 105,5 | -2,8 | 5,6 | 134,5 | -5,5 | 5,6 | 191,8 | -2,5 | -5,7 | 154,2 | 1,9 | | | |
| 2002 | 6,9 | 101,9 | -5,2 | 0,9 | 107,8 | -9,4 | 1,9 | 148,1 | nd | 1,4 | 107,5 | -2,5 | 5,0 | 164,8 | -3,3 | 3,9 | 229,2 | -8,3 | 6,2 | 223,9 | -0,3 | | | |
| 2003 | 10,2 | 100,8 | -6,9 | 2,8 | 109,1 | -4,1 | 2,5 | 159,2 | -6,7 | 3,9 | 108,4 | -2,1 | 5,3 | 189,8 | -5,8 | 2,4 | 256,0 | -7,2 | 5,3 | 280,6 | -2,5 | | | |
| 2004 | 7,4 | 102 | -7,6 | 4,1 | 108,7 | -8,4 | 4,4 | 164,2 | -7,2 | 5,3 | 112,1 | -4,0 | 8,5 | 212,5 | -8,4 | 8,3 | 281,9 | -12,1 | 9,4 | 304,7 | -3,7 | | | |
| 2005 | 7,8 | 104,7 | -7,1 | 4,1 | 109,2 | -2,6 | 4,2 | 169,8 | -8,5 | 3,6 | 114,5 | -1,2 | 4,1 | 231,7 | -8,6 | 5,6 | 330,6 | -8,7 | 8,4 | 329,6 | -4,6 | | | |
| 2006 | 7,8 | 108,6 | -10,7 | 3,9 | 112,7 | -0,9 | 8,6 | 173,4 | -24,1 | 6,2 | 115,7 | -2,7 | 7,9 | 246,9 | -10,4 | 5,2 | 372,4 | -10,1 | 6,9 | 361,3 | -6,0 | | | |
| 2007 | 9,8 | 114,9 | -14,6 | 5,9 | 115,3 | -7,2 | 10,7 | 179,5 | -39,5 | 6,8 | 118,6 | -4,8 | 6,3 | 258,8 | -13,4 | 6,9 | 396,6 | -15,6 | 4,7 | 392,9 | -5,8 | | | |
| 2008 | 2,8 | 127,7 | -11,9 | 4,8 | 124,8 | -13,1 | 6,9 | 195,6 | -52,4 | 5,0 | 123,6 | -5,1 | 7,4 | 279,1 | -12,2 | 5,5 | 445,9 | -17,5 | 0,7 | 433,9 | -5,7 | | | |
| 2009 | -15 | 133 | 3,8 | -0,7 | 123,8 | -7,3 | -7,0 | 202,6 | -27,2 | 1,7 | 127,9 | -1,6 | -7,1 | 294,8 | -4,4 | -2,9 | 482,1 | -5,7 | -4,7 | 461,1 | -2,3 | | | |
| 2010 | -1,6 | 131,4 | 2,7 | 2 | 126,1 | -6,0 | -1,7 | 201,5 | -17,0 | 2,7 | 130,8 | -2,8 | 0,8 | 306,5 | -5,5 | 2,0 | 505,2 | -8,2 | 5,2 | 505,9 | -4,0 | | | |

Fonte: *World Economic Outlook* (IMF, 2010).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Dados referentes a 2010 de acordo com a previsão do FMI.

O DESEQUILÍBRIO MONETÁRIO INTERNACIONAL NOS ANOS 2000*

Luiz Afonso Simoens da Silva**

1 INTRODUÇÃO

Inúmeros têm sido os desequilíbrios apontados como causas da crise financeira iniciada em junho de 2007 e agravada um ano depois. O primeiro é o equilíbrio instável que foi sendo construído ao longo dos anos entre os Estados Unidos e a Ásia. Ele pode ser resumido como a contraposição de elevados e crescentes déficits em conta-corrente dos Estados Unidos a elevados e crescentes superávits em conta-corrente na Ásia, particularmente China e Japão. Em 1999, a soma dos superávits destes dois países asiáticos mais o da Alemanha equivalia a 34% do déficit americano. Esta porcentagem subiu continuamente desde então, registrando 159% em 2009.

Uma primeira tentativa americana de enfrentar esse problema no plano multilateral foi apresentar uma proposta no G20, no sentido de alcançar cooperação internacional para limitar déficits e superávits em conta-corrente a 4% do produto interno bruto (PIB). No período de 2000 a 2010, o déficit médio americano foi de 5% do PIB, enquanto os superávits de China, Alemanha e Japão foram, respectivamente, de 5%, 4% e 3% do PIB. Há países com superávits maiores, como Suíça (10%) e Rússia (9%), além dos exportadores de petróleo, e países com déficits maiores, como Nova Zelândia (6%) e Hungria (6%). Alguns países emergentes também têm sido chamados a dar sua “contribuição” para o ajuste global, como é o caso do Brasil, que tem sido instado a ampliar seu déficit, mantendo abertos seus mercados aos produtos industrializados dos países avançados.

As resistências são grandes. A China recusa-se a internalizar o ajuste pretendido pelos Estados Unidos e controla o nível de apreciação do iuane com relação ao dólar, após a crise de 2008. No Japão, qualquer contribuição teria de vir por meio de crescimento muito forte da demanda doméstica, quando o que ocorre é um ambiente deflacionário. A Alemanha também poderia aumentar os salários e

* Texto elaborado com informações disponíveis até junho de 2011.

** Professor do Instituto de Estudos de Economia Internacional da Universidade Estadual Paulista (IEEI/UNESP) e pesquisador do Programa Nacional de Pesquisa em Desenvolvimento (PNPD) no Ipea.

estimular a demanda interna, com benefícios inclusive para os países da região. Isto dificilmente ocorrerá, uma vez que os governos da Europa embarcaram em programas de consolidação fiscal (UNCTAD, 2010, p. V-VI).

Um segundo desequilíbrio é a “não ordem” monetária, que vige pós-Bretton Woods, em que o dólar americano é a moeda de referência. Afirmar que o dinheiro é manifestação de poder soa como uma platitude, mas é sempre interessante lembrar que a história do capitalismo não contou senão com duas moedas mundiais, a libra e o dólar, que foram símbolos das hegemonias econômicas, políticas e militares da Inglaterra, no século XIX, e dos Estados Unidos, no século XX. Foram duas moedas e, obviamente, uma única transição da libra-ouro para o dólar-ouro, sacramentada na Conferência de Bretton Woods (1944). A singularidade histórica desta transição mostra a relação fundamental entre moeda mundial e hegemonia. Sua complexidade deve ser considerada por aqueles que propõem a substituição do dólar ou a sua submissão a acordos internacionais.

Muitos foram os defensores da ordem econômica implantada após a Segunda Guerra Mundial ressaltando o grande dinamismo e a abertura dos mercados ao comércio, que foram os frutos derivados da consolidação da *Pax Americana*. No entanto, o campo monetário não teve um desenvolvimento pacífico. Refletindo a recomposição das forças econômicas da Europa e da Ásia, várias têm sido as contestações aos “privilégios exorbitantes” da moeda de referência.

Uma contestação recente ao papel do dólar partiu da Organização das Nações Unidas – ONU (UN, 2009). Um grupo de especialistas presidido por Joseph Stiglitz fez um ataque cerrado ao atual sistema de reserva global, que se teria provado instável, incompatível com o pleno emprego global e injusto. Este trabalho propôs substituir o dólar em seu papel de moeda global pelos direitos especiais de saque (DES), a moeda escritural do Fundo Monetário Internacional (FMI). A Conferência para o Comércio e o Desenvolvimento das Nações Unidas (UNCTAD), por sua vez, tem centrado suas análises nos desequilíbrios cambiais decorrentes do enfraquecimento do dólar e na necessidade consequente de impor restrições à liberdade dos fluxos financeiros internacionais.

A primeira seção deste trabalho discute algumas características do sistema monetário internacional dólar-flexível, com ênfase para a instabilidade das taxas de câmbio, medidas por suas tendências de valorização ou desvalorização e pelas volatilidades apresentadas. A segunda seção seleciona para discussão algumas moedas que são ou foram pensadas como prováveis substitutas ao dólar: o euro e o iuane, além dos DES. A terceira seção enfrenta algumas implicações para a economia brasileira decorrentes dos desequilíbrios cambiais. Nas considerações finais, é enfatizada a ideia de que o mundo ainda não tem alternativa viável ao dólar como moeda de referência, e que o momento está propício para a tomada de decisões

unilaterais de defesa da solidez das contas externas dos países emergentes que apresentam forte tendência à valorização de suas moedas.

2 CARACTERÍSTICAS DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL DÓLAR-FLEXÍVEL

Uma característica do sistema monetário internacional é o ajustamento assimétrico nos desequilíbrios externos, que voltou à cena com a proposta americana de limitar os déficits e superávits em conta-corrente a 4% do PIB. Ela foi discutida no G20, em novembro de 2010, em Seul, Coreia do Sul. Para Wolf (2010, p. A17), os Estados Unidos, que tanto se opuseram às teses keynesianas para enfrentamento de assimetrias nas contas externas, mudaram de lado e querem agora “estabelecer o princípio de que tanto os países superavitários como deficitários têm a obrigação de se ajustarem”. Não há como ficar contra, *a priori*, uma proposta desta natureza.

A China, país para o qual essa proposta parece ter sido dirigida, não aceitou discuti-la, assim como a Alemanha e o Japão. É claro, porém, que há receio de retaliações comerciais e temor pelas consequências da política americana de “relaxamento quantitativo”, que amplia a já excessiva liquidez internacional. Além disso, como a China é uma economia de comando, a decisão de ampliar o consumo interno pode elevar o padrão de vida de sua população e favorecer o resto do mundo, além de ampliar o escopo das discussões, hoje muito focadas nas taxas de câmbio. Não há por que a China continuar a ser um gigantesco exportador de capitais.

Delfim Netto (2010, p. A2), ao contrário, acredita que a proposta de Timothy Geithner procura contornar o problema do câmbio chinês englobando as empresas americanas instaladas na China. Para ele, se os países não conseguem controlar suas taxas de câmbio, não há como esperar que controlem os déficits em conta-corrente. O número de variáveis que precisariam de controle – consumo, investimento, gasto público, taxa de juros, taxa de câmbio, salário real – tornaria o assunto irrealista. Esta já seria a reação antecipada do ministro das finanças do Japão, do primeiro-ministro da Índia e da alta cúpula alemã. Esta última teria dito: “Não temos condições legais nem inclinação filosófica para interferir na economia para cortar nosso superávit. Afinal, é natural que países que estão envelhecendo poupem mais do que investem” (DELFIN NETTO, 2010, p. A2).

Uma minuta do documento que seria apresentado aos chefes de Estado em Seul vazou para a imprensa (MOREIRA, 2010, p. A16). A ideia de tetos para superávits e déficits foi substituída pela aceitação de um compromisso pelas nações do G20 de “bandas indicativas”. Desequilíbrios que se afastassem persistentemente destas bandas deflagrariam um processo de avaliação da natureza e das razões que impediriam o ajustamento. Para conquistar adesões, frente à forte reação contrária da Alemanha, a minuta sugeria que as políticas cambiais de uniões monetárias

(leia-se, da União Europeia) fossem avaliadas coletivamente, mas que as políticas fiscais e estruturais fossem avaliadas em âmbito nacional. Neste caso, segundo Moreira (2010, p. A16), o superávit de 6,1% em conta-corrente da Alemanha ficaria encoberto pelo déficit de 0,4% em conta-corrente da zona do euro. Trata-se de uma abordagem que considera o desequilíbrio do balanço de pagamentos alemão um problema doméstico, e apenas reforça a percepção de que o alvo das propostas é a China. Nem assim as negociações avançaram. Nada foi decidido em Seul acerca de tetos ou bandas.

Há muito a ser levado em conta, particularmente para os países exportadores de *commodities*, como a Rússia, grande superavitária em conta-corrente devido às exportações de petróleo e gás, e o Brasil, cujo déficit em conta-corrente é crescente apesar da forte presença internacional em produtos agrícolas e minerais. De todo modo, Wolf lembra que o mundo teria excesso de capacidade, o que “torna enormemente indesejáveis ajustes apenas por países deficitários, como Keynes teria argumentado” (WOLF, 2010, p. A17).

A segunda característica a ser comentada é a tendência à instabilidade, que é a característica mais impactante no momento atual. Ela se reflete na volatilidade das taxas de câmbio, que esteve sempre presente no sistema dólar-flexível. Mais perigosa que esta tendência foi a volatilidade crescente, à medida que a globalização avançou e os sistemas financeiros se desregulamentaram. No limite, pode-se especular que o abandono dos principais pilares do Acordo de Bretton Woods – taxas fixas de câmbio e de juros – e a conseqüente adoção de taxas flutuantes tornou o cálculo empresarial mais incerto, acrescentando instabilidade ao já instável sistema financeiro internacional, isto é, estreitando o intervalo e aumentando a intensidade das crises financeiras. O desenvolvimento da negociação futura em ativos financeiros (mercados de derivativos), que tantos problemas causaram na crise de 2008, é fruto desta maior instabilidade.

Esse quadro tem se agravado, e o que prevalece no mercado é uma tendência à tributação ou à imposição de controles na conta de capitais do balanço de pagamentos. Basta observar o arsenal que está começando a ser utilizado por inúmeros países. Alguns intervêm diretamente no mercado, como a China, que reiteradamente faz compras pesadas de dólares no mercado local, ou Japão, Brasil, Rússia, Coreia do Sul e Suíça, que intervêm em intervalos erráticos. Há países que preferem taxar os fluxos de capitais: a Tailândia criou um imposto de 15% sobre os investimentos estrangeiros em títulos públicos, e o Brasil impôs um imposto sobre operações financeiras incidente em negociações em renda fixa e no mercado futuro de taxas de câmbio. A Índia subiu, pela sexta vez este ano, a taxas de juros para conter pressões inflacionárias derivadas do rápido crescimento econômico, associado a crescentes influxos de capital e aumento de preços das *commodities*.

Controles diretos de entrada de fluxos de capital também estão na agenda de Coreia do Sul, Tailândia, Cingapura e Malásia, e, principalmente, de países com forte posição no mercado de *commodities*, mas que enfrentam déficits em conta-corrente e enorme valorização cambial, como a Austrália e o Brasil. Mesmo com grandes resistências, inclusive dentro do governo brasileiro, a questão do retorno a taxas administradas de câmbio também é um tema que não pode ser descartado liminarmente.

O Banco de Compensações Internacionais (BIS) coleta informações acerca do tamanho e da estrutura dos mercados internacionais de moedas. Os resultados preliminares da última amostra trienal disponível (BIS, 2010) sinalizam que, em abril de 2010, o giro médio do mercado de taxas de câmbio subiu 20% com relação a abril de 2007, movimentando US\$ 4 trilhões por dia. Esta atividade está se tornando cada vez mais global, com as transações internacionais representando 65% do total, contra 35% de transações domésticas.

A tabela 1 mostra o giro das moedas mais negociadas no mercado internacional de câmbio. Segundo o BIS (2010), o grupo mais representativo no giro diário de moedas em 2010, os “pares principais”, é formado pelo cruzamento do dólar com o euro, o iene, o franco suíço, a libra, o dólar australiano e o dólar canadense. Um segundo grupo se dá pelo cruzamento destas mesmas moedas sem o dólar. O terceiro grupo, “pares exóticos”, inclui o iuane, o rublo, o dólar neozelandês, o real brasileiro, o won coreano, o rand sul-africano, o florim húngaro e a rúpia indiana, entre outros.

O dólar é a moeda mais negociada, mas mostra tendência de declínio desde a amostra de abril de 2001, enquanto o euro e o iene ganharam importância desde abril de 2007. O relatório do BIS (2010) menciona que, entre as dez moedas mais ativamente negociadas, os dólares australiano e canadense foram os que aumentaram sua parcela no mercado, ao passo que a libra esterlina perdeu terreno e o franco suíço declinou marginalmente.

Os “pares exóticos” usados mais amplamente são o dólar neozelandês, as coroas dos países nórdicos e os dólares de Hong Kong, Cingapura e Taiwan. Os mercados emergentes, na definição dada pelo Institute of International Finance (2011, p. 22), inclui 30 países: sete da Ásia; oito da América Latina; oito da Europa; e sete da África e do Oriente Médio. Dezesseis deles foram relacionados como tendo participação no giro médio diário dos mercados de moedas estrangeiras.¹ Embora seja baixa sua importância relativa, esta participação mostra ascensão ininterrupta nos anos 2000. A lira turca, o won coreano, a rúpia indiana e o real brasileiro aumentaram sua participação, enquanto o iuane chinês continua com uma participação irrelevante.

1. A metodologia deste trabalho difere de Cintra (2009), que estimou o tamanho dos mercados emergentes por resíduo.

TABELA 1
Giro médio diário no mercado global de moedas (2001, 2004, 2007 e 2010)
 (Em % do giro total em abril)

| Pares principais | 2001 | 2004 | 2007 | 2010 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dólar EUA (USD) | 89,9 | 88,0 | 85,6 | 84,9 |
| Euro (EUR) | 37,9 | 37,4 | 37,0 | 39,1 |
| Iene japonês (JPY) | 23,5 | 20,8 | 17,2 | 19,0 |
| Libra esterlina (GBP) | 13,0 | 16,5 | 14,9 | 12,9 |
| Dólar australiano (AUD) | 4,3 | 6,0 | 6,6 | 7,6 |
| Franco suíço (CHF) | 6,0 | 6,0 | 6,8 | 6,4 |
| Dólar canadense (CND) | 4,5 | 4,2 | 4,3 | 5,3 |
| Subtotal | 179,1 | 178,9 | 172,4 | 175,2 |
| Dólar da Nova Zelândia | 0,6 | 1,1 | 1,9 | 1,6 |
| Coroa da Noruega | 1,5 | 1,4 | 2,1 | 1,3 |
| Coroa da Dinamarca | 1,2 | 0,9 | 0,8 | 0,6 |
| Coroa da Suécia | 2,5 | 2,2 | 2,7 | 2,2 |
| Dólar de Hong Kong | 2,2 | 1,8 | 2,7 | 2,4 |
| Dólar de Cingapura | 1,1 | 0,9 | 1,2 | 1,4 |
| Novo dólar de Taiwan | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,5 |
| Mercados emergentes | 4,7 | 5,6 | 7,9 | 9,6 |
| Ásia ² | 1,3 | 1,9 | 2,9 | 3,6 |
| América Latina ³ | 1,5 | 1,5 | 1,9 | 2,3 |
| Europa ⁴ | 1,0 | 1,5 | 2,2 | 3,0 |
| África (rand sul-africano) | 0,9 | 0,7 | 0,9 | 0,7 |
| Outras moedas | 6,8 | 6,8 | 7,9 | 5,2 |
| Todas as moedas¹ | 200,0 | 200,0 | 200,0 | 200,0 |

Fonte: Bank for International Settlements – BIS (2010, tabela 3).

Notas: ¹ A soma é 200% porque cada transação envolve duas moedas.

² China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia do Sul e Tailândia.

³ México, Brasil, Chile e Colômbia.

⁴ Rússia, Polônia, Turquia, Hungria e República Tcheca.

A tabela 2 mostra o giro por pares de moedas, que está muito concentrado nas negociações em que o dólar é uma das pontas: em 2010, 51% das transações ocorreram com o euro, o iene e a libra, os componentes dos DES. A mesma fonte mostra que o real e o iuane representaram 1% cada das transações totais. Em termos dos centros principais de negociação, a publicação do BIS (2010) indica que os bancos localizados no Reino Unido respondiam, em abril de 2010, por 37% do total do giro com moedas, contra 35%, em abril de 2007. Na sequência vêm Estados Unidos (18%), Japão (6%), Cingapura (5%), Suíça (5%), Hong Kong (5%) e Austrália (4%).

TABELA 2
Giro médio diário no mercado global, por pares de moedas (2001, 2004, 2007 e 2010)
 (Em % do total em abril)

| Pares | 2001 | 2004 | 2007 | 2010 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|
| USD/EUR (euro) | 30 | 28 | 27 | 28 |
| USD/JPY (iene) | 20 | 17 | 13 | 14 |
| USD/GBP (libra) | 10 | 13 | 12 | 9 |
| USD/AUD (dólar australiano) | 4 | 6 | 6 | 6 |
| USD/CND (dólar canadense) | 4 | 4 | 4 | 5 |
| USD/CHF (franco suíço) | 5 | 4 | 5 | 4 |
| EUR/JPY | 3 | 3 | 3 | 3 |
| EUR/GBP | 2 | 2 | 2 | 3 |
| EUR/CHF | 1 | 2 | 2 | 2 |
| Subtotal | 79 | 79 | 74 | 74 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fonte: BIS (2010, tabela 4).

Levando-se em conta a estrutura dos mercados internacionais de moedas, é claro que a instabilidade verificada se refere principalmente às negociações dos pares principais, ainda que seu impacto maior esteja ocorrendo em muitos países emergentes. A tabela 3 mostra a valorização percentual real anual de algumas moedas em relação ao dólar.

TABELA 3
Valorização percentual anual, em relação ao dólar (2000-jun. 2011)

| | Média (jul.2010- jun.11)/Média.2000 | Média (2007) Média (2000) | Média (jul.2010- jun.11)/Média.2008 | 2010 | Média (jul.2010- jun.11)/ |
|-------------------------|--|------------------------------|--|------|------------------------------|
| Euro (EUR) | 52,6 | 53,2 | -7,7 | -4,8 | 3,0 |
| Iene japonês (JPY) | -1,5 | -34,1 | 15,8 | 3,9 | 4,1 |
| Libra esterlina (GBP) | 2,3 | 31,0 | -15,6 | -2,5 | 2,2 |
| Franco suíço (CHF) | 33,7 | 19,4 | 10,0 | 3,2 | 7,5 |
| Dólar australiano (AUD) | 59,6 | 41,0 | 11,8 | 14,7 | 7,3 |
| Dólar canadense (CND) | 30,1 | 25,5 | 6,9 | 9,9 | 2,8 |
| Yuane chinês (CNY) | 18,9 | 2,7 | 7,0 | 2,5 | 3,3 |
| Rublo russo (RUB) | - | - | 2,0 | 9,1 | 5,5 |
| Dólar neozelandês (NZD) | 59,9 | 62,2 | 1,6 | 12,8 | 4,0 |
| Real brasileiro (BRL) | 41,8 | 21,2 | 19,7 | 14,8 | 9,2 |
| Won coreano (KRW) | 0,3 | 11,0 | 1,1 | 12,1 | 2,9 |
| Rand sul-africano (ZAR) | 29,0 | 14,9 | 23,5 | 15,2 | 4,9 |
| Florim húngaro (HUF) | 50,6 | 47,5 | -2,6 | 0,1 | 8,5 |
| Rúpia indiana (INR) | 29,7 | 19,3 | 13,7 | 14,3 | -0,7 |

Fonte: European Commission [s.d.].

A média das cotações diárias do período de 2000 a junho de 2011 mostra que quase todas as moedas se valorizaram frente ao dólar. O caso mais expressivo foi o dólar neozelandês (59,9%), seguido pelo dólar australiano (59,6%), euro (52,6%), florim húngaro (50,6%) e real brasileiro (41,8%). Nova Zelândia, Brasil e Austrália, produtores de bens primários, apresentaram fortes valorizações no câmbio, que só puderam ser enfrentadas por aumento nos preços em dólares praticados nos mercados de *commodities*. Pelo seu peso nas discussões acerca de “guerras cambiais”, o iuane, que se valorizou 18,9%, será discutido à parte. O won coreano (0,3%) e a libra (2,3%) tiveram as menores valorizações, e o iene (-1,5%) foi a única moeda a se desvalorizar neste período, porque já partiu de uma base valorizada.

O período pré-crise, entre 2000 e 2007, já apresentava essas tendências de valorização, em que a única exceção foi o iene, com forte desvalorização (34,1%). Entre 2008 e junho de 2011, com a crise explicitada, algumas mudanças se manifestaram, com desvalorizações no euro, libra e florim. O caso mais expressivo se deu com o euro, que já se valorizara em 8%, em 2008, e se desvalorizou em 5,9%, em 2009. A ocorrência da crise grega trouxe desvalorização adicional ao euro: 4,8% no ano de 2010. A valorização do ano, que acabou em junho de 2011 (3%), inverteu o sentido do período pós-crise, reduzindo a desvalorização para 7,7%. O iene, ao contrário, começou um forte processo de valorização, que se estende até a atualidade: 15,8%. Em igual período, o won coreano se valorizou somente 1,1%, por conta de fortes desvalorizações em 2008 (13,2%) e 2009 (16%), mas voltou a se valorizar a partir de 2010 (12,1%). Tem havido tensões na Ásia com este tipo de movimento de câmbio. O Japão, por exemplo, acusa a Coreia do Sul de realizar desvalorizações competitivas que afetaram a sua posição nos mercados de automóveis, siderurgia, navios e produtos eletrônicos. Se tomado o período 2008-2009, a acusação pode ser verdadeira; se tomados o ano de 2010 e o primeiro semestre de 2011, a acusação perde força.

O real brasileiro foi a segunda moeda que mais se valorizou em 2010 (14,8%) e a que mais se apreciou nos doze meses findos em junho de 2011 (9,2%). Neste exercício de 2011, praticamente todas as moedas analisadas estão em forte processo de valorização. Fazem sentido, conseqüentemente, os protestos do governo quanto aos desequilíbrios externos e a falta de coordenação cambial. Não parece exagerada a expressão “guerra cambial”.

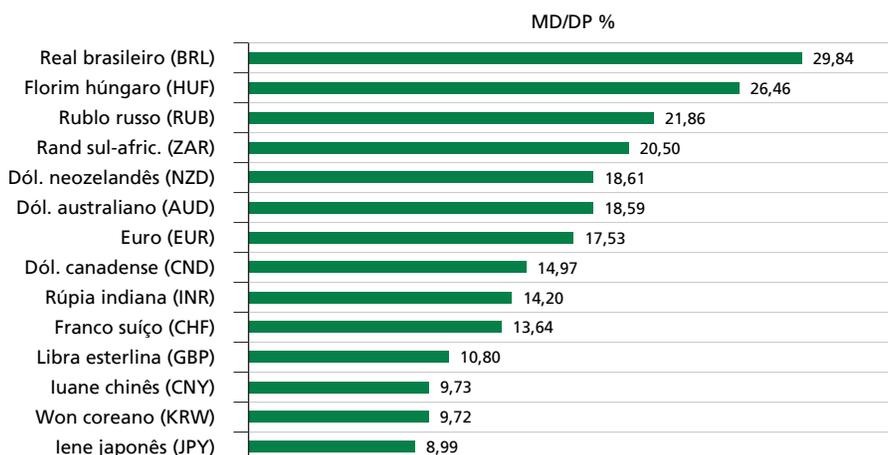
O problema das trajetórias das taxas de câmbio não pode ser plenamente compreendido sem que sejam consideradas suas volatilidades. Neste trabalho, volatilidade é definida como dispersão (desvio padrão) das cotações diárias da moeda com relação à média. Quanto maior o desvio padrão relativamente à média, maior a volatilidade. A tabela 4 e o gráfico 1 sintetizam os cálculos para a volatilidade real média.

TABELA 4
Volatilidade real média anual, em relação ao dólar (2000-jun. 2011)

| | Média (1) | Desvio padrão (2) | MD/DP% (2)/(1) % |
|-------------------------|--------------|----------------------|---------------------|
| Euro (EUR) | 1,2 | 0,2 | 17,5 |
| Iene Japonês (JPY) | 94,7 | 8,5 | 9,0 |
| Libra esterlina (GBP) | 1,7 | 0,2 | 10,8 |
| Franco suíço (CHF) | 1,2 | 0,2 | 13,6 |
| Dólar australiano (AUD) | 0,8 | 0,1 | 18,6 |
| Dólar canadense (CND) | 1,2 | 0,2 | 15,0 |
| Iuane chinês (CNY) | 7,9 | 0,8 | 9,7 |
| Rublo russo (RUB) | 38,0 | 8,3 | 21,9 |
| Dólar neozelandês (NZD) | 0,6 | 0,1 | 18,6 |
| Real brasileiro (BRL) | 2,8 | 0,8 | 29,8 |
| Won coreano (KRW) | 1176,1 | 114,4 | 9,7 |
| Rand sul-africano (ZAR) | 9,2 | 1,9 | 20,5 |
| Florim húngaro (HUF) | 256,3 | 67,8 | 26,5 |
| Rúpia indiana (INR) | 59,9 | 8,5 | 14,2 |

Fonte: International Monetary Fund – IMF (September 2011b) e European Commission [s.d.].
Elaboração própria.

GRÁFICO 1
Volatilidade real média anual, em relação ao dólar (2000-jun. 2011)



Elaboração própria, com base nos dados da tabela 4.

O mais relevante é a dispersão nos pares principais, o que se pode explicar por operações de *carry trade* (arbitragem) que distorceram sistematicamente as taxas de câmbio entre as várias moedas, afastando-as dos fundamentos econômicos. Rossi (2010, p. 7-10) distingue quatro tipos de participantes destes mercados, dois dos quais são os principais. Os primeiros são os grandes bancos internacionais, cujos dez maiores concentram 80% do volume de transações e são, portanto, formadores de mercado, assegurando liquidez e referência de preço. A competição entre estes bancos é que define o *spread* entre as moedas e suas estratégias impactam as taxas de câmbio. O segundo grupo envolve instituições do mercado de capitais, como fundos de cobertura e investidores institucionais, que, por suas estratégias de investimentos, buscam influenciar as tendências do mercado. O terceiro são as firmas que atuam no comércio internacional, importantes no passado, mas que, atualmente, detêm parcela pequena no valor dos negócios dos mercados internacionais de câmbio. O quarto grupo são os indivíduos que atuam como especuladores. Sua participação é crescente por conta do surgimento de inúmeras plataformas de negociação *on-line*.

Rossi (2010, p. 44-49) destacou as diferenças entre “moedas *funding*” e “moedas *commodities*”. As moedas *funding* estão associadas a baixas taxas de juros e são refúgios da liquidez global. Estão mais ligadas à busca de ganho em renda variável, como em bolsas de valores. O iene japonês (9%), que mostrou a mais baixa volatilidade no período, o franco suíço (13,6%), que tem sido um dos principais refúgios em 2011, e o dólar americano conformam esta categoria. As moedas *commodities* estão associadas a altas taxas de juros e são alvos das estratégias de *carry trade*. No geral, envolvem operações de busca de ganho em renda fixa. Os dólares australiano (18,6%), neozelandês (18,6%) e canadense (15%), o florim húngaro (26,5%) e o real brasileiro (29,8%) estão nesta categoria. A trajetória de suas taxas de câmbio está negativamente correlacionada com preços de *commodities* e deprecia muito em crises de confiança.

Por isso, Rossi desenvolveu uma investigação empírica que apontou que variáveis como conta-corrente, crescimento econômico e taxa de inflação não explicam bem as variações cambiais ocorridas entre os países de sua amostra, entre 2006-2010. “Por outro lado, a taxa de juros se mostrou o fator mais influente nas trajetórias cambiais e indicadores financeiros como índice de *commodity* e índices de bolsa de valores estão altamente correlacionados com algumas moedas” (ROSSI, 2010, p. 64).

Não se pode entender a forte valorização cambial dos países exportadores de *commodities* com base, apenas, nos fundamentos macroeconômicos. A grande volatilidade de moedas como o real brasileiro, o dólar australiano e o dólar neozelandês se explica por serem moedas sujeitas à especulação internacional mediante o uso de instrumentos de renda fixa, predominantemente. Isto também fica evidente

no euro, que se mostrou muito volátil devido à crise grega. Mais ainda que nele, foi grande a dispersão nas cotações do dólar australiano e do franco suíço, assim como no dólar canadense. Como os DES são uma média ponderada do dólar (44%), euro (34%), libra (11%) e iene (11%), suas cotações diárias se mostraram menos voláteis, o que depõe a favor daqueles que pretendem ampliar o instrumento como moeda de reserva. Este é o caso da China, cujo iuane mostrou-se mais volátil nos anos iniciais da década, mas que registrou baixa volatilidade a partir do momento em que atrelou sua moeda ao dólar. No período, a volatilidade de 9,7% foi igual à do won coreano e superior, apenas, à do iene japonês (9%).

Outra questão evidente é que, nos anos 2000, o real brasileiro tem sido a moeda mais volátil. Isto se deveu, principalmente, a dois momentos de grande tensão política: o período que antecedeu a posse do governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva e se estendeu até alguns meses à frente, em 2003; e o período de grande choque sofrido pela economia no último trimestre de 2008, com a paralisação dos mercados financeiros internacionais. O Brasil vinha crescendo a uma taxa anualizada superior a 6%, até setembro de 2008. O impacto da crise foi forte e afetou todas as variáveis macroeconômicas relevantes: investimento, produção industrial, emprego e massa real de rendimentos do trabalhador. As contas externas, que já mostravam deterioração desde o início de 2008, apontaram naquele momento para forte queda da corrente de comércio em 2009, com reflexos na cotação da moeda brasileira. Aglietta (2010, p. 2) afirma que, entre os países emergentes, só o Brasil adotou uma taxa de câmbio flexível ao longo dos anos 2000, ao custo de uma forte volatilidade – medida pelas variações diárias do real contra o dólar – e de uma taxa de juros muito elevada, enquanto o iuane teria sido a moeda menos volátil.

3 OBSTÁCULOS À SUBSTITUIÇÃO DA MOEDA DE REFERÊNCIA

Em tempos distintos, o iene, o euro, o iuane e os DES foram apontados como eventuais substitutos para o dólar. Houve época em que a libra esterlina e o franco suíço foram importantes moedas de reserva, mas o tamanho atual de suas economias só lhes permite exercer influência subsidiária.

A economia japonesa é grande e, desde os anos 1980, superavitária na conta-corrente. Embora o país seja credor internacional, sua moeda apresenta fragilidades. Medeiros (2004, p. 10-11) ressalta a alta dependência comercial do Japão com relação aos Estados Unidos e ao dólar, que denomina a maior parte de suas exportações e importações, e sua vulnerabilidade financeira, por não emprestar em sua própria moeda. Além de o dólar ser a principal moeda de denominação de ativos financeiros privados e a principal moeda de reserva, os empréstimos externos realizados por bancos privados japoneses são, essencialmente, em dólares.

O euro se apresentou, desde sua adoção em 2002, como uma alternativa ao dólar como moeda de referência. Índícios nesse sentido eram o tamanho de seu produto interno, a profundidade de seu mercado de capitais, a remoção de controles de capitais e a convergência de políticas macroeconômicas nacionais, particularmente quanto a flutuações cambiais, inflação, déficit, dívida pública e taxa de juros. Na esfera financeira, porém, não houve avanços relevantes, porque não foram desenvolvidos instrumentos automáticos de salvamento, quando da eclosão de crises em Estados-membros da zona do euro.

A união monetária foi alcançada com a adoção do euro, mas a estabilidade de longo prazo não ficou garantida, por conta das tendências deflacionistas derivadas das limitações ao gasto público, porque não houve uma consolidação fiscal e porque não se desenvolveu uma instituição financeira para momentos de crise. O crescimento econômico não se acelerou, o que atingiu mais fortemente os países e regiões mais pobres.

A crise grega, agravada pelas posteriores crises irlandesa e portuguesa, pôs em risco a existência do euro, porque evidenciou a fragilidade de uma união entre países que abriram mão de suas autonomias monetárias e cambiais e se restringiram a manter a autonomia fiscal. Em abril de 2010, os países da zona do euro desenharam um pacote de cerca de € 40 bilhões ou 45 bilhões para fazer frente aos problemas da Grécia. A demora na aprovação de um Fundo Europeu de Estabilização Financeira promoveu a escalada destes números. Em junho de 2010, quando o fundo foi aprovado pelos parlamentos nacionais, as expectativas do mercado já haviam deteriorado, a ponto de o montante do pacote ter que ser elevado para € 750 bilhões, aumentando o custo da reorganização financeira da região. Com a agudização da crise irlandesa, em novembro de 2010, já se discutia novo aumento para € 1,07 trilhão.

Por tudo isso, o euro se afastou da promessa de vir a ser uma moeda concorrente ao dólar, como muitos analistas vislumbraram. Se nenhum trauma maior ocorrer, o euro continuará sendo a moeda regional mais importante em sua esfera de atuação, o que fortalecerá sua posição frente ao dólar, mas não mais que isto.

Quanto à moeda chinesa, o cerne das acusações americanas contra o nível de desvalorização do iuane pode ser visto nos estudos do Peterson Institute for International Economics. A questão é assim sintetizada: “A moeda chinesa, o renmimbi permanece substancialmente desvalorizada, principalmente devido às massivas intervenções do país nos mercados de taxas de câmbio, e é a principal causa de seu grande e crescente superávit comercial” (PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, 2010, p. 1, tradução nossa). Apesar de as autoridades chinesas terem sinalizado um regime cambial mais flexível em 19 de junho de 2010, a apreciação da moeda foi escassa, não ultrapassando 1% em 10 de setembro de 2010. Nesse passo, sua valorização não ultrapassará 4% em um ano.

Por conta disso, a China deveria ser persuadida a valorizar sua moeda em 20% pelos próximos dois anos, mais ou menos o mesmo montante que ela valorizou no período 2005-2008. Nesse caso, seu superávit em conta-corrente cairia para 3% do PIB (PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, 2010, p. 1, tradução nossa).

Bergsten (2010, p. 1-8) propôs uma coalizão multilateral para pressionar a China a valorizar sua moeda, como parte de uma estratégia de reequilíbrio global adotada pelo G20. Detalhada no novo *mutual assessment process* (MAP),² ela implicaria menor consumo e maior exportação dos Estados Unidos, e maior consumo e menor exportação da China. A União Europeia e os outros três países do BRIC (Brasil, Rússia e Índia) já teriam expressado sua profunda preocupação com a política cambial chinesa. Esta coalizão também deveria buscar autorização da Organização Mundial do Comércio (OMC) para impor restrições às importações da China, e a administração americana deveria designar o país como “manipulador da moeda” pelos últimos sete anos.

As ameaças propuseram um tratamento de reciprocidade às compras de dólares pela China, o que equivaleria a fazer compras significativas de iuanes. As compras de dólares teriam sido, em média, de US\$ 1 bilhão por dia, desde 2005, apreciando o dólar e depreciando o iuane. Bergsten reconhece o risco de chamar a China de “manipuladora da moeda”, pois isto pode levá-la a uma posição de intransigência, que impeça avanços construtivos. Compensar as intervenções chinesas no mercado de câmbio pode trazer instabilidade aos mercados financeiros. Apesar disso, o risco de inação lhe parece maior (BERGSTEN, 2010, p.1-2).³

Os números que fundamentam essa visão se encontram em alguns trabalhos do Peterson Institute for International Economics. Cline e Williamson (2010a, p. 2-3) fizeram levantamento dos níveis de taxas de câmbio efetivas para vários países e as compararam com as metas para as taxas de câmbio de equilíbrio (*fundamental equilibrium exchange rate* – FEER). Os números se basearam nas taxas de câmbio de maio de 2010 e nas projeções de abril e outubro de 2010 para as contas-correntes, relatadas no *World Economic Outlook* do FMI (IMF, 2010a; 2010b). Cline e Williamson (2010a) apontaram que, de 30 países, seis apresentaram moeda desvalorizada. Cinco deles, considerados “satélites chineses” pelo estudo, eram situados na Ásia e mostraram forte desvalorização, assim entendido um desvio superior a 2,5% das taxas efetivas de câmbio (*real effective exchange rate* – REER) com relação ao FEER.

2. No MAP, o G20 atribuiu ao FMI a incumbência de analisar a coerência, consistência e compatibilidade mútua de estruturas de políticas e sua efetividade em assegurar crescimento econômico forte, sustentado e equilibrado (IMF, 2009, p. 5).

3. Na reunião do G20, em Seul, em novembro de 2010, não se observaram avanços na discussão entre Estados Unidos e China. Esta, inclusive, rechaçou a ameaça de ser chamada de “manipuladora da moeda”.

Em outubro, a China precisaria valorizar sua moeda em 17%; Cingapura, 29%; Hong Kong, 13%; Malásia, 13%; e Taiwan, 9%. A Suíça, 5%, é a exceção fora da Ásia.⁴

Entre as 14 moedas sobrevalorizadas, encontram-se o real brasileiro, que deveria ser desvalorizado em 8%, o euro (6%), o iene (8%), o dólar australiano (22%), o dólar neozelandês (25%), o rand sul-africano (19%), a lira turca (14%), a rúpia indiana (4%) e o florim húngaro (3%). O estudo aponta, ainda, que dez países apresentam desvios menores que 2,5% em suas moedas, que significariam posições de equilíbrio; entre estas moedas, está o dólar, que se situa no limite de 2,5% de desvalorização; a libra esterlina, que apresenta desvio de 1%; o dólar canadense, de 2%; e o won coreano, de 2%. A coroa sueca e o peso argentino poderiam valorizar suas moedas em 2%.

Inúmeras críticas foram feitas à abordagem de taxas de câmbio efetivas do tipo desenvolvido pelo Peterson Institute, que envolvem disparidades das taxas com relação a um nível visto como sendo de equilíbrio. Elas serão mencionadas nas considerações finais. Por isto, este texto optou por partir das taxas de câmbio nominais médias anuais do iuane, informadas pelo FMI. Por meio do produto destas taxas nominais pelo deflator do dólar e da divisão pelo deflator do iuane, chegou-se às taxas de câmbio reais médias com relação ao dólar. Desde 1994 – quando o mercado cambial chinês foi unificado e houve uma desvalorização do iuane –, até 1998, as cotações foram mensais. Em 1994, a taxa média nominal ficou em iuane/dólar 8,6671, e a taxa real média, em iuane/dólar 9,4241 (tabela 5). A partir de 1999, as cotações foram diárias. O estudo analisou os períodos de valorização e desvalorização do iuane frente ao dólar dos anos 2000 até junho de 2011.

A partir da unificação cambial, houve inflexões na política cambial chinesa. Um resumo para o período de 1994 a junho de 2011 mostra que o iuane valorizou 23,5% nominais e 29,7% reais com relação ao dólar. Nos anos 2000, estes números foram de 19,9% e 18,9%, respectivamente. Em termos reais, houve pequena valorização (2,7%) entre 2000 e 2007, e apreciação de 7% no pós-2008. Dentro deste intervalo, a valorização de 2,5% em 2010 foi pequena, mas a tendência continua em 2011, com alta de 3,3%. Isto não desmente necessariamente as críticas ao iuane. Ele se valoriza frente à moeda americana, mas toma o cuidado de se manter competitivo frente a mercados relevantes. No entanto, os números põem em perspectiva a intensidade das críticas e dá certa razão às autoridades asiáticas que consideram estreito o debate centrado exclusivamente no nível de sua taxa de câmbio.

4. A FEER é a taxa de câmbio que se espera seja sustentável com base nas políticas existentes e que realize intertemporalmente o equilíbrio interno com o externo. Ela deveria gerar um superávit ou déficit em conta-corrente compatível com um mundo de alta mobilidade de capitais, onde poucos países impõem restrições aos fluxos de comércio. Naturalmente, a FEER é definida em termos reais (isto é, ajustada pela inflação) e é, também, uma taxa efetiva, em que as moedas são ponderadas por sua importância no comércio externo com todos os demais países, ou seja, por sua competitividade global. Sua metodologia está atualizada em Cline e Williamson (2010a, p. 1-6).

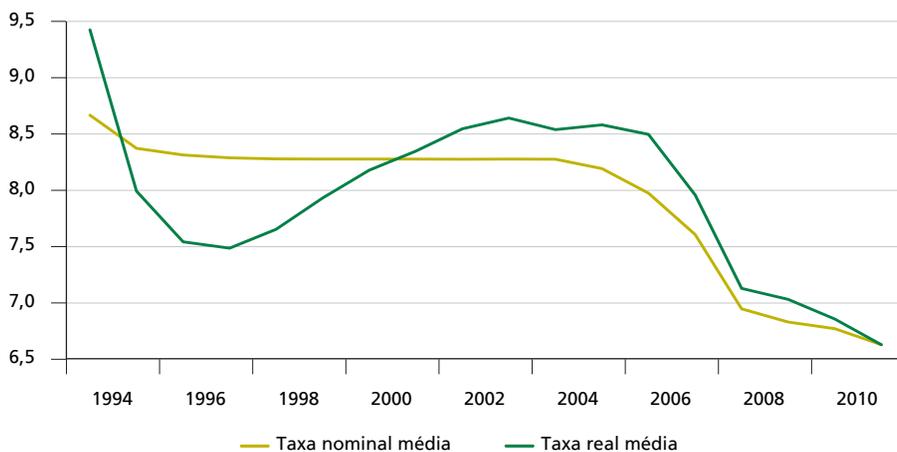
TABELA 5
Taxa de câmbio média iuane/dólar, nominal e real (1994-2011)

| Período | Taxa nominal média | Taxa real média |
|--------------------------|--------------------|-----------------|
| 1994 | 8,6671 | 9,4241 |
| 1995 | 8,3741 | 7,9939 |
| 1996 | 8,3136 | 7,5432 |
| 1997 | 8,2887 | 7,4868 |
| 1998 | 8,2789 | 7,6549 |
| 1999 | 8,2783 | 7,9332 |
| 2000 | 8,2784 | 8,1793 |
| 2001 | 8,2771 | 8,3479 |
| 2002 | 8,2770 | 8,5465 |
| 2003 | 8,2770 | 8,6421 |
| 2004 | 8,2768 | 8,5393 |
| 2005 | 8,1938 | 8,5824 |
| 2006 | 7,9746 | 8,4969 |
| 2007 | 7,6078 | 7,9596 |
| 2008 | 6,9480 | 7,1290 |
| 2009 | 6,8311 | 7,0329 |
| 2010 | 6,7713 | 6,8572 |
| jan.-jun. 2011 | 6,6298 | 6,6298 |
| Valorização real média | | |
| Período | Taxa nominal média | Taxa real média |
| 1994/jul. 2010-jun. 2011 | 23,5 | 29,7 |
| Anos 2000 | 19,9 | 18,9 |
| 2000/2007 | 8,1 | 2,7 |
| 2008/jul. 2010-jun. 2011 | 4,6 | 7,0 |
| 2010 | 0,9 | 2,5 |
| jul. 2010-jun. 2011 | 2,1 | 3,3 |

Fonte: IMF (2011b) e European Commission.

GRÁFICO 2

Taxa de câmbio média iuane/dólar, nominal e real (1994-2011)



Elaboração própria, com base nos dados da tabela 5.

A UNCTAD (2010, p. V), por exemplo, entende que a China já tomou alguns passos no rumo de transferir seu polo dinâmico de investimentos voltados ao crescimento das exportações para um crescimento baseado em consumo doméstico. Desde 2009, já haveria sinais de que o salário real estaria crescendo acima do aumento da produtividade. Os números da conta-corrente também apontariam nesta direção. Segundo a base de dados de abril de 2011 do *World Economic Outlook* (IMF, 2011a), o superávit de 9,6% do PIB, em 2008, caiu para 6% em 2009, devido a uma redução de 13% nas exportações e a uma estabilidade nas importações, e para 5,2% em 2010. Entretanto, estes números devem ser considerados com cautela; as previsões do *World Economic Outlook* apontam para novo crescimento do saldo em conta-corrente nos anos vindouros: 5,7% do PIB em 2011 e 6,3% do PIB em 2012 (IMF, 2011a).

Medeiros (2004, p. 36-37) afirma que “a impressionante expansão das exportações chinesas não resultam assim de uma desvalorização real do iuane frente ao dólar, mas reflete (...) o desvio de comércio e as estratégias de localização das empresas multinacionais americanas”. Seria, portanto, o caso de estimar a competitividade chinesa não apenas como uma questão cambial, mas como resultado do arranjo industrial entre Estados Unidos e China, e do custo muito baixo da mão de obra chinesa.

E o que esperar dos DES? Os DES são um daqueles temas que entram e saem da agenda sempre que irrompe uma crise e ainda não se sabe o que fazer. Vem de 1961 o início das discussões para a criação desta nova moeda de reserva. De um lado, a força do dólar decorria de sua posição hegemônica como moeda mundial;

de outro, os crescentes déficits nas contas externas americanas apontavam para maior instabilidade do sistema e para um momento em que a conversibilidade seria posta em xeque. Foi necessária toda a década de 1960, porém, para que os DES fossem criados, em 1969. O instrumento surgiu para enfrentar a questão da desvalorização do dólar, ao tempo em que Bretton Woods começou a ruir. Seu escopo, contudo, não era “keynesiano”, pois não visava ao pleno emprego, mas apenas prover liquidez e manter estável o valor das reservas internacionais.

O objetivo das primeiras emissões de DES, distribuídas entre os países-membros do FMI, era prevenir problemas de liquidez derivados da política monetária dos Estados Unidos. Antes mesmo da alocação de 1972, porém, já não havia mais falta de liquidez internacional, devido aos déficits na conta de capital do balanço de pagamentos dos Estados Unidos. Assim, em vez de se tornar o principal ativo de reserva do sistema global, a proporção de DES nas reservas globais encolheu para uma fração mínima. Williamson (2009a, p. 2) cita que os DES, que em 1972 chegaram a representar 9,5% das reservas internacionais, não superavam 0,5% destas reservas em abril de 2009, antes do aumento decidido pelo G20.

O tema voltou a ser discutido no âmbito do grupo de estudos da ONU, no qual Stiglitz tem defendido a criação de um banco de reserva global que faça emissões automáticas e regulares de DES para substituir o dólar. Vários autores argumentam que há vantagens no uso deste instrumento. Estudo de Williamson (2009b, p. 1-3) aponta uma delas: os DES são menos voláteis que o dólar e, com isso, haveria uma diminuição da necessidade de operações de arbitragem que servem para equalizar os retornos esperados pela posse de moedas que compõem os DES atualmente. Os números da tabela 4 deste trabalho também mostram que a volatilidade dos DES (8,6% em relação ao dólar), nos anos 2000, foi inferior à do euro (17,5%), do iene (9%) e da libra (10,8%).

Uma segunda vantagem seria a melhor distribuição dos ganhos de senhoriagem. Estes lucros derivados do privilégio de emissão da moeda mundial estão concentrados nos Estados Unidos. Sob um regime monetário baseado nos DES, a senhoriagem seria apropriada pelos países-membros do FMI de acordo com suas quotas.

Por último, há uma questão que ocorre quando o país emissor da moeda ignora suas obrigações internacionais, como está acontecendo atualmente com a política de “relaxamento quantitativo”. Na tentativa de estimular a economia doméstica, os Estados Unidos ampliam a liquidez internacional e diminuem o valor da moeda de referência. Na verdade, o que ocorre é um aumento da liquidez, que vai muito além do montante necessário de meios de pagamento e de entesouramento. Williamson (2009b) argumenta que qualquer outro país mostrar-se-ia relutante em assumir este papel, de modo que as inconsistências de balanço de pagamentos poderiam ser suavizadas, senão eliminadas, pelas distribuições de DES.

De fato, o uso dos DES ou de outra cesta de moedas, que, por exemplo, acrescentasse o iuane ao dólar, ao euro, ao iene e à libra, diminuiria a insatisfação relativa daqueles que, em todos os tempos, procuraram ancorar suas expectativas em uma medida invariável de valor, por mais que esta não passe de uma quimera. Apesar de os DES também flutuarem, eles o fazem em menor proporção que o dólar, pela simples razão de que seus componentes são negativamente correlacionados. O grande problema, no entanto, é que, da mesma forma que o euro, eles não contam com um banco central em sua retaguarda.

4 IMPLICAÇÕES PARA O BRASIL DECORRENTES DOS DESEQUILÍBRIOS CAMBIAIS

Os documentos divulgados pelo Peterson Institute para o debate no âmbito do G20, em Seul, apresentam o real brasileiro como uma das moedas mais valorizadas do mundo. Cline e Williamson (2010b, p. 4-7, tradução nossa) destacam que “países que já estão sobrevalorizados numa base efetiva – fundamentalmente economias de mercados emergentes flutuantes, mas também Austrália e Nova Zelândia – não deveriam ser condenadas por resistir à apreciação adicional”. Suas estimativas, com base em dados de outubro de 2010, afirmam que a valorização efetiva do real está em 8% (em 9% com relação só ao dólar). Acima do Brasil, entre os 30 países pesquisados, estão a Nova Zelândia (26% de valorização com relação do dólar), África do Sul (19%), Turquia (16%), República Tcheca (11%) e Polônia (10%).

A amostra da tabela 3 aponta que, nos anos 2000, a única desvalorização expressiva do real brasileiro se deu contra o euro, porque as demais ocorreram com moedas de mercados inexpressivos comercialmente para o Brasil: dólar australiano, dólar neozelandês e florim húngaro. A moeda brasileira apresentou, ao contrário, valorização real com relação às demais moedas: iene, libra e iuane, principalmente. No período pós-crise, isto é, a partir de 2008, o quadro se agravou: o real se valorizou 20,4% frente ao dólar, enquanto o euro, a libra e o florim se desvalorizaram; e o iene, o franco suíço, o dólar australiano, o dólar canadense, o iuane, o rublo, o dólar neozelandês, o won coreano e a rúpia indiana se valorizaram relativamente menos. Só o rand sul-africano se valorizou mais que o real neste período. No período de doze meses encerrado em junho de 2011, a valorização do real foi de 9,2%, a maior da amostra.

Toda a movimentação recente na esfera multilateral, no G20 em especial, trouxe avanços para os países emergentes, particularmente nas questões de governança e de fortalecimento do FMI como organismo empregador de última instância. A indefinição ao final do encontro do G20, em Seul, porém, aponta para um arrefecimento de seu ímpeto reformador, porque não se espera nenhuma medida concreta em futuro próximo.

O momento parece voltado a medidas de caráter unilateral. A questão mais premente é o câmbio, que leva à deterioração relativa da posição do país no comércio internacional e, principalmente, põe em risco sua estrutura industrial. A conta comercial brasileira vem mostrando tendência de queda do peso dos bens manufaturados e de aumento dos produtos básicos de exportação. O peso e a composição do comércio brasileiro com a China, por exemplo, tornam evidente a baixa intensidade tecnológica do produto brasileiro, a ponto de estar sendo criada uma “nova dependência” com relação àquele país (FIESP, 2010).

O “real forte” é um dos fatores mais relevantes nesse quadro. Vieira (2010, p. B2) não aceita que a abordagem do controle cambial brasileiro se limite a apenas três pontos:

a aquisição de dólares pelo Banco Central do Brasil, que aumenta as reservas internacionais, mas onera as contas públicas; a participação do Fundo Soberano ou do Tesouro Nacional, que tem seus limites; e a imposição de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) aos investimentos estrangeiros de portfólio.

Diante da enorme liquidez internacional, que ainda tende a se agravar antes de começar a ser enxugada, e de inúmeras iniciativas unilaterais dos países, é tempo de avançar o entendimento dessa questão. O ideal é que a solução seja resultado de acordos multilaterais, mas, na sua ausência, é preciso lembrar que o Brasil dispõe de “incrível arsenal jurídico-cambial (...) desde a década de 1960” (VIEIRA, 2010, p. B2).

No mesmo documento, Vieira advoga que esse instrumental jurídico pode ser utilizado para a imposição, pelo Conselho Monetário Nacional, de regimes de depósito em moeda estrangeira junto ao Banco Central, não remunerados e por prazos vistos como adequados. Apenas exemplificativamente, o autor especula em torno da ideia de um depósito de 30% a 50% dos ingressos de investimentos estrangeiros de portfólio, a ser feito no Banco Central, pelo período de 360 dias. A operacionalização na liquidação do câmbio é fácil e amplamente dominada pelos quadros técnicos da autoridade monetária. Principalmente, ela

não exigiria ações de esterilização monetária, nem traria riscos relevantes de *exposição* cambial ao Banco Central do Brasil, visto que os recursos ficariam no exterior em conta da autoridade e seriam devolvidos, ao final, na mesma moeda. Ademais, os rendimentos da sua aplicação pelo Banco Central do Brasil ajudariam a mitigar um pouco, indiretamente, o custo de manutenção das reservas (VIEIRA, 2010, p. B2).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As questões que este trabalho procurou enfrentar foram os ajustamentos assimétricos e a instabilidade entre as moedas mais negociadas internacionalmente, inclusive algumas moedas “exóticas”, como o real brasileiro. Na sequência,

o estudo procurou especular acerca das tentativas de substituir o dólar como moeda de referência.

A questão do ajustamento assimétrico ressurgiu com a proposta americana de limitar os déficits e superávits em conta-corrente a 4% do PIB. Não foi dessa vez que o assunto avançou. Não se pode, porém, ignorar a importância da iniciativa, que representa profunda alteração nas posições históricas dos Estados Unidos. A enunciação do propósito de envolver os países superavitários no esforço de reequilíbrio global pode representar um passo significativo para que medidas concretas permitam romper com a instabilidade atual, apesar da grande imbricação entre as cadeias produtivas de Estados Unidos e Ásia.

Para enfrentar os grandes desequilíbrios estruturais nos balanços de pagamentos, em fevereiro de 2011 foi desenvolvido pelo FMI, no âmbito do G20, um conjunto de indicadores que inclui: déficit e dívida pública; poupança e dívida privada; e desequilíbrios externos compostos pela balança comercial e pelos fluxos de investimento e transferências, levando-se em conta ainda as taxas de câmbio e as políticas fiscal e monetária (G20, 2011). O perigo desta abordagem é tirar o foco diretamente dos países com superávits estruturais e centrar a discussão em políticas domésticas, como controle do gasto público e do crédito interno, tão a gosto do enfoque monetário do balanço de pagamentos.

Para enfrentar a questão da instabilidade, a UNCTAD (2010, p. 24-25) advoga o abandono das taxas flutuantes de câmbio e propõe a volta a um padrão em que elas sejam fixadas pelo poder de compra de cada moeda expresso em todas as outras moedas. Na prática, a sugestão é manter estável a taxa de câmbio real, isto é, a taxa de câmbio nominal corrigida pela inflação. Isto parece estar em linha com as propostas do Peterson Institute for International Economics (2010). Embora reconhecida como de difícil implantação, a fixação destas paridades já teria sido enfrentada à época de Bretton Woods e do Sistema Monetário Europeu. Defende a UNCTAD (2010) que, se estendido a todos os países, este sistema ajudaria a reduzir os fluxos especulativos de capitais e, por decorrência, diminuiria a necessidade de manutenção de reservas internacionais como um seguro contra crises.

Há vários tipos de crítica a essa abordagem. A primeira deriva dos estudos de Rossi. Ao explicitar as características dos mercados de câmbio, ele deixou claro que, para muitas moedas, particularmente as “moedas *commodities*”, não são os fundamentos econômicos que determinam o comportamento das taxas de câmbio (ROSSI, 2010).

A segunda crítica destaca que, ao enfatizarem o impacto benéfico às contas externas americanas, derivado da eventual valorização acelerada do iuane, as medidas propostas estão claramente contidas nas premissas do modelo; ou seja, parte-se da necessidade de aumentar a balança comercial americana em um

montante entre US\$ 50 bilhões e US\$ 120 bilhões, o que geraria entre 300 mil e 700 mil novos empregos, para se chegar à valorização requerida do iuane. Isto equivale a reduzir todo o desequilíbrio econômico, qualquer que seja sua origem, a uma questão cambial.

Uma terceira crítica é levantada por Aglietta (2010, p. 4). Após observar as restrições estruturais do crescimento da demanda interna chinesa, o autor acredita que a maior parte da poupança nos países asiáticos, mais particularmente na China, não decorre de subconsumo. As despesas insuficientes do governo com a saúde pública, a debilidade das aposentadorias e das redes de proteção social para a maioria dos cidadãos são as causas de uma “poupança preventiva elevada”, de modo que este déficit estrutural não necessariamente possa ser solucionado por uma apreciação da taxa de câmbio.

Uma última crítica ressalta que tais estudos abstraem a natureza das relações entre Estados Unidos e China, que vão muito além de uma questão monetária. Não basta exigir do Estado chinês uma expressiva valorização do iuane se a grande empresa americana transnacionalizada tiver seus interesses afetados por este tipo de decisão. Belluzzo (2005, p. 225-232) desenvolve a ideia de que, já nos anos 1980, as relações entre Estados Unidos e Ásia conformaram o novo eixo de expansão capitalista. Nos anos 1990, a China e seu desvalorizado iuane completaram sua primeira década de crescimento acelerado. Atentos ao novo “milagre asiático”, os Estados Unidos começaram a reconstruir sua relação com a região, realizando grandes investimentos e tornando-se grandes demandantes de sua produção final e devedores de última instância (BELLUZZO, 2005, p. 229).

O aprofundamento desse equilíbrio instável só fez acelerar desde então. Belluzzo (2010) mostra como uma trilha virou a avenida que desembocou na crise. A redistribuição espacial da indústria americana ampliou os desequilíbrios externos entre Estados Unidos, Ásia e Europa, mas favoreceu o avanço da globalização financeira. Os Estados Unidos continuaram a atrair capitais para cobrir seus déficits em conta-corrente, pagando baixas taxas de juros. Com isso, puderam manter o dólar valorizado, as importações baratas e a inflação baixa. Este ambiente propiciava novas rodadas de investimentos produtivos na Ásia, na China em particular, aprofundando a realocação industrial e, por decorrência, os desequilíbrios externos.

Na virada dos anos 2000, a forte expansão chinesa propiciou aos países emergentes uma política de acumulação de reservas. Estas reservas foram utilizadas na compra de ativos americanos, ensejando forte expansão do crédito e do consumo das famílias, assim como inflação de ativos. Com a eclosão da crise, começou a “construção de culpados”, como é o caso dos estudos do Peterson Institute. A essência de seus argumentos é que os países superavitários manipulam as taxas de câmbio, mantendo-as desvalorizadas. O que eles esquecem, porém, é “o

caráter 'fundamental', constitutivo, dos ditos desequilíbrios globais (bem como dos 'excessos' da finança) na determinação das 'leis' que regeram o modo de crescimento da economia global nas últimas décadas" (BELLUZZO, p. A15).

Ocorre que os desequilíbrios macroeconômicos começaram a transbordar para manifestações sociais de amplos segmentos descontentes com os rumos do ajuste da crise financeira. O Federal Reserve injeta recursos massivos na economia para recuperar o crescimento econômico, num momento em que a Europa já avança em políticas de consolidação fiscal. A China recusa-se a internalizar o ajuste pretendido pelos Estados Unidos, administrando a valorização real de sua moeda com relação ao dólar, após a crise de 2008. Neste contexto, novas economias emergentes também lutam para se fazer ouvir. Várias delas se tornaram poderosos exportadores de alimentos e matérias-primas, o que lhes dá confiança para reivindicar maior poder relativo na ordem econômica mundial.

As declarações dos líderes do G20 em Seul, em novembro de 2010, e em Washington, em abril de 2011, não foram além de declarações genéricas a favor de taxas de câmbio determinadas pelo mercado, de modo a dar-lhes mais flexibilidade para refletir os fundamentos econômicos. Elas também se posicionaram contrariamente a desvalorizações competitivas e estimularam as economias avançadas a ficarem atentas contra excessos de volatilidade e movimentos desordenados nas taxas de câmbio. Os documentos finais remeteram a aguda questão das taxas de câmbio para novos encontros em 2011, que tratarão das linhas indicativas do MAP, depois de terem sido preparadas por um grupo de trabalho de estrutura, com apoio técnico do FMI. Isto é pouco para debelar o desconforto crescente de países que amargam excessiva valorização cambial, derivada da lassidão da política monetária americana, da controversa política cambial chinesa e da ortodoxia alemã.

Enquanto avanços não se concretizam, países como o Brasil devem enfrentar seus próprios problemas com medidas unilaterais. A alta instabilidade nas taxas de câmbio internacionais, que ocorre em mercados de balcão não institucionalizados, é fruto mais de especulação que de fundamentos econômicos. Ao contrário da visão do mercado financeiro, é preciso tomar as medidas necessárias para baixar as taxas internas de juros. Como as taxas de juros nos Estados Unidos e outros países industrializados estão próximas de zero, aumentos nas taxas de juros dos países em desenvolvimento só servirão para majorar o ingresso de fluxos privados de capital, com propósitos de gerar ganhos em operações de arbitragem. Isto trará, conseqüentemente, novas pressões altistas no câmbio, forçando os governos dos países em desenvolvimento a intervir nos mercados para combater a apreciação cambial (UNCTAD, 2010, p. III).

Faz sentido, então, aumentar impostos sobre aplicações de recursos estrangeiros nos mercados de renda fixa; mudar o imposto incidente sobre alguns inves-

timentos estrangeiros de portfólio; tributar operações em mercados futuros; inibir parcialmente o uso de linhas de crédito externas por parte de bancos, que as vendem para especular em juros altos; e controlar a entrada de capitais especulativos (VIEIRA, 2010, p. B2). O Brasil pode tomar estas medidas sem criar oposições significativas, uma vez que os mesmos estudos que acusam a China de manipulação cambial reconhecem que o real brasileiro é uma das moedas mais apreciadas.

Finalmente, quando se observam os passos da política monetária americana recente, é difícil não lembrar a tendência histórica de os Estados Unidos socializarem pelo mundo as perdas com o ajuste nas recorrentes crises em que o dólar incorre. Por isso, é lícito supor que não seria mau criar um sistema monetário que substituísse o atual. Pena que ele não existe, tampouco existirá no curto prazo. Não há moeda que ocupe o lugar do dólar. Se não houver um retrocesso dramático na própria União Europeia, o euro deve aumentar de importância na sua esfera de influência e continuará sendo a única grande moeda regional. Algumas moedas nacionais vão assumir crescente influência em mercados regionais: o iuane se encaixa nesta categoria. Os DES, a exemplo do euro, não contam com um banco central que os apoiem. Para tê-lo, seria necessário dar este poder ao FMI.

Numa época em que se manifestam tendências protecionistas e as principais economias do mundo parecem tratar exclusivamente de seus interesses, é difícil imaginar uma atitude coordenada no FMI, o que só costuma ocorrer em momentos de pânico generalizado.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. Le Dollar, le Yuan et le Système Monétaire International, **Alternatives Économiques**, n. 45, jan. 2010.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial Central Bank Survey**: foreign exchange and derivatives market activity in April 2010. Basel: BIS, Sept. 2010.

BELLUZZO, L. G. M. O dólar e os desequilíbrios globais. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 3, p. 224-232, jul./set. 2005.

_____. Os subterrâneos da guerra de moedas. **Valor Econômico**, p. A15, 17 nov. 2010.

BERGSTEN, C. F. **A Proposed Strategy to Correct the Chinese Exchange Rate**. In: CONGRESSIONAL TESTIMONY BEFORE THE HEARING ON THE TREASURY DEPARTMENT'S REPORT ON INTERNATIONAL ECONOMIC AND EXCHANGE RATE POLICIES. Washington: Senate, 16 Oct. 2010.

CINTRA, M. A. M. O dólar e o iuane como moeda-reserva internacional. **Revista Retrato do Brasil**, São Paulo, n. 24, p. 30-32, jul. 2009.

CLINE, W. R.; WILLIAMSON, J. **Estimates of fundamental equilibrium exchange rates**. Massachusetts: PIIE, June 2010a. (Policy Brief, n. 10-15). Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/pb/pb10-15.pdf>>.

_____. **Currency wars?** Massachusetts: PIIE, Nov. 2010b. (Policy Brief, n. 10-26). Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/pb/pb10-26.pdf>>.

DELFIN NETTO, A. Empulhação. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 3 nov. 2010.

EUROPEAN COMMISSION. **Eurostat**. Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>.

FIESP – FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Análise da penetração das importações chinesas no mercado brasileiro, equipe técnica da área de competitividade**. São Paulo: DECOMTEC, abr. 2010.

G20. **Communiqué** – Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors. Washington, 14-15 Apr. 2011.

IIF – INSTITUTE OF INTERNACIONAL FINANCE. **Capital Flows to emerging market economies**. Washington: IIF, 24 Jan. 2011.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **The G20 mutual assessment process and the role of the fund**. Washington: IMF, 2 Dec. 2009.

_____. **World economic outlook database**: April 2010. Washington: IMF, 2010a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx>>.

_____. **World economic outlook database**: October 2010. Washington: IMF, 2010b. <www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>.

_____. **World Economic Outlook**. Washington: IMF, Apr. 2011a.

_____. **World economic outlook database**. Washington: IMF, Sept. 2011b. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>>.

MEDEIROS, C. A. A economia política da internacionalização sob liderança dos EUA: Alemanha, Japão e China. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004, p.139-177.

MOREIRA, A. EUA querem banda indicativa para os saldos de conta-corrente. **Valor Econômico**, p. A.16, 8 nov. 2010.

PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS. **The Chinese exchange rate**. Washington, 2010. Disponível em: <<http://www.iie.com/research/topics/hottopic.cfm?HotTopicID=3>>.

ROSSI, P. O Mercado internacional de moedas, o *carry trade* e a taxas de câmbio. **Observatório da Economia Global**, Campinas, n. 5, out. 2010.

UN – UNITED NATIONS. **Report of the commission of experts of the president of the United Nations general assembly on reforms of the international monetary and financial System**. New York, 24-26 June 2009.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and development report, 2010**. New York; Geneva: UNCTAD, 2010.

VIEIRA, J. L. C. Depósitos no BC – Arma na Guerra Cambial. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, p. B2, 6 nov. 2010,

WILLIAMSON, J. **Understanding Special Drawing Rights (SDRs)**. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief number PB09-11, June 2009a.

_____. **The case for regular SDR issues: fixing inconsistency in balance-of-payments targets**, VOX Research-based policy analysis and commentary from leading economists, October 2009b.

WOLF, M. Caminho de volta ao futuro. **Valor Econômico**, p. A17, 3 nov. 2010.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

EICHENGREEN, B. The dollar dilemma the world's top currency faces competition. **Foreign Affairs**, Tampa, v. 88, n. 5, p. 53-68, 2009.

_____. **Globalizing capital: a history of the international monetary system**. New Jersey: Princeton University Press, 1996.

FIORI, J. L. Crisis: Europa dividida y con sumisión a los EEUU. **La Onda Digital**, Montevideu, n. 498, 31 agosto/6 sept. 2010.

G20. **G20 communiqué of the meeting of finance ministers and Central Bank Governors**. Gyeongju, 23 Oct. 2010.

_____. **The G20 Seoul Summit Leaders' Declaration**. [s.l.], 11-12 Nov. 2010.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **IMF Survey Magazine**. IMF Board Approves Far-Reaching Governance Reforms. 5 Nov. 2010.

KREGEL, J. **Some simple observations on the reform of the International Monetary System**. New York: The Levy Economics Institute of Bard College, 2008-2009. (Policy Note).

MEDEIROS, C. A. O ciclo recente de crescimento chinês e seus desafios. **Observatório da economia global**, Campinas, n. 3, jun. 2010.

POSEN, A. S. Why the euro will not rival the dollar. **International Finance**, v. 11, n. 1, p. 75-100, 2008.

THORSTENSEN, V. **China** – Líder das exportações mundiais e também membro da OMC: desafios e oportunidades para o Brasil. São Paulo: FGV, 2010.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and development report, 2009**. New York; Geneva: UNCTAD, 2009.

OS DIREITOS ESPECIAIS DE SAQUE E A REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

José Antonio Ocampo*

1 INTRODUÇÃO

O debate sobre a reforma do sistema monetário internacional surgiu nos últimos anos por três canais diferentes. Antes da crise, a preocupação central girava em torno dos grandes desequilíbrios de pagamentos experimentados pela economia mundial e do elevado volume de reservas internacionais dos países em desenvolvimento, que fazia parte deste processo. Quando a crise eclodiu, o foco mudou para a geração de liquidez e a necessidade de políticas macroeconômicas anticíclicas. A revitalização do Fundo Monetário Internacional (FMI) fez parte deste movimento. Isto incluiu a decisão do Grupo dos 20 (G20), em sua reunião de Londres em abril de 2009, de injetar recursos massivos no Fundo e decretar a maior emissão de Direitos Especiais de Saque (DES) da história, US\$ 250 bilhões, que revitalizou este quase moribundo mecanismo de cooperação monetária internacional.

O terceiro canal, que é o foco deste trabalho, são as propostas de reforma do próprio sistema monetário internacional. As duas primeiras foram formuladas em março de 2009 pelo presidente do Banco do Povo Chinês (o Banco Central da China) (XIAOCHUAN, 2009) e pela Comissão de Especialistas sobre a Reforma do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, convocada pelo Presidente da Assembleia-Geral da Organização das Nações Unidas (ONU) e liderada pelo professor Joseph E. Stiglitz (UN, 2009). Ambas sugeriram reformas profundas no sistema monetário internacional direcionadas a corrigir suas desigualdades e sua potencial instabilidade.

Este estudo analisa os problemas do sistema monetário internacional atual e, a partir disto, propõe uma reforma que colocaria os DESs no centro. Está dividido em quatro seções, a primeira das quais é esta introdução. A seção 2 analisa os problemas do sistema atual. A seção 3 apresenta as principais linhas da reforma. A seção 4 apresenta algumas breves conclusões.

* Professor e diretor da área de economia e desenvolvimento econômico da Escola de Assuntos Internacionais e Públicos da Universidade de Columbia.

2 OS PROBLEMAS DO SISTEMA ATUAL

2.1 Três falhas protuberantes

Desde o colapso, no início da década de 1970, do padrão dólar-ouro estabelecido em 1944, em Bretton Woods, o sistema monetário internacional tem se baseado no uso de um dólar totalmente fiduciário como o principal meio de pagamento e o principal ativo internacional de reserva. Embora este sistema não possua uma definição formal, pode ser chamado de *padrão dólar fiduciário*. Como outras moedas podem competir com o dólar em suas funções monetárias internacionais, o sistema pode ser caracterizado, mas apenas secundariamente, como um sistema de competição entre moedas de reserva. No entanto, esta competição tem sido relativamente frágil – em grande parte, em razão do que veio a se chamar *externalidades de rede* (*network externalities*), que fazem com que seja conveniente usar predominantemente uma moeda como meio de pagamento. Além disso, o mercado de títulos de dívida pública dos Estados Unidos, os quais são usados como o principal ativo de reserva, não tem paralelo no mundo em termos de tamanho e liquidez. Uma característica adicional do sistema atual é que as principais moedas internacionais têm entre si taxas de câmbio flexíveis.

A globalização financeira, que se acelerou com o colapso do sistema de Bretton Woods – e, pode-se afirmar, em parte como resultado deste colapso –, gerou mais um problema que tem profundas implicações para as economias “emergentes” e em desenvolvimento (simplesmente “economias em desenvolvimento” no restante deste trabalho)¹ e que, embora relacionado ao funcionamento do sistema financeiro internacional, também tem efeitos sobre o sistema monetário. O problema essencial são os fortes ciclos de financiamento externo experimentados pelas economias em desenvolvimento – em termos de disponibilidade de financiamento, margens de risco e prazos –, que lhes provocam riscos macroeconômicos significativos (PRASAD *et al.*, 2003; OCAMPO, KREGEL e GRIFFITH-JONES, 2007, cap. 1). O que isto implica é que as economias em desenvolvimento estão integradas em mercados que são segmentados de acordo com categorias de risco (FRENKEL, 2008). A estes, agrega-se o comportamento igualmente cíclico do comércio internacional, especialmente dos preços dos produtos básicos, que têm aumentado nos últimos anos com a “financeirização” dos mercados de futuros destes produtos (UNCTAD, 2009, cap. 3). Na ausência de

1. O termo *economias emergentes* não possui definição precisa, embora geralmente se presuma que se refere ao acesso aos mercados de capitais privados. Este acesso cria, com efeito, dinâmicas diferentes daquelas que ocorrem quando as economias dependem fundamentalmente de créditos oficiais. No entanto, como um número crescente de economias em desenvolvimento tem tido acesso aos mercados de capitais privados, o grupo de “emergentes” seria, por sua vez, variável. Por isto, neste trabalho, prefere-se o uso de economias em desenvolvimento e usa-se o termo “emergentes” sempre entre aspas.

financiamento de última instância aceitável, os riscos gerados por estes movimentos pró-cíclicos do financiamento e de comércio levaram as economias em desenvolvimento a demandar uma grande quantidade de reservas internacionais para fins preventivos – mecanismo que veio a se chamar de “autosseguro” e que será referido neste estudo como “autoproteção” (AIZENMAN e LEE, 2007; CARVALHO, 2010; OCAMPO, 2007; UN, 2009).

O sistema monetário internacional vigente é instável e desigual. Como todos os sistemas que o precederam, não possui mecanismos de correção dos desequilíbrios globais de pagamentos sem a criação de efeitos adversos sobre a atividade econômica. Durante as crises, estes efeitos são recessivos, uma vez que a carga do ajuste sobre os países deficitários não é compensada por ajustes expansivos das economias superavitárias. Durante os auges, há razões para pensar que o padrão dólar fiduciário gera efeitos líquidos expansivos. A terminologia tradicional refere-se a estes efeitos como os vieses “deflacionários” e “inflacionários” do sistema, mas, como eles tendem a se refletir muito mais na atividade produtiva que no nível de preços, tais efeitos serão referidos como vieses “recessivos” e “expansionistas”, respectivamente.

Mais especificamente, o sistema enfrenta três falhas fundamentais (OCAMPO, 2010a). A primeira é o viés recessivo típico de qualquer sistema em que o ônus do ajuste recai principalmente sobre os países deficitários. Como esta é a questão que Keynes ressaltou nas discussões que antecederam o acordo de Bretton Woods, este problema pode ser chamado de *viés antikeynesiano*.

A segunda diz respeito às instabilidades que são características de um sistema monetário global em que uma moeda *nacional* desempenha o papel de principal moeda *internacional*. Este problema veio a se chamar de “dilema de Triffin”, em homenagem ao economista belga Robert Triffin, que o formulou com precisão na década de 1960. Como se observará, a natureza do problema mudou com a transição do padrão dólar-ouro ao padrão dólar fiduciário.

Finalmente, a autoproteção que os países em desenvolvimento têm desenvolvido implica uma transferência líquida de recursos para as economias que emitem as moedas de reserva. Esta terceira falha do sistema pode ser chamada de *viés para a desigualdade* visto que, como apontara a Comissão Zedillo (UN, 2001), é uma forma de “ajuda inversa” – ou seja, um fluxo dos países em desenvolvimento para as economias industrializadas.

Essas desigualdades têm aumentado significativamente devido à massiva acumulação de reservas no mundo em desenvolvimento nas últimas duas décadas, diante do duplo desafio de ter de se proteger contra a instabilidade financeira mundial e a ausência de um bom “seguro coletivo” para lidar com as crises no balanço de pagamentos. Embora esta acumulação de reservas seja uma resposta racional dos países diante das instabilidades do sistema mundial, quando muitos países atuam nesta

mesma direção produzem uma “falácia da composição”, que se reflete em um aumento dos desequilíbrios globais de pagamentos (OCAMPO, 2007; 2008). Esta interação entre os problemas de desigualdade e os desequilíbrios mundiais pode ser chamada de *conexão desigualdade-instabilidade*.

Como, curiosamente, esses problemas surgiram de forma sequencial, é útil analisá-los em termos dos debates históricos sobre o desenho do sistema monetário internacional.

2.2 O viés antikeynesiano

Como Keynes apontou nos debates que antecederam o acordo de Bretton Woods,² o problema fundamental do sistema atual, como de todos os que o precederam, é que o peso do ajuste diante dos desequilíbrios no balanço de pagamentos recai sobre os países deficitários. Este problema é particularmente grave durante as crises, quando o financiamento internacional é significativamente reduzido. Os próprios países deficitários podem empreender programas de ajuste caso considerem indesejáveis os níveis de dívida externa acumulada ou, mais genericamente, os déficits em suas contas externas. Os países com superávit também podem ver-se obrigados a tomar medidas de ajuste, especialmente para reduzir as pressões inflacionárias geradas pelo superávit do balanço de pagamentos, mas, ao contrário dos deficitários, não enfrentam pressões *externas* para fazê-lo. Este ajuste assimétrico gera um viés recessivo em âmbito mundial, particularmente durante as crises internacionais. Assim o comprova durante a crise recente a pressão que os países da periferia europeia enfrentaram para ajustar suas contas fiscais e externas, enquanto, ao contrário, inexistiam pressões similares para que a Alemanha adotasse medidas expansivas; mas este tem sido um problema enfrentado regularmente pelos países em desenvolvimento durante as grandes crises, especialmente a dos anos 1980 e a que se iniciou no Leste Asiático em 1997.

Para lidar com essa pressão assimétrica, Keynes (1969) propôs a criação de um fundo de compensação internacional para obrigar as nações superavitárias a financiar automaticamente e de forma essencialmente incondicional as deficitárias. Ambas também teriam a obrigação de ajustar-se se os desequilíbrios atingissem níveis considerados excessivos. Esta proposta não foi aceita nas negociações de Bretton Woods. O substituto único e muito imperfeito foi a adoção do financiamento de emergência do FMI para países que enfrentassem crise no balanço de pagamentos, em quantidades limitadas e com condições que os críticos consideraram indesejáveis pelos seus efeitos pró-cíclicos. Note-se, no entanto, que a assimetria não é necessariamente eliminada mesmo que haja o financiamento automático, na

2. Essa história foi relatada de maneira excelente em Skidelsky (2000, parte II).

medida em que os países respondem de forma diferente à acumulação de saldos negativos *versus* positivos em suas contas externas.

Os debates de Bretton Woods foram afetados, obviamente, pela expectativa – correta – de que a Segunda Guerra Mundial deixaria os Estados Unidos com superávit *estrutural*, ou seja, um superávit que não poderia ser corrigido por possíveis ajustes nas taxas de câmbio, enquanto a Europa Ocidental também terminaria com déficit igualmente estrutural. Isto gerou a relutância óbvia dos Estados Unidos em financiar déficits europeus potencialmente ilimitados. O substituto imperfeito foi a “cláusula da moeda escassa”, que nunca foi utilizada. De maior importância foi, portanto, a aceitação por parte da potência norte-americana de que poderiam ser utilizados controles de capitais como mecanismo de ajuste.

Os temidos superávit norte-americano e déficit europeu materializariam-se no que veio a ser chamado de “escassez de dólares” (*dollar shortage*). A solução veio, então, por meio do Plano Marshall e de um mecanismo de pagamentos interregional, a União Europeia de Pagamentos, que geraram gradualmente as condições para a convertibilidade das moedas europeias para as operações correntes, adotada em 1958, ao mesmo tempo em que era criada a Comunidade Econômica Europeia (CEE). Os países europeus mantiveram, de todas as formas, controles na conta de capitais, que seriam eliminados muito mais tarde, e de forma generalizada apenas em 1990, quando foi decretada a plena convertibilidade da conta de capitais dos países da CEE. Este passo seria sucedido pouco depois pela crise monetária europeia.

2.3 Dilema de Triffin

Como destacou Kregel (2009), o que a análise de Keynes implica é que o problema fundamental de todo sistema monetário internacional é o mecanismo de ajuste diante dos desequilíbrios de pagamentos, mais que a moeda específica usada como forma de pagamento ou reserva. No entanto, os debates dos anos 1960 mostraram que a moeda que está no centro do sistema pode gerar problemas adicionais. Em particular, Triffin (1961; 1968) revelou que o uso de uma moeda *nacional* como moeda *internacional* pode criar um sistema que é inerentemente instável.

O problema central é que um sistema dessa natureza introduz ciclos associados às ondas de confiança e desconfiança na estabilidade da principal moeda de reserva. Durante os períodos de confiança, a forte demanda por esta moeda faz com que os Estados Unidos possam financiar déficits maiores dos que são sustentáveis a longo prazo. Estas ondas de demanda por dólares tendem a dar lugar, portanto, a outras de desconfiança do dólar. Por sua vez, se os Estados Unidos tentam reduzir seu déficit de forma unilateral, podem levar a problemas de iliquidez internacional – isto é, à “escassez de dólares”. Assim, o uso do dólar como a principal divisa internacional

introduzia, na visão de Triffin, um “fator errático e imprevisível” tanto sobre os mecanismos de ajuste dos desequilíbrios mundiais de pagamentos como sobre o ritmo de expansão – ou contração – da oferta monetária mundial (ver, em particular, Triffin, 1968, p. 87-88).

Na década de 1960, um dos principais focos de atenção era a possibilidade que outros países tinham de converter seus ativos em dólares para reservas em ouro. Isto gerou uma erosão gradual das reservas de ouro dos Estados Unidos que o país, em colaboração com alguns países europeus, tentou controlar por meio do chamado *gold pool*, mas esta tentativa terminou em fracasso (EICHENGREEN, 2007). E na decisão unilateral da potência norte-americana de abandonar inteiramente a convertibilidade do dólar por ouro em 1971. Obviamente, os Estados Unidos poderiam ter parado este processo com medidas macroeconômicas restritivas para diminuir o déficit no balanço de pagamentos, mas isto apenas teria gerado iliquidez internacional. Por isso, os debates da década de 1960 foram direcionados a pensar em um sistema mais ordenado – na terminologia da época, menos “caprichoso” – para criar liquidez internacional. Depois de várias propostas, a solução finalmente adotada foi a criação de um ativo fiduciário internacional emitido pelo FMI, os DES, com a expectativa, que foi consagrada no convênio constitutivo do Fundo, de que se transformariam, ao longo do tempo, no principal ativo de reserva a nível mundial.³

Vale lembrar que os debates dos anos 1960 deram lugar a outras propostas interessantes, entre as quais a de um sistema monetário internacional baseado não em ouro, mas numa cesta de produtos básicos, ideia que remetia às propostas formuladas por Keynes tempos atrás (HART, KALDOR e TINBERGEN *et al.*, 1964). Este sistema possui propriedades anticíclicas interessantes: durante as crises, quando os preços dos produtos básicos diminuem, a compra de tais produtos por parte da autoridade monetária internacional geraria uma expansão monetária automática. Por sua vez, durante a fase de expansão do ciclo econômico, a alta de preços dos produtos básicos induziria a venda dos estoques destes produtos em poder da autoridade monetária, que ocasionaria a redução na oferta monetária internacional. O que é igualmente interessante, visto que os países em desenvolvimento eram então fundamentalmente produtores de produtos básicos, de modo que esta função estabilizadora teria sido particularmente relevante para eles.

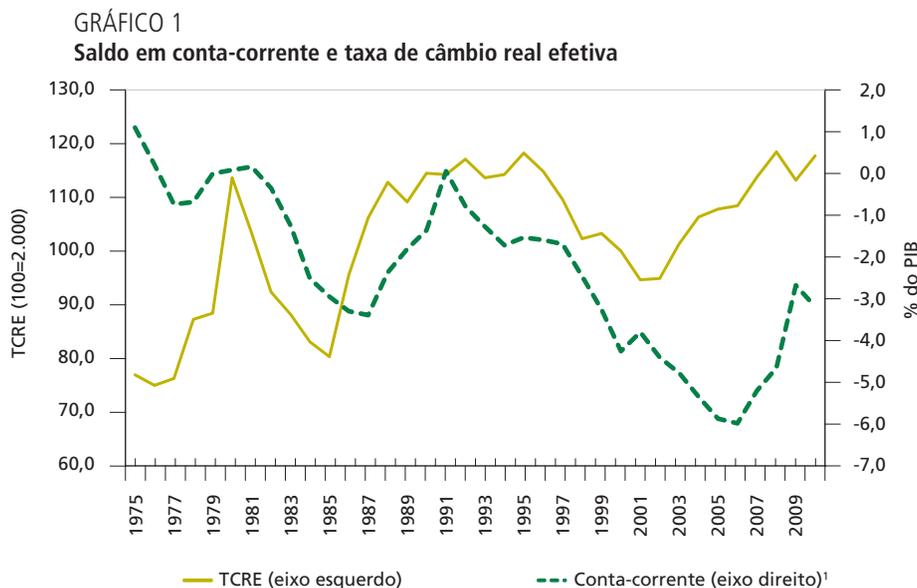
Na medida em que o dólar continuou sendo a principal moeda internacional, o abandono do padrão dólar-ouro não eliminou o “dilema de Triffin”, mas mudou suas modalidades. A mudança mais importante foi a eliminação da restrição imposta pela conversibilidade potencial da reserva de dólar em ouro, o

3. Ver relação dos debates correspondentes em Solomon (1977, caps. 4-8) e Triffin (1968).

que implicou, na prática, que os Estados Unidos poderiam incorrer em déficit sem enfrentar esta restrição. Por sua vez, como o regime de taxas de câmbio flexíveis entre as principais moedas seria responsável por fazer os ajustes entre a oferta e a demanda por dólares, qualquer desconfiança na moeda norte-americana se refletiria em uma tendência à sua desvalorização. Os ciclos de confiança e desconfiança na principal divisa internacional tornaram-se, portanto, ciclos na taxa de câmbio desta moeda. Além disso, na medida em que as autoridades monetárias norte-americanas não considerem a desvalorização de sua moeda como um problema, a inconvertibilidade aumentou de fato a autonomia monetária dos Estados Unidos.

Algumas das manifestações mais importantes desses problemas têm sido a tendência à deterioração da conta-corrente dos Estados Unidos, que se fez evidente a partir de meados da década de 1970, e a eventual transformação dos Estados Unidos de credor para devedor líquido do resto do mundo, a partir de meados dos anos 1980. Vale lembrar que a potência americana tinha apresentado superávits sistemáticos na conta-corrente durante a vigência do regime original de Bretton Woods e a provisão de liquidez internacional fez-se geralmente por meio da conta de capitais. A contrapartida foi, então, o acúmulo de posição de investimento líquido altamente favorável aos Estados Unidos. Em contraste, durante a vigência do padrão dólar fiduciário, a tendência de gerar déficits em conta-corrente tem sido a regra, observando-se que este padrão eliminou, de fato, as restrições que a potência norte-americana enfrentava para incorrer em déficits externos e criou, dessa forma, um viés expansionista mundial durante os períodos de auge.

O gráfico 1 mostra a evolução conjunta dos déficits em conta-corrente dos Estados Unidos e da taxa de câmbio real efetiva do dólar. São mostradas as tendências mencionadas: a deterioração a longo prazo da conta-corrente dos Estados Unidos, assim como a tendência à desvalorização real do dólar, os ciclos pronunciados de ambas as variáveis e, em particular, os cada vez mais intensos déficits na conta-corrente da potência norte-americana. Além disso, soma-se o fato de que, embora a taxa de câmbio tenha sido um dos fatores que ajudou a corrigir ciclicamente os déficits em conta-corrente dos Estados Unidos, os maiores ajustes desta conta contribuíram para gerar fortes desacelerações ou recessões de alcance mundial. Isto se evidenciou em 1979-1981, 1991 e novamente em 2008-2009, mas não alcançou a mesma magnitude em 2001, pelas razões descritas adiante.



Fonte: Estatísticas Financeiras Internacionais/FMI.

Nota: ¹Produto interno bruto.

Obs.: a taxa de câmbio real efetiva (TCRE) deste gráfico está definida de tal forma que um aumento corresponde a uma depreciação (o oposto da definição do FMI). Está calculada como o inverso multiplicativo da TCRE reportada pelo FMI.

Durante as quatro décadas de vigência do padrão dólar fiduciário, o “dilema de Triffin” teve, portanto, características muito diferentes das que tinha quando foi formulado, e estas se manifestaram, em particular, nas tendências e nos fortes ciclos da conta-corrente e da taxa de câmbio real do dólar. Como resultado, o dólar perdeu a essência do que deve ser a principal característica da moeda que está no centro do sistema: um valor estável. Outra das implicações destes efeitos é que a geração de liquidez mundial se tornou mais “errática” ou “caprichosa”, para usar os termos dos debates dos anos 1960.

Deve-se ressaltar, por sua vez, que a duração e a intensidade do ciclo completo mais recente – e mais longo – da conta-corrente dos Estados Unidos,⁴ a prolongada deterioração entre o início dos anos 1990 e meados dos anos 2000 e sua redução a partir de 2006, possuem determinantes que vão além dos Estados Unidos. Em particular, a forte valorização do dólar e o crescente déficit norte-americano no final dos anos 1990 estiveram associados com o papel desempenhado pelos Estados Unidos como “consumidor de última instância” durante a grave crise no mundo em desenvolvimento que eclodiu no Leste Asiático em 1997. Neste contexto, a

4. Barbosa-Filho *et al.* (2008) exploraram a dinâmica desse processo do ponto de vista da economia dos Estados Unidos, mostrando que foi dominada por um comportamento pró-cíclico do endividamento das famílias – e, mais geralmente, do setor privado –, que foi compensado pelo endividamento anticíclico do governo. Esta história não corresponde, no entanto, a uma de déficits “gêmeos” externo e fiscal.

recessão dos Estados Unidos em 2001 somente teve um impacto pequeno sobre a conta-corrente do país. Mais ainda, a contínua deterioração do déficit até 2005-2006, apesar da depreciação do dólar que começou em 2003, somente pode ser explicada pela autoproteção do mundo em desenvolvimento, tema que será explorado mais detalhadamente na próxima seção deste estudo.

Como se observou, a duração e a intensidade dos períodos de déficit transformaram os Estados Unidos em devedor líquido do resto do mundo desde meados dos anos 1980, outra característica sem precedentes para a economia que está no centro do sistema monetário internacional. Isto tem gerado discussões ao longo de já vários anos sobre a possibilidade de colapso do dólar.⁵ No entanto, a crise recente mostrou que em tempos de crise não há alternativa real para o dólar como ativo líquido e “seguro”. As propostas de reforma do sistema monetário internacional do presidente do Banco Central da China, em março de 2009, e os debates mais recentes sobre a sustentabilidade da dívida pública norte-americana que, em abril de 2011, incluíram uma revisão para baixo da classificação de risco por parte de agências privadas, foram manifestações recentes da preocupação recorrente sobre as implicações de uma posição devedora líquida dos Estados Unidos.

Note-se, finalmente, que, para os Estados Unidos, o fato de ser o centro do sistema monetário internacional gera vantagens e desvantagens. A principal vantagem é maior independência monetária. Além dos benefícios de senhoria-gem, que são limitados, outras vantagens indiscutíveis são a capacidade de obter financiamento mais barato que o resto mundo em tempos de crise e a maior demanda por serviços financeiros por parte dos agentes que operam nos Estados Unidos. Além disso, devido à sua posição de devedor líquido e ao fato de que seus passivos são denominados em dólares, a desvalorização do dólar gera ganhos de capital pelo lado do ativo (maior valor em moeda doméstica dos ativos que as empresas e as famílias norte-americanas possuem no exterior), que não têm, como contrapartida, perdas pelo lado do passivo. Este efeito riqueza positivo diminui, no entanto, a eficácia da desvalorização do dólar como mecanismo para corrigir o déficit em conta-corrente dos Estados Unidos (UN, 2005, cap. 1).

Pelo lado negativo, o maior problema é que os déficits em conta-corrente representam, do ponto de vista macroeconômico, vazamentos da demanda agregada. Isto implica que os Estados Unidos são menos capazes de capturar internamente os efeitos de suas políticas fiscais ou monetárias expansionistas (STIGLITZ, 2006, cap. 9). Este fato se evidenciou durante a recente crise financeira global, quando a “fuga para a qualidade” gerou um fortalecimento inicial do dólar e levou os Estados Unidos a exportar para o resto do mundo parte dos efeitos das suas políticas expansionistas.

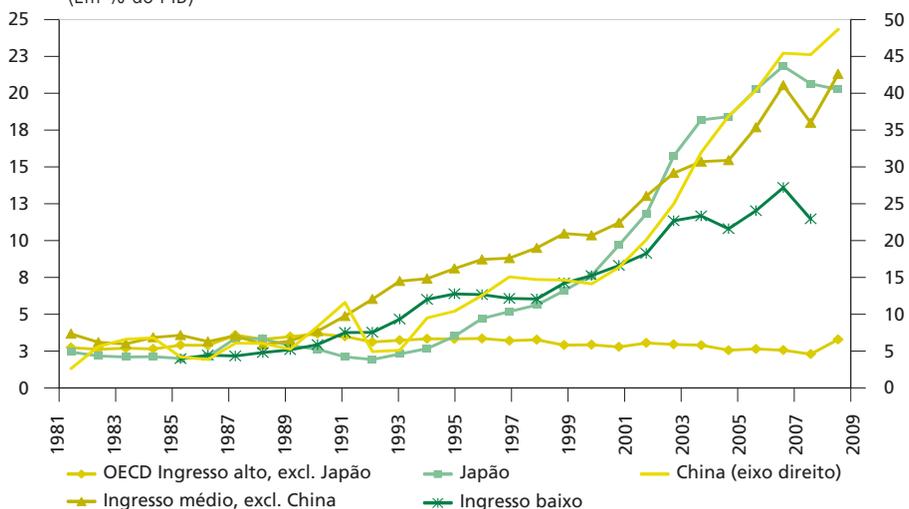
5. Ver, por exemplo, Summers (2004) e Williamson (2004).

2.4 As crescentes desigualdades do sistema e a conexão desigualdade-instabilidade

A transferência de recursos dos países em desenvolvimento para os países industrializados que é derivada do investimento das reservas internacionais foi implicitamente incorporada no contexto do sistema monetário internacional do pós-Guerra e possuía precedentes nos saldos em libras esterlinas e dólares acumulados desde o final do século XIX. No entanto, esta transferência permaneceu baixa, enquanto os níveis das reservas continuaram moderados. Como indica o gráfico 2, o nível das reservas dos países em desenvolvimento foi muito similar ao dos países industrializados até a década de 1980, em torno de 3% do produto interno bruto (PIB). Isto é verdade até mesmo para a China, que tinha reservas equivalentes a 6% ao final daquela década.

Em contraste, nas últimas duas décadas, tem havido uma divergência crescente entre as reservas internacionais dos dois grupos de países. A China foi o país que empreendeu a acumulação de reservas de forma mais agressiva: no final de 2007, as reservas do gigante asiático equivaliam a 45,2% de seu PIB; no final de 2008, a 45%. No entanto, este foi um processo generalizado no mundo em desenvolvimento. No final de 2007, as reservas eram equivalentes a 20,4% e 13,5% do PIB em países de renda média (excluindo-se a China) e baixa, respectivamente; estas proporções se reduziram ligeiramente em 2008, antes da nova tendência ascendente, que começou em meados de 2009 (gráfico 3).

GRÁFICO 2
Reservas internacionais por nível de desenvolvimento
(Em % do PIB)



Fonte: Banco Mundial.
Elaboração do autor.

As duas maiores ondas de acumulação de reservas sucederam as duas grandes crises financeiras vividas pelo mundo em desenvolvimento no final do século XX: a crise da dívida, principalmente a latino-americana (em relação com credores privados), na década de 1980, e a sequência de crises que começou no Leste Asiático, em 1997, e se prolongou até os primeiros anos do novo século; como indica o gráfico 2, a segunda onda foi muito mais intensa. Neste sentido, a acumulação de reservas deve ser vista como resposta do mundo em desenvolvimento aos riscos gerados pela crescente abertura financeira e pela integração dos mercados internacionais de capitais. Além disso, estas crises demonstraram de forma clara que o mundo carece de um bom “seguro coletivo” para lidar com os riscos da globalização financeira e as deficiências do único instrumento deste tipo: os empréstimos altamente condicionados do FMI.

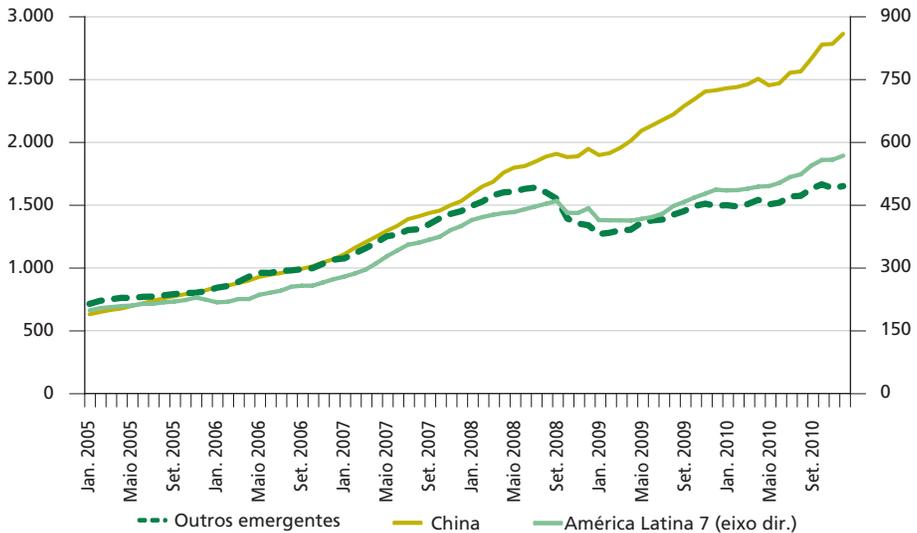
A acumulação de reservas apresentou padrões diferentes em diversas regiões e países.⁶ O grupo mais numeroso de países em desenvolvimento continuou a apresentar déficits em conta-corrente durante o auge de 2003-2007; para estes, portanto, a principal fonte de acumulação de reservas foi o financiamento externo. O segundo grupo, que inclui a China, várias economias do Leste Asiático e um grupo de exportadores de produtos básicos, apresentou superávits tanto em conta-corrente como de capital. O terceiro grupo, composto principalmente pelas economias petrolíferas do Oriente Médio, teve grandes superávits em conta-corrente, mas foi exportador líquido de capitais.

Durante a crise, também houve uma gestão muito diferente das reservas: enquanto alguns países as utilizaram para amortecer o choque externo, outros deixaram que o ajuste se desse por meio da desvalorização da taxa de câmbio (LLAUDE, SALMAN e CHIVAKUL, 2010, gráfico 7). Como um todo, a China simplesmente interrompeu a tendência de aumento das reservas, enquanto outras economias “emergentes” as utilizaram parcialmente, ainda que de maneira muito moderada na América Latina, com a notável exceção do Peru (gráfico 3).

6. Sobre esse assunto, ver, entre outros, Akyüz (2008), Carvalho (2010) e Yongding (2007).

GRÁFICO 3
Reservas internacionais de economias emergentes

(Em US\$ milhões)



Fonte: Estatísticas Financeiras Internacionais/FMI.

Obs.: as economias latino-americanas são as sete de maior tamanho. As outras economias emergentes são Coreia, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, Tailândia, Vietnã, África do Sul, República Tcheca, Hungria, Rússia e Turquia.

Há três hipóteses concorrentes para explicar a acumulação de reservas dos países em desenvolvimento durante as últimas décadas. A primeira, que conta com ampla evidência empírica, indica que o acúmulo de reservas é um mecanismo de autoproteção dos países em desenvolvimento frente à volatilidade dos fluxos de capital. O fato de que, como se observou, as duas grandes ondas de acumulação de reservas sucederam as grandes crises enfrentadas pelo mundo em desenvolvimento respalda esta explicação.

A segunda hipótese postula que a principal motivação para a acumulação de reservas é a estabilidade financeira (OBSTFELD, SHAMBAUGH e TAYLOR, 2008). O argumento fundamental neste ponto é que as reservas são necessárias numa economia financeiramente aberta para contrabalançar a possível transformação em divisas dos saldos líquidos em moeda nacional – ou, se preferir, para evitar a fuga de capitais. No entanto, é difícil diferenciar esta motivação da anterior. Como as flutuações na acumulação de reservas estão fortemente correlacionadas com as entradas de capital, o motivo de autoproteção é possivelmente predominante (OCAMPO, 2007; 2008; 2010a).

A literatura sobre o “Segundo Bretton Woods” (DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU e GARBER, 2003) oferece a terceira explicação. De acordo com esta

hipótese, a causa básica da acumulação de reservas é o “mercantilismo”, particularmente das economias do Leste Asiático, que utilizam modelos de crescimento liderados pelas exportações alavancados na desvalorização de suas moedas. Um fator adicional pode ser a ausência de bons mecanismos para coordenar a gestão cambial nestas economias, que leva a uma tendência dos países individuais a manter as taxas de câmbio competitivas. Uma implicação desta interpretação é que os benefícios da desvalorização da taxa de câmbio excedem os custos da acumulação de reservas. Em âmbito mundial, outra consequência é que estes países estão dispostos a continuar financiando os déficits em conta-corrente dos Estados Unidos, que são a contrapartida dos superávits gerados pelas economias com vocação mercantilista.

A ideia de que uma taxa de câmbio competitiva e contas-correntes superavitárias contribuem para o crescimento econômico acelerado é fortemente respaldada pela literatura sobre desenvolvimento econômico.⁷ No entanto, esta literatura deixa de lado um fato empírico importante que já foi observado: a acumulação de reservas nos países em desenvolvimento tende a ocorrer principalmente durante os períodos de financiamento externo abundante, inclusive em economias com superávit em conta-corrente, e é, portanto, antes de tudo, um mecanismo para suavizar a volatilidade na conta de capital. De fato, um dos argumentos mais poderosos utilizados na literatura para explicar a forte associação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico é que uma taxa de câmbio competitiva ajuda a reduzir a dependência dos fluxos de capitais altamente voláteis.

O motivo de autoproteção deve ser entendido em sentido amplo, basicamente, como uma maneira de lidar com os choques fortemente pró-cíclicos enfrentados pelas economias em desenvolvimento numa economia globalizada. Estes choques provêm do comércio internacional, incluindo os preços dos produtos básicos, mas especialmente das fortes flutuações cíclicas da conta de capital. Neste sentido, a demanda por reservas é simplesmente a aplicação de princípio de precaução. Este motivo é amplamente aceito quando se refere aos ciclos de produtos básicos: parte das receitas geradas pelos altos preços de tais produtos deve ser guardada para uso durante as fases de desaceleração cíclica. Os países em desenvolvimento aprenderam que este motivo de precaução deve ser aplicado com igual ou maior rigor para lidar com os ciclos de financiamento externo.

Essa motivação vai além de ter reservas suficientes para lidar com uma interrupção súbita das entradas de capital (*sudden stops*). Igual ou mais importante é administrar os riscos produzidos durante os períodos de financiamento externo abundante: a tendência à valorização da moeda e à deterioração da conta-corrente, que geram riscos de crise quando os fluxos excepcionais de

7. Ver, por exemplo, Rodrik e Kennedy (2007), Prasad, Rajan e Subramanian (2008) e Frenkel e Rapetti (2010).

financiamento são interrompidos. Este comportamento também distorce a alocação de recursos no longo prazo e gera desincentivos ao investimento em setores produtores de bens comercializáveis (exportações ou produtos que competem com as importações). Por esta razão, faz sentido suavizar os movimentos cíclicos do financiamento externo acumulando-se reservas durante os períodos de auge, e também amenizar os efeitos do menor financiamento externo durante as crises.

Deve-se acrescentar que os ciclos de financiamento externo tendem a gerar fortes pressões para que a política macroeconômica se comporte de forma pró-cíclica e, neste sentido, acentue, em vez de atenuar, os ciclos de financiamento externo.⁸ Por esta razão, a gestão anticíclica das reservas internacionais, como a da conta de capital em geral, deve ser vista como uma tentativa de ampliar o espaço para políticas macroeconômicas contracíclicas.⁹ Neste sentido, o motivo auto-proteção pode ser denominado *motivo anticíclico*. Também é importante ressaltar que como a variável intermediária por meio da qual operam os choques externos é a taxa de câmbio, suavizar as flutuações desta variável é uma das características essenciais da gestão cambial de corte anticíclico. Não surpreendentemente, uma de suas manifestações mais importantes foi a generalização de regimes de gestão administrada – e, em geral, altamente administrada – da taxa de câmbio em economias em desenvolvimento, especialmente as maiores.¹⁰

Note-se também que essa motivação vai muito além da chamada regra Guidotti-Greenspan, segundo a qual os países devem manter reservas pelo menos iguais a seus passivos externos de curto prazo. De fato, à medida que o elemento predominante no comportamento da conta de capital são os ciclos de *médio* prazo, a demanda por reservas por motivos de precaução deve ser proporcional ao total dos passivos externos, com proporções maiores para as economias que liberalizaram suas contas de capital.

A acumulação de reservas é, obviamente, custosa, tanto porque os títulos com os quais se esterilizam seus efeitos monetários pagam taxas de juros maiores que as próprias reservas (o que dá origem a perdas quase fiscais), como porque o rendimento das reservas em âmbito internacional é inferior ao custo dos passivos que são sua contrapartida – o que gera uma perda nacional. Portanto, é importante considerar outras alternativas. Entre estas, a mais importante é a regulação da entrada de capitais, como parte de regulação macroprudencial anticíclica de

8. Ver, por exemplo, Kaminsky, Reinhart e Végh (2004), Stiglitz *et al.* (2006) e Ocampo e Vos (2008, cap. 4).

9. Este é o tema central de muitos trabalhos do autor (Ocampo, 2008; 2011b; Ocampo, Rada e Taylor, 2009, cap. 7). Para uma análise mais detalhada das questões aqui discutidas, ver, portanto, estes trabalhos.

10. Sobre esse tema, ver os trabalhos citados na nota anterior e Frenkel (2010).

alcance mais amplo.¹¹ Ao contrário, a plena flexibilidade da taxa de câmbio, defendida pelas versões puras de políticas monetárias com objetivos de inflação, não é uma boa alternativa, porque simplesmente transporta a pró-ciclicidade dos fluxos de capital para a taxa de câmbio e tende a reproduzir o risco que está se tentando evitar, que é o de acumular déficits na conta-corrente que resultam insustentáveis. O problema não é, portanto, o “medo de flutuar”: é o reconhecimento de que, como no caso da taxa de câmbio fixa, a taxa de câmbio flutuante gera efeitos pró-cíclicos, ainda que de natureza um pouco diferente.

Obviamente, a escolha de mecanismos de autoproteção está associada com a ausência de um bom seguro coletivo contra crises do balanço de pagamentos. Mais ainda, o mecanismo existente, as linhas de crédito do FMI, tem sido considerado por muitos países em desenvolvimento como subótimo em termos de magnitude, oportunidade e, especialmente, condicionalidade excessiva. Neste ponto, tem havido, como se observará, progressos significativos. No entanto, um bom seguro coletivo não elimina a necessidade de políticas prudenciais no sentido amplo do termo, porque a origem é, essencialmente, o comportamento altamente pró-cíclico do financiamento externo. Neste sentido, a demanda por autoproteção tem sua origem fundamental no comportamento da conta de capital, mas é agravada pela percepção de que não existem bons mecanismos em âmbito mundial para prover liquidez aos países em desenvolvimento durante as crises no balanço de pagamentos.

No entanto, um fato adicional que deve ser reconhecido no desenho de um novo sistema monetário internacional é que, embora a acumulação de reservas tenha justificativa rigorosa do ponto de vista de cada país, a adoção simultânea de tais políticas por vários países gera uma “falácia da composição”: o que é bom para cada país individual contribui para os desequilíbrios mundiais de pagamentos e pode gerar efeitos recessivos em âmbito mundial. Isto é particularmente certo se estes se refletem em superávits em conta-corrente, porque devem então ter como contrapartidas déficits em outras partes do mundo – em especial, nos Estados Unidos –, ou serão refletidos numa redução na demanda agregada mundial. Esta “falácia da composição” é a essência do que é chamado neste estudo de *conexão desigualdade–instabilidade*: a volatilidade financeira enfrentada pelos países em desenvolvimento leva-os a adotar políticas que, em âmbito agregado, geram problemas potenciais para a economia mundial.

Dessa forma, a autoproteção não é simplesmente custosa para as economias individuais, mas é também uma fonte potencial de instabilidade mundial. O problema não pode ser resolvido simplesmente solicitando ou forçando os países em desenvolvimento a revalorizar suas moedas e gerar déficits em conta-corrente,

11. Esse é um tema que recebeu o apoio recente do FMI. Ver IMF (2011) e Ostry *et al.* (2010). Para uma análise anterior nesta linha, ver Ocampo (2003).

porque isto tem sido fonte de crises no passado das quais há novas testemunhas no presente em vários países da Europa Central e Oriental e na periferia da Europa Ocidental. A solução consiste em corrigir as fontes da demanda por autoproteção, ou seja, a instabilidade da conta de capital e a ausência de um bom seguro coletivo contra as crises do balanço de pagamentos. Em outras palavras, a solução consiste em reformar o sistema monetário internacional.

3 A REFORMA DO SISTEMA

3.1 As alternativas de reforma

Os defensores do “Segundo Bretton Woods”, entre outros analistas, argumentaram que, de modo contrário às previsões pessimistas que acreditavam em um possível colapso do dólar, isto não aconteceu durante a recente crise (DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU e GARBER, 2009). Esta avaliação está correta, mas não implica que o sistema monetário internacional seja, portanto, estável. O fortalecimento do dólar desde a crise financeira que começou em setembro de 2008 foi o resultado de dois processos diferentes. O primeiro foi o repatriamento dos fundos investidos no exterior por instituições financeiras norte-americanas para fazer frente aos saques ocorridos durante a crise. Algo semelhante aconteceu com o iene, como resultado, neste caso, da reversão do chamado “*carry trade*”. O segundo foi a “fuga para a qualidade”, no contexto da oferta muito limitada de ativos seguros e líquidos no mercado internacional. Em particular, a ausência de um mercado unificado de títulos na Europa fez com que não haja lá substituto próximo para os títulos do Tesouro dos Estados Unidos em termos de tamanho e liquidez. Mais ainda, a crise tornou evidente que o euro está respaldado por um grupo heterogêneo de economias, o que gerou grande dispersão nas margens de risco dos títulos emitidos por diferentes países; os que se mantiveram com baixas margens possuem, por sua vez, oferta muito limitada.

Como havia acontecido durante as recessões anteriores nos Estados Unidos, o déficit em conta-corrente no país diminuiu acentuadamente durante a recente crise e contribuiu, dessa forma, para reduzir os desequilíbrios mundiais de pagamentos (gráfico 1). No entanto, a forte expansão do balanço do Federal Reserve (Fed) e o aumento significativo no déficit fiscal dos Estados Unidos aumentaram os riscos de desenvolvimentos adversos na economia que emite a principal moeda de reserva.

Uma forma como o sistema monetário poderia evoluir é na direção de um sistema que utiliza múltiplas moedas, característica que é inerente ao sistema atual, mas que até agora tem sido secundária. Esta é a evolução que alguns analistas consideram natural e até mesmo desejável (EICHENGREEN, 2011). A principal vantagem de um sistema desta natureza seria fornecer uma maior possibilidade de diversificação de reservas. No entanto, não resolveria nenhum dos problemas

que enfrenta o atual sistema monetário. A desigualdade do sistema se manteria, já que o caráter da moeda de reserva seria partilhado fundamentalmente pelos países industrializados e, talvez, pela China; mas neste último caso, ainda existe um longo caminho a ser percorrido para fazer com que o iuane seja uma moeda de reserva, devido à sua inconvertibilidade. Um sistema de múltiplas moedas não resolveria também o viés antikeynesiano nem reduziria a demanda por reservas do mundo em desenvolvimento.

A flexibilidade das taxas de câmbio entre as moedas mais importantes é, paradoxalmente, uma vantagem e um risco potencial de um sistema monetário internacional desta natureza. Do ponto de vista positivo, este sistema não estaria sujeito a pressões que levaram no passado ao colapso de sistemas baseados em dois ativos com taxas de câmbio rígidas (o bimetalismo no final do século XIX e o padrão dólar-ouro no início dos anos 1970). Embora a substituição entre as moedas de reserva facilite a diversificação, também pode se tornar fonte de volatilidade, como de fato aconteceu com a taxa de câmbio bilateral dólar-euro durante a recente crise financeira internacional. Isto significa, além disso, que cada uma das moedas de reserva careceria de estabilidade. Curiosamente, esta instabilidade potencial significa que este sistema pode precisar do uso de um dos elementos da reforma que será discutida nas páginas seguintes: uma conta de substituição no FMI.

A alternativa é desenhar um sistema monetário internacional baseado numa moeda verdadeiramente internacional. Embora existam vozes que têm proposto retornar, pelo menos parcialmente, ao uso do ouro como ativo de reserva, o uso desta “reliquia dos bárbaros”, como Keynes a chamou, seria andar na direção oposta à história, visto que o ouro provou historicamente ser um ativo inadequado para estar no centro do sistema – em especial, em razão da inelasticidade de sua oferta –, pois a tendência dos sistemas monetários em todo o mundo foi em direção aos ativos *fiduciários* e porque o ouro foi objeto de desmonetização gradual desde a década de 1970. Além disso, o retorno ao padrão-ouro iria claramente contra os princípios básicos da política econômica incorporados nos acordos do pós-guerra em que o compromisso com os mercados livres e a estabilidade de preços esteve matizado pelos objetivos de bem-estar social e pleno emprego, o que significa que as “regras do jogo” pró-cíclicas do padrão-ouro seriam inaceitáveis atualmente (EICHENGREEN, 1996). Outra alternativa seria, obviamente, implementar a ideia original de Keynes de uma câmara de compensação internacional,¹² mas isto tampouco parece um caminho possível.

A alternativa mais viável e conveniente é completar a transição que começou nos anos 1960 com a criação dos DES, cumprindo-se a meta que em seguida foi incorporada ao Convênio Constitutivo do FMI de “tornar o Direito Especial de

12. Ver, por exemplo, D’Arista, (1999).

Saque o principal ativo de reservas do sistema monetário internacional” (Artigo VIII, Seção 7ª e Artigo XXII). Como previsto por Triffin (1968), isto iria completar a transição que está em curso desde o século XIX de colocar moedas fiduciárias no centro dos sistemas monetários modernos.¹³

Essa reforma cumpriria os objetivos delineados pelo presidente do Banco Central da China, segundo os quais:

Uma moeda de reserva internacional deveria, em primeiro lugar, ser estável e emitida com base em um conjunto estável de regras que garantisse sua oferta ordenada; em segundo lugar, sua oferta deve ser flexível o suficiente para se ajustar a tempo a mudanças na demanda; em terceiro lugar, tais ajustes devem estar desconectados das condições econômicas e interesses soberanos de qualquer país individual (XIAOCHUAN, 2009).

Mas, além de corrigir o “dilema de Triffin”, que é a questão a que se referem essas condições, a reforma monetária internacional também deve reparar – pelo menos em parte – os outros dois problemas do sistema atual: a pressão assimétrica ao ajuste que enfrentam os países deficitários e superavitários, e as assimetrias específicas, enfrentadas por países em desenvolvimento, devido aos fluxos pró-cíclicos de capitais e à ausência de um seguro coletivo adequado.

3.2 Um sistema mundial de reservas baseado nos DES

O papel que devem cumprir os DES em um novo sistema é um pouco diferente do que se imaginava quando foi criado este instrumento de cooperação monetária internacional, na década de 1960.¹⁴ O problema de assegurar uma oferta de liquidez internacional adequada, que estava no centro dos debates da época, não parece uma questão relevante hoje, exceto durante conjunturas excepcionais. Ao contrário, o padrão dólar fiduciário tende a criar liquidez adequada que, inclusive, tem tendido a ser excessiva durante as fases de auge da economia mundial. No entanto, usando a terminologia dos anos 1960, esta criação de dinheiro continua sendo “errática” e “caprichosa” e responde excessivamente às condições do país que a emite. Portanto, não atende à exigência estabelecida pelo presidente do Banco Central da China de garantir “oferta ordenada” de liquidez internacional. No entanto, alguns dos outros problemas levantados nos anos 1960 continuam válidos ou são, inclusive, ainda mais importantes hoje, em particular, a necessidade de se contar com um sistema mais simétrico e o acesso à liquidez por parte dos países em desenvolvimento.

As alocações iniciais dos DES, em 1970-1972, foram equivalentes a 9,5% das reservas internacionais diferentes do ouro (WILLIAMSON, 2009). Mas, apesar das novas emissões que foram feitas em 1979-1981, levando a alocações

13. Outra alternativa para adotar uma moeda fiduciária internacional seria criar um Banco de Reserva Mundial (Stiglitz, 2006, cap. 9), mas isto exigiria a criação de uma nova instituição internacional, o que não parece politicamente viável.
14. Ver nota 3. Uma boa análise do papel dos DES, então e hoje, encontra-se em Clark e Polak (2004) e Williamson (2009).

acumuladas de 21,4 bilhões de DES (pouco mais de US\$ 34 bilhões às taxas de câmbio de abril de 2011, quando estava sendo escrito este trabalho), os DES foram reduzidos a um insignificante 0,5% das reservas mundiais diferentes do ouro antes das novas emissões decretadas em 2009. Em 1997, foram feitas novas alocações de 21,4 bilhões de DES, em parte, para combinar os benefícios recebidos pelos antigos e novos membros do FMI – ou seja, aqueles que se incorporaram após as emissões anteriores. No entanto, o Congresso dos Estados Unidos somente aprovou as reformas do Convênio Constitutivo do FMI do qual era membro em junho de 2009. Em abril de 2009, o G20 propôs, em sua reunião em Londres, uma nova emissão equivalente a US\$ 250 bilhões, que o Conselho Executivo do FMI aprovou em julho daquele ano. Em conjunto com a aprovação por parte dos Estados Unidos da alocação de 1997, isto aumentou a proporção dos DES nas reservas internacionais diferentes do ouro para 5%, proporção ainda baixa e que tende a declinar novamente com a nova onda de acumulação de reservas que começou em meados de 2009.

Nos últimos anos, as propostas para emissão de DES têm seguido dois modelos diferentes. O primeiro é realizá-la de forma anticíclica, o que significa que as alocações são feitas em períodos de crise, evitando, portanto, contribuir para a expansão durante os auge ou, até mesmo, destruindo emissões anteriores durante estes períodos (UN, 1999; CAMDESSUS, 2000; OCAMPO, 2002; AKYÜZ, 2005). O segundo modelo seria fazer alocações regulares equivalentes ou pouco inferiores ao aumento da demanda mundial de reservas (STIGLITZ, 2006, cap. 9). Ambos os modelos podem ser combinados se as emissões são equivalentes à demanda de longo prazo, mas permanecem latentes durante os auge e tornam-se totalmente eficazes durante as crises, de acordo com critérios previamente acordados.

Com base nesse critério, a Comissão Stiglitz propôs emissões anuais equivalentes – entre US\$ 150 bilhões e US\$ 300 bilhões –; esta deveria ser também a alocação média a longo prazo de acordo com o primeiro critério. A primeira destas cifras foi estimada com base na demanda por reservas em 1998-2002, e é baixa em relação à demanda por reservas no mundo na última década, pela qual a alocação deveria ser pelo menos equivalente à segunda ou ainda maior, como observado pela própria Comissão. Com efeito, como mostra a tabela 1, a demanda adicional por reservas durante o ciclo completo 1998-2008 foi de US\$ 473 bilhões por ano, ou US\$ 237 bilhões, excluindo-se China e Japão. Durante o auge de 2003-2008, as cifras correspondentes foram muito maiores: US\$ 738 bilhões e US\$ 370 bilhões por ano, respectivamente. Recentemente, um grupo de economistas propôs ao G20 uma emissão entre 150 bilhões e 250 bilhões de DES por ano ao longo dos próximos três anos, equivalentes a aproximadamente US\$ 240 bilhões e US\$ 400 bilhões (STIGLITZ, 2006; STIGLITZ *et al.*, 2011).

TABELA 1
Variação das reservas internacionais
 (Em US\$ milhões anuais)

| | 1982-90 | 1991-97 | 1998-02 | 2003-08 | 1998-2008 |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Altos ingressos OCDE | 42.805 | 30.889 | 59.358 | 118.162 | 91.433 |
| Japão | 5.588 | 20.164 | 48.307 | 91.363 | 71.792 |
| Outros | 37.217 | 10.725 | 11.051 | 26.798 | 19.640 |
| Altos ingressos, no OCDE | | 22.196 | 29.225 | 64.215 | 48.310 |
| Ingressos médios | 6.682 | 57.334 | 64.635 | 548.935 | 328.799 |
| China | 2.725 | 16.168 | 29.673 | 276.355 | 164.227 |
| Excluindo China | 3.957 | 41.166 | 34.962 | 272.580 | 164.572 |
| Baixos ingressos | 264 | 1.218 | 2.007 | 6.762 | 4.601 |
| Total mundial | 102.153 | 111.636 | 155.226 | 738.073 | 473.143 |
| Excluindo China e Japão | 93.840 | 75.304 | 77.245 | 370.355 | 237.123 |

Fonte: Banco Mundial.

Elaboração do autor.

A reforma mais desejável deve desenhar um FMI que opere inteiramente com os DES e que seja conduzido com critérios claramente anticíclicos. Uma das implicações é que os créditos concedidos pelo fundo devem ser financiados também com emissões de DES de modo semelhante aos bancos centrais nacionais. De fato, estas emissões e o financiamento dos empréstimos devem estar interligados. Dessa forma, combinar-se-iam as *emissões* anticíclicas dos DES, que proporcionariam para os países liquidez “incondicional”, com uma utilização muito mais ativa do financiamento do balanço de pagamentos do FMI durante a crise, que forneceria liquidez “condicional”. Esta reforma deveria permitir também aumentar significativamente o tamanho do FMI, que tendeu a ficar para trás em relação ao da economia mundial e, em particular, ao dos fluxos de capitais internacionais (FMI, 2009). A conversão de todas as suas operações em DES significaria também eliminar a divisão entre as chamadas contas de “recursos gerais” e de “DES” (POLAK e BOUGHTON, 2005, parte III), que foi uma separação artificial feita quando este último instrumento foi criado, sob a suposição – que não se mostrou acertada – de que alguns países não fariam parte do sistema de DES.

O financiamento do crédito do FMI com emissões de DES poderia operar de duas maneiras diferentes. A primeira seria o mecanismo sugerido por Polak (1979; 2005, caps. 7-8) há três décadas: durante as crises, o fundo criaria DES para financiar suas operações de crédito de forma similar a como os bancos centrais geram dinheiro durante as crises – e o fizeram muito ativamente durante a recente –, mas estas emissões se destruiriam automaticamente quando os empréstimos fossem pagos. A outra alternativa, sugerida por Ocampo (2010a; 2010b), é tratar os DES que os países não utilizam como “depósitos” no FMI – ou empréstimos a este –, que o fundo poderia utilizar para financiar seus programas de empréstimo.

Qualquer uma dessas reformas garantiria, além disso, o financiamento dos programas do FMI, que tem sido um problema recorrente durante as crises. A solução alternativa, a longo prazo, tem sido a de aumentar as cotas dos membros, mas o ritmo lento das negociações políticas associadas a este processo fez com que este mecanismo operasse com grandes defasagens. Além disso, como parte dos aportes são feitos em moedas inconversíveis, apenas uma fração dos recursos está disponível para financiar os empréstimos do fundo. Devido a tudo isto, o mecanismo escolhido durante as crises têm sido as linhas de crédito concedidas pelos países ao FMI, sob diferentes formas (os chamados acordos para a obtenção de empréstimos ou “*arrangements to borrow*”). Esta foi a modalidade escolhida também pelo G20, em abril de 2009, para financiar o FMI. Embora o número de países que tem sido envolvido nesta tarefa esteja crescendo, não é um instrumento verdadeiramente multilateral e dá poder excessivo aos países que concedem os empréstimos (KENEN, 2001). É importante ressaltar que, em um FMI financiado exclusivamente por suas próprias emissões de DES, o conceito de “cota” mudaria completamente de significado: não implicaria aportes dos países ao organismo, mas seria o critério utilizado para definir o poder de voto no Fundo – em conjunto com os chamados “votos básicos” –, as alocações dos DES e os limites aos créditos concedidos pelo organismo a países individuais.

Existem duas críticas recorrentes à proposta de desenhar um FMI baseado exclusivamente em DES. A primeira é que os DES não têm “respaldo”. Este é um falso dilema, já que nenhuma moeda fiduciária tem respaldo, exceto o compromisso ilimitado de todos os agentes econômicos em receber estas moedas como pagamento. Nesse sentido, o respaldo dos DES é o compromisso de todos os bancos centrais em aceitá-los como meio de pagamento de outros bancos centrais. Se se desejasse, também poderia ser dado “respaldo” adicional se o FMI usar os depósitos dos DES dos países para comprar títulos do Tesouro daqueles países-membros que assumissem o compromisso de pagar tais títulos em moedas conversíveis quando fosse necessário liquidá-los para financiar os programas do organismo. Este pode ser também o critério para a expansão da cesta dos DES: neste sentido, os países que assumam este compromisso poderiam fazer parte da cesta.¹⁵

A segunda crítica é que as emissões de moedas internacionais são, na realidade, emissões encobertas das moedas nacionais (regionais, no caso do euro) que constituem a cesta de DES. Nesta visão, não há realmente nenhuma emissão de moeda internacional enquanto esta moeda não possa ser usada de forma mais ampla. Sem contar estes usos, questão que será foco de atenção mais adiante,

15. Assim, o iuane poderia fazer parte da cesta se fosse conversível nas transações com o FMI e os bancos centrais dos países-membros. Isto não significa, necessariamente, um compromisso de conversibilidade geral que geraria outros riscos para a economia da China. De fato, este foi o compromisso com a convertibilidade de dólares em ouro assumido pelos Estados Unidos em Bretton Woods: a convertibilidade aplicava-se exclusivamente aos bancos centrais dos países-membros do FMI, visto que a convertibilidade de dólares em ouro havia sido eliminada em 1933.

deve-se notar, neste ponto, que esta crítica também é incorreta. É verdade que se os DES são exclusivamente meios de pagamento entre os bancos centrais, sua liquidez como moeda internacional é derivada da sua capacidade de comprar moedas conversíveis. No entanto, isto não significa que a emissão tenha sido feita em tais moedas, porque, de fato, isto não acontece enquanto os DES permanecem nas mãos do banco central que os recebeu, enquanto a conversão em outras moedas está implícita no compromisso de convertibilidade e aplica-se tanto aos DES como a outras moedas conversíveis.

3.3 Elementos adicionais da reforma

Essas propostas devem ser complementadas com reformas em outras cinco áreas para resolver os problemas mais amplos do sistema monetário internacional que foram analisados na segunda parte deste trabalho. A primeira é continuar modificando a distribuição das cotas do organismo que, apesar dos progressos realizados desde 2006 e, especialmente, em 2010, não correspondem à realidade atual da economia mundial, e à medida que os países em desenvolvimento continuam a crescer mais rapidamente que os países industrializados, desatualizar-se-ão ainda mais nos próximos anos.

A segunda é que é necessário melhorar a coordenação das políticas macroeconômicas das principais economias. Esta tarefa deve ser realizada preferencialmente em torno do FMI, e não de organismos *ad hoc*, como o G7 ou o G20. O FMI fez uma interessante tentativa, no período 2006-2007, de coordenar as políticas das principais economias destinadas a reduzir os desequilíbrios mundiais de pagamentos, mas a falta de compromissos concretos tornou este mecanismo ineficaz. Uma alternativa mais interessante é partir do processo de avaliação mútua (*mutual assessment process*), criado pelo G20 em sua reunião de Pittsburgh, em setembro de 2009, e mover este mecanismo para o FMI, inclusive com a participação de um grupo mais limitado de atores (aqueles cujas políticas possuem impactos efetivamente sistêmicos), mas inscrito em um organismo, como o FMI, do qual virtualmente todos são membros.

Em terceiro lugar, é necessário continuar melhorando significativamente as linhas de crédito do FMI, tanto em termos de tamanho como de alcance e condicionalidade. Isto é essencial para superar o “estigma” que está associado a solicitar recursos ao Fundo. As reformas que têm ocorrido desde março de 2009 foram um passo importante, em particular, ao criar linhas preventivas de naturezas diferentes, aumentar os recursos disponíveis para outras, eliminar a condicionalidade naquelas disponíveis para países com bons fundamentos e eliminar para todos a possibilidade de suspender os desembolsos caso não tenham sido cumpridos os compromissos de condicionalidade estrutural. Muitos analistas observaram que os novos programas, em especial aqueles de suporte aos países da periferia europeia, significaram o retorno às políticas macroeconômicas pró-cíclicas, que foram

a principal fonte de críticas a este organismo no passado e que pareciam ter sido superadas nos primeiros anos da crise atual. Mais ainda, o “estigma” ligado ao financiamento do FMI não foi ainda superado, como se refletiu na clara preferência dos países por mecanismos de permuta (*swaps*) entre bancos centrais e na relutância dos países do Leste Asiático a usar o acordo regional de Chiang Mai para o financiamento de suas necessidades durante a crise, porque, além de um certo nível, o uso deste mecanismo exige a adesão a programas do fundo (como se verá mais adiante).

Por essa razão, e para avançar de forma mais radical na superação do viés antikeynesiano, seria conveniente adotar, mesmo que fosse de forma limitada, a proposta básica de Keynes (1969): a criação de uma linha de crédito que *todos* os membros do Fundo possam utilizar de forma *incondicional* – obviamente, por quantidades e tempo limitados. Este seria um mecanismo mais parecido às permutas (*swaps*) entre bancos centrais (incluindo-se, no caso do Federal Reserve, quatro economias “emergentes”), que provou ser um instrumento muito atraente durante a recente crise e implicou, de fato, que o Fed agiu como um verdadeiro banco central do mundo, função que, à frente, deveria ser desempenhada pelo FMI. Isto deveria estar acompanhado por medidas que penalizem os países com superávits, por exemplo, eliminando as alocações de DES aos países que tenham níveis “excessivos” de reservas internacionais e/ou superávit em conta-corrente. Obviamente, ao definir qual patamar de reservas resulta “excessivo”, seria necessário considerar a demanda assimétrica de reservas que enfrentam os países em desenvolvimento.

Por fim, e precisamente para administrar essas assimetrias bem como as desigualdades e as instabilidades que geram, seria necessário adotar medidas destinadas especialmente aos países em desenvolvimento. Estas medidas poderiam incluir uma mescla de três soluções. A primeira seria a emissão assimétrica de DES, que considerasse como um de seus critérios a maior demanda por reservas internacionais dos países em desenvolvimento. Uma alternativa simples, sugerida por Williamson (2010), seria a de determinar que os países em desenvolvimento recebessem 80% das alocações, e que, em cada categoria (países em desenvolvimento e industrializados), sejam distribuídos de acordo com as cotas do FMI. A segunda solução seria a adoção de um “vínculo com o desenvolvimento” semelhante ao proposto nos anos 1960 por um grupo de especialistas convocado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD, 1965): autorizar o fundo para que, com os “depósitos” de DES, possa comprar títulos dos bancos multilaterais. Uma terceira alternativa seria a utilização das emissões dos DES concedidos aos países industrializados para financiar programas de assistência oficial ao desenvolvimento ou a provisão de bens públicos globais, como sugerido por Stiglitz (2006, cap. 9), French-Davis (2009) e até mesmo um dos diretor-gerente do FMI,

Strauss-Kahn,¹⁶ neste último caso, para os programas destinados a combater as alterações climáticas. No entanto, esta solução tem o problema que mistura decisões de caráter monetário com decisões que são estritamente fiscais (o uso das emissões para programas específicos de despesa pública), que exigiriam sua aprovação regular por parte dos parlamentos nacionais.

3.4 Reformas complementares

Uma reforma complementar essencial é criar uma conta de substituição no FMI que permita que os países possam transformar suas reservas em dólares (ou em outras moedas de reserva) em DES, seguindo uma proposta que os Estados Unidos fizeram no final dos anos 1970 (BERGSTEN, 2007). Esta conta daria estabilidade ao sistema atual e, de fato, poderia ser necessária para gerenciar um sistema baseado em várias moedas, na medida em que facilitaria que as mudanças na composição de reservas feitas pelos bancos centrais não tivessem efeitos sobre os mercados privados. Também seria necessária como dispositivo de transição para um sistema em que os DES tenham maior peso. A decisão do Conselho Executivo de permitir que o Fundo emita títulos denominados em DES a algumas economias “emergentes” pode ser considerada como um passo nesta direção. A grande dúvida que surgiu na década de 1970 é que o FMI pode sofrer perdas nesta conta, sem que tenha sido possível chegar a um acordo sobre como distribuir esta carga entre os países membros. No entanto, simulações retroativas de Kenen (2010a; 2010b) indicam que estes custos teriam sido pequenos ou até mesmo inexistentes.

Além disso, as propostas apresentadas limitam o uso dos DES aos ativos de reserva e meio de pagamento entre os bancos centrais. Seu uso em certas transações privadas foi proposto por Kenen (1983), Polak (2005, parte II) e, mais recentemente, Xiaochuan (2009), entre outros autores. Esta expansão poderia ser limitada em um estágio inicial a determinadas funções, por exemplo a cumprir as obrigações regulatórias (capital, provisões e liquidez) das entidades financeiras. A virtude fundamental desta expansão é que estenderia outras funções do dinheiro aos DES, mas também faria com que estes direitos fossem um substituto mais próximo do dólar, o que elevaria os custos de transição para o novo sistema para os Estados Unidos. Não está muito claro, além disso, que, no futuro imediato, a moeda internacional alcance as “externalidades de rede” que garantam seu amplo uso no âmbito internacional. Por esta razão, a proposta aqui feita implicaria reduzir gradualmente o papel do dólar como o principal *ativo de reserva*, mas mantendo sua função como principal *meio de pagamento* internacional.

16. Nota dos editores: Dominique Strauss-Kahn era o diretor-gerente do FMI quando o artigo foi originalmente escrito, permanecendo no cargo até maio de 2011.

Isso também significa, no entanto, que uma das principais preocupações da reforma deve ser como assegurar a demanda adequada de DES. Para isto, poderia ser necessário aumentar sua remuneração, o que, em conjunto com a maior estabilidade do seu valor, o tornaria atrativo como ativo de reserva. Além disso, poderia ser importante acordar regras que impliquem que uma proporção mínima das reservas dos membros do FMI deve ser mantida em DES – pelo menos, no caso dos países com maiores níveis absolutos de reservas – e/ou que as reservas em DES não deveriam ser inferiores a uma certa proporção das alocações iniciais recebidas pelos países, exceto no caso de estarem em programas com o fundo.

Finalmente, convém ressaltar que, em um sistema monetário internacional melhor estruturado, também há papel relevante para mecanismos monetários regionais. Estes mecanismos fornecem formas complementares de seguro coletivo contra crises do balanço de pagamentos e de diálogo macroeconômico, dando voz adicional aos países menores e poderiam, inclusive, tornar-se a principal fonte de financiamento dos países pequenos durante as crises. Dessa forma, contribuem para a estabilidade do sistema monetário internacional. Por isto, como o autor deste trabalho argumentou no passado (OCAMPO, 2002; 2006), o sistema monetário internacional do futuro deveria ser concebido como o ápice de uma rede de fundos regionais mais que como a instituição única que é hoje. A estrutura correspondente seria mais semelhante à dos bancos multilaterais de desenvolvimento, em que o Banco Mundial coexiste com uma multiplicidade de bancos regionais e alguns sub-regionais.

Em um sistema deste tipo, o FMI teria de desempenhar funções de apoio aos fundos regionais, especialmente a de servir como emprestador de última instância durante as crises. A forma como se complementam os dois tipos de organismos deve ser objeto de uma geometria variável. No sistema atual, existem, de fato, arranjos completamente diferentes para três tipos de organismos. No primeiro caso, o Mecanismo de Estabilidade Europeu, criado em 2010, e seu futuro substituto, o Mecanismo de Estabilidade Financeira Europeia, os créditos do FMI e do mecanismo regional são considerados complementares. Em outro, que existe há muito tempo, o do Fundo Latino-Americano de Reservas (Flar), não há conexão alguma, embora o Flar seja visualizado como uma facilidade de ação rápida e limitada, em razão do que, se existirem necessidades muito amplas, é necessário que os países recorram ao FMI.

O terceiro caso é o da Iniciativa Chiang Mai, que foi criada em 2000 pelos países membros da Associação de Nações do Sudeste Asiático (Asean), China, Japão e República da Coreia, e que tomou a forma multilateral em dezembro de 2009. Neste caso, o mecanismo regional opera sem qualquer relação com o Fundo em até 20% dos recursos que os países podem tomar emprestado, mas, além disso, é necessário chegar a um acordo formal com o FMI. O resultado desta regra é que, devido ao “estigma” que envolve a realização de acordos com o FMI e é

particularmente forte no leste da Ásia, os países da região que poderiam ter feito uso deste acordo durante as recentes crises (República da Coreia e Indonésia) não o utilizaram. Portanto, neste caso, seria melhor eliminar a conexão com o FMI. Isto será mais fácil quando for concluída a montagem da unidade de monitoramento da iniciativa.

Deve-se notar que há outras reformas complementares que não são discutidas neste trabalho e que devem ser objeto de atenção em uma reforma profunda do sistema monetário internacional, algumas das quais foram mencionadas de passagem neste estudo. Entre estas, destacam-se um bom sistema de coordenação das políticas macroeconômicas das principais economias, regras cambiais que evitem a volatilidade excessiva nas taxas de câmbio das principais moedas e algumas normas regulatórias para os fluxos de capital que façam parte do esquema regulatório que está sendo implementado para o sistema financeiro internacional. No entanto, a análise destas questões está além dos objetivos deste estudo.¹⁷

4 CONCLUSÕES

O atual sistema monetário internacional baseado em um dólar inteiramente fiduciário possui problemas fundamentais e deve, portanto, ser reformado. Os problemas são de três tipos e surgiram em sequência histórica: a assimetria existente entre os processos de ajuste dos países com déficit e superávit no balanço de pagamentos (o viés anti-keynesiano), as instabilidades específicas causadas pelo uso de uma moeda nacional como principal moeda internacional (o dilema de Triffin) e as crescentes desigualdades geradas pela necessidade dos países em desenvolvimento de acumular grandes quantidades de reservas internacionais para administrar a instabilidade que enfrentam no sistema financeiro internacional (o viés para a desigualdade), que, além disso, cria uma “falácia da composição” que contribui para os desequilíbrios mundiais de pagamentos (a conexão desigualdade-instabilidade).

Neste estudo, argumenta-se que a melhor solução é completar a transição iniciada com a criação dos DES nos anos 1960 e cumprir, em particular, a promessa de transformá-los no principal ativo para a constituição de reservas internacionais. Esta transformação deve ser acompanhada de reformas orientadas a transformar os DES na única moeda utilizada pelo FMI. As emissões de DES seriam feitas fundamentalmente com propósitos anticíclicos, mas em quantidades adequadas a longo prazo para atender à demanda adicional de reservas internacionais.

Essas emissões também seriam utilizadas para fornecer os recursos exigidos pelo financiamento excepcional do FMI durante as crises. As linhas de crédito correspondentes devem continuar sendo revisadas e deverão incluir uma linha de crédito automático para todos os membros. As emissões de DES poderiam

17. Para uma análise sobre elas, ver o estudo paralelo do autor (Ocampo, 2011a).

também levar em conta a demanda por reservas de diferentes países – concentrando, assim, as alocações nos países em desenvolvimento –, ou poder-se-ia criar um “vínculo com o desenvolvimento” por meio do investimento dos DES não utilizados em títulos dos bancos de desenvolvimento multilaterais.

A combinação dessas duas funções conjugaria, portanto, a alocação de liquidez incondicional de caráter anticíclico com a utilização do FMI em maior escala como mecanismo de seguro coletivo durante as crises. As reformas complementares deveriam incluir o uso generalizado de uma “conta de substituição” que permita aos países trocar seus ativos em dólar – e em outras moedas de reserva – por ativos em DES, bem como a promoção de esquemas de cooperação monetária regional e a inclusão do uso dos DES em algumas transações privadas.

Uma reforma desse tipo é viável e pode de fato ser a única alternativa possível à mera evolução inercial em direção a um sistema baseado em múltiplas moedas de reserva, e pode, inclusive, ser necessária para dar estabilidade a este último sistema. No entanto, é preciso superar alguns dos principais obstáculos que ela gera, especialmente o temor dos Estados Unidos de perder a primazia do dólar no sistema internacional. No entanto, os Estados Unidos também poderiam ganhar com uma reforma deste tipo, especialmente em termos de reduzir a pressão sobre o dólar e ganhar autonomia para conduzir sua política macroeconômica com total independência das responsabilidades que implica estar no centro do sistema monetário internacional. Finalmente, porém não menos importante, sob as condições que a economia mundial continua a enfrentar, as emissões de DES seriam bem-vindas em um mundo que ainda enfrenta fortes pressões recessivas e no qual nenhum país quer incorrer em déficits externos, tanto por seus efeitos recessivos como pelas vulnerabilidades que gera. Esta foi a razão que inspirou o G20 a sugerir a maior emissão histórica de DES em 2009 e que continua vigente.

REFERÊNCIAS

AIZENMAN, J.; LEE, J. International reserves: mercantilist vs. precautionary view, theory and evidence, **Open Economies Review**, v. 18, n. 2, Apr. 2007.

AKYÜZ, Y. Reforming the IMF: back to the drawing board, **TWN Global Economy Series**, Penang, n. 7, 2005.

_____. Current global financial turmoil and Asian developing countries, **TWN Global Economy Series**, Penang, n. 11, 2008.

BARBOSA-FILHO, N. H. *et al.* Cycles and trends in US net borrowing flows. **Journal of Post-Keynesian Economics**, v. 30, n. 4, Summer 2008.

BERGSTEN, F. How to solve the problem of the dollar, **Financial Times**, 11 Dec. 2007.

CAMDESSUS, M. **An agenda for the IMF at the start of the 21st century.** New York: IMF, Feb. 2000.

CARVALHO, F. C. The accumulation of international reserves as a defensive strategy: reasons and limitations of self-insurance. *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. cap. 15.

CLARK, P. B.; POLAK, J. J. International liquidity and the role of the SDR in the international monetary system. **IMF Staff Papers**, v. 51, n. 1, Apr. 2004.

D'ARISTA, J. Reforming the privatized international monetary and financial architecture. **Financial Markets and Society**, Nov. 1999.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods system.** Cambridge: NBER, Sept. 2003. (Working Paper, n. 9.971).

_____.; _____.; _____. **Bretton Woods II still defines the international monetary system.** Cambridge: NBER, Feb. 2009. (Working Paper, n. 14.731).

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.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Review of the adequacy of and options for supplementing fund resources.** Washington: IMF, 12 Jan. 2009.

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

FFRENCH-DAVIS, R. Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora del desarrollo, **Revista de la CEPAL**, n. 97, abr. 2009.

FRENKEL, R. From the boom in capital inflows to financial traps. *In*: OCAMPO, J. A.; STIGLITZ J. E. (Eds.). **Capital market liberalization and development.** New York: Oxford University Press, 2008. cap. 4.

_____. **Lecciones de la política macroeconómica para el desarrollo a la luz de la experiencia de la última década.** *In*: LA REUNIÓN DE INVESTIGADORES DE LOS BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO, 15., 2010 Bolívia: CEMLA; Banco Central, 3-5 nov. 2010.

_____.; 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. cap. 14.

HART, A. G.; KALDOR, N.; TINBERGEN, J. The case for an international commodity reserve currency. *In*: KALDOR, N. **Essays on economic policy II**. Genebra: UNCTAD; New York: Holmes & Meier, 1964. cap. 18.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M.; VÉGH, C. A. **When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies**. Cambridge: NBER Sept. 2004. (Working Paper, n. 10.780).

KENEN, P. B. Use of SDR to supplement or substitute for other means of finance. *In*: FURSTENBERG, G. M. V. (Ed.). **International money and credit: the policy roles**. Washington: IMF, 1983. cap. 7.

_____. **The international financial architecture: what's new? What's missing?** Washington: IIE, 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, 2010b.

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.

KREGEL, J. Some simple observations on the reform of the international monetary system. **Policy Note**, n. 8, 2009.

LLAUDES, R.; SALMAN, F.; CHIVAKUL, M. The impact of the great recession on emerging markets. Washington: IMF, Oct. 2010. (Working Paper, n. 10.237).

OBSTFELD, M.; SHAMBAUGH, J. C.; TAYLOR, A. M. **Financial stability, the trilemma, and international reserves**. Aug. 2008. (Working Paper, n. 14.217).

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.

_____. 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.

_____. Regional financial cooperation: experiences and challenges. *In*: OCAMPO, J. A. (Ed.). **Regional financial cooperation**. Washington: Brookings Institution; CEPAL, 2006. cap. 1.

_____. The instability and inequities of the global reserve system. **International Journal of Political Economy**, v. 36, n. 4, Winter 2007.

_____. 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.

_____. Building an SDR-Based Global Reserve System. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 2, 2010b.

_____. **Reforming the international monetary system**. *In*: CONFERENCIA WIDER, 14. Helsinki: Wider, 2011a

_____. Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. **Revista de la CEPAL**, n. 104, agosto 2011b.

_____. KREGEL, J.; GRIFFITH-JONES, S. **International finance and development**. Londres: Zed Books, 2007.

OCAMPO, J. A.; VOS, R. **Uneven economic development**. Hyderabad; Londres; Penang: Orient Longman; Zed Books; TWN, 2008.

OCAMPO, J. A.; RADA, C.; TAYLOR, L. **Developing country policy and growth: a structuralist approach**. New York: Columbia University Press, 2009.

OSTRY, J. D. *et al.* Capital inflows: the role of controls. **IMF Staff Position Note**, n. 4, 19 Feb. 2010.

POLAK, J. J. **Thoughts on an international monetary fund based fully on SDR**. Washington: IMF, 1979.

POLAK, J. J.; BOUGHTON, J. M. **Economic theory and financial policy: selected essays of Jacques J. Polak 1994-2004**. New York: M. E. Sharpe, 2005.

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

PRASAD, E. S.; RAJAN, R. R.; SUBRAMANIAN, A. Foreign capital and economic development. **Brooking Papers on Economic Activity**, n. 1, 2008.

RODRIK, D.; KENNEDY, J. F. **The exchange rate and economic growth: theory and evidence**. Cambridge: Harvard University, July 2007.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: fighting for freedom, 1937-1946**. New York: Penguin; Viking, 2000.

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.

_____. *et al.* **Stability with growth: macroeconomics, liberalization, and development**. New York: Oxford University Press, 2006.

_____. *et al.* **A modest proposal for the G20, project syndicate**. 1 Abr. 2011. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/a-modest-proposal-for-the-G20>>.

SUMMERS, L. H. The U.S. current account deficit and the global economy. **The Per Jacobson Lecture**, Washington, Oct. 2004.

TRIFFIN, R. **Gold and the dollar crisis**. 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 publication, 1965.

_____. **The global economic crisis: systemic failures and multilateral remedies**. Genebra: United Nation, 2009.

UN – 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**. 1999. Disponível em: <http://www.un.org/esa/ffd/economicgovernance/EC-ESA_Financial%20Architecture_1999.pdf>.

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

_____. **World economic situation and prospects 2005**. New York: United Nations publication, 2005.

_____. **Report of the commission of experts convened of the president of the UN general assembly on reforms of the international monetary and financial system**. New York: United Nations, 2009.

WILLIAMSON, J. The future of the global financial system. **Journal of Post-Keynesian Economics**, v. 26, n. 4, Summer 2004.

_____. **Understanding special drawing rights**. Washington: Peterson Institute for International Economics, July 2009. (Policy Brief, n. 11).

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

YONGDING, Y. Global imbalances and China. **The Australian Economic Review**, v. 40, n. 1, 2007.

XIAOCHUAN, Z. **Reform the international monetary system**. Beijing: Banco del Pueblo Chino, 2009. Disponível em: <<http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>.

REFORMANDO AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MULTILATERAIS (PASSADO E PRESENTE): BANCO MUNDIAL E FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

Jaime Cesar Coelho*

Há décadas os estudiosos da segurança e política internacional vêm debatendo o surgimento de um sistema multipolar. É chegado o momento de reconhecer um novo paralelo econômico.

Se 1989 presenciou o fim da “Segunda Guerra” com o desaparecimento do comunismo, 2009 viu o fim do que era conhecido como o “Terceiro Mundo.” Estamos agora em uma economia mundial nova, multipolar e em rápida evolução – na qual alguns países em desenvolvimento surgem como potências econômicas; outros caminham no sentido de se tornarem polos adicionais de crescimento; e outros ainda lutam para alcançar seu potencial neste novo sistema – no qual o Norte e o Sul, o Leste e Oeste agora orientam novos navegadores econômicos sem identificar modelos econômicos antigos.

Zellick (2010)

1 INTRODUÇÃO

Ao tratar-se da reforma da arquitetura financeira internacional, procurar-se estabelecer uma relação entre o contexto e seus atores, identificando alterações institucionais que possam dar pistas sobre a dinâmica da mudança no sistema internacional. Tratando da dimensão institucional, é preciso identificar, em termos contextuais, quais foram os momentos em que ocorreram reformas nas instituições de Bretton Woods, para verificar se existem ou não aspectos de regularidade que permitam identificar padrões de comportamentos e por consequência prever cenários mais ou menos prováveis de desfecho de ações coletivas em situações de interações estratégicas assimétricas.

O presente capítulo, além de uma perspectiva descritiva, procura responder em que medida as transformações em curso são meras acomodações conjunturais ou se representam mudanças, mesmo que incrementais, que apontam transformações de

* Pesquisador do Ipea, professor de economia política internacional da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) e pesquisador do Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia para Estudos sobre os Estados Unidos (INCT-INEU).

longa duração (de caráter estrutural). Neste aspecto há diferentes formas de cercar esta pergunta, mas neste capítulo busca-se trilhar os caminhos de uma *análise institucional crítica*, que aceita supostos racionalistas, mas que avança numa perspectiva reflexiva (KEOHANE, 1988a).

Num plano mais geral, admite-se que a análise institucional é uma importante ferramenta para verificar o que na literatura da economia política internacional se chama de *análise da dinâmica (mudança) das relações internacionais*. Sobretudo, as trilhas que se procurará traçar devem conduzir a uma correlação inscrita dentro da Teoria Crítica das relações internacionais: estruturas históricas são formadas a partir de uma interdependência entre ideias, capacidades materiais e instituições.¹ Mudanças na ordem internacional, em termos da dinâmica dos blocos históricos, têm a ver com o comportamento destas dimensões.

O capítulo divide-se em, além desta introdução: seção 2, uma reflexão sobre o sistema internacional e as instituições internacionais; seção 3, aspectos históricos da formação institucional; seção 4, as atribuições de cada instituição: “reformular o quê?”; seção 5, uma análise funcional a partir de dentro do Banco Mundial e do FMI; seção 6, uma análise processual das reformas; seção 7, a reforma e o contexto atual; seção 8, o discurso interno sobre as reformas; e seção 9, sobre as cotas e a reforma.

2 PENSANDO O SISTEMA INTERNACIONAL E AS INSTITUIÇÕES INTERNACIONAIS

As instituições internacionais têm o potencial de facilitar a cooperação, e sem a cooperação internacional, eu acredito que as perspectivas para a nossa espécie seriam muito ruins. A cooperação nem sempre é benigna, mas sem cooperação nós estaríamos perdidos. Sem instituições, haveria pouca cooperação. E sem um conhecimento de como as instituições funcionam – (...) – há pouca probabilidade de que elas funcionem melhor e que seus efeitos benéficos possam reverter coletivamente (KEOHANE, 1988b, p. 393, tradução nossa).

Talvez esta citação possa induzir a uma análise institucional ingênua, embora seja necessária a fidelidade ao pensamento de Keohane: o autor em sua obra *Después de la hegemonía* (1988b) enfatiza a diferença entre uma posição *funcional-naïfe* (liberalidade conceitual do autor) e a posição puramente realista,² a qual advoga que as instituições são meras expressões da luta de interesses entre os Estados nacionais. Por uma perspectiva política asséptica, funcionalista, pode-se partir da

1. Repete-se aqui o modelo proposto por Robert Cox (1999).

2. Para quem não está familiarizado com a terminologia das relações internacionais o realismo é uma das principais tradições de pensamento do campo internacionalista, tendo como premissas básicas: *i*) a centralidade do Estado; *ii*) a ação movida pelo instinto de sobrevivência e pelo egoísmo; e *iii*) o caráter anárquico do sistema internacional. Entre seus principais inspirados estão Edward Carr e Hans Morgenthau. A origem do pensamento realista remonta os anos 1920, com a publicação de obra *Vinte anos de crise* de Edward Carr. A inspiração destes autores tem raízes em Tucídides, Maquiavel e Hoobes.

ideia de que o Grupo Banco Mundial (GBM) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) surgiram para promover o desenvolvimento e para dar estabilidade ao sistema financeiro internacional, posto que estas são suas funções formais. Mais ainda, que suas práticas sejam exemplos de conduta a serem seguidas pelos países signatários e que seu quadro de funcionários opere em situação de neutralidade, utilizando-se das melhores ferramentas e técnicas disponíveis para as funções que devem cumprir. Numa visão funcional reducionista, as práticas institucionais levam a um efeito de transbordamento (*spillover effect*) que resulta numa melhoria em termos de ganhos de eficiência sistêmica.

Esta visão omite o fato crucial de que instituições são resultados concretos de arranjos históricos possíveis, que representam soluções subótimas (em geral, *second best solutions*), que operam em circunstâncias onde há constrangimentos em termos cognitivos (SIMON, 1972), assimetrias de poder dos atores e relações de interdependência estratégica assimétrica. Em situações desta natureza a distribuição de custos e benefícios é desigual.

Pode-se, desde já, assumir como um dado que as instituições financeiras multilaterais são subsistemas de reprodução de desigualdades, posto que a tomada de decisão se dá sob circunstâncias assimétricas, onde há uma divisão entre cotistas que resulta em países provedores de fundos de empréstimos (*lenders*) e países tomadores de recursos (*borrowers*). Reformas procedimentais, que alteram de forma incremental as funções das instituições ocorrem e, geralmente, mostram um comportamento adaptativo das mesmas, mas reformas que impliquem alterações substantivas nas margens de votos, transformando a geopolítica institucional, são mais raras. O que está se passando é uma reforma desta natureza, ou seja, uma alteração relativa na composição do poder de voto.

Um dos supostos que se sustenta aqui é que as instituições *mudam*, porém, *raramente mudam* ao ponto de afetar a hierarquia do poder, visto que são variáveis dependentes das interações estratégicas entre os atores soberanos e privados relevantes. Para que haja uma alteração na hierarquia institucional é preciso que haja uma alteração no mundo das interações entre os atores relevantes, uma mudança concreta na distribuição das capacidades materiais, sejam elas construtivas, sejam elas destrutivas. Dentro deste suposto subjaz a presunção de que o poder da burocracia destas instituições é mais eficaz, em termos de autonomia, no cotidiano das instituições, mas em última instância responde de forma adaptativa (dependente) aos interesses dos atores centrais: os Estados nacionais. Não se pode falar de uma autonomia ao ponto de que estas burocracias consigam determinar a condução das reformas. Influenciam, sim, determinam, não. A cultura interna das instituições as diferencia e imprime ritmos diferentes às reformas institucionais. O Banco Mundial parece mais permeável ao mundo externo, enquanto o

FMI se parece mais com uma caixa preta. Assim, mudanças no plano das ideias aparecem de forma mais rápida no Banco Mundial, enquanto o que se vê no FMI são mudanças mais lentas, de caráter procedimental.

Uma mudança em termos de cotas e de votos pressupõe uma alteração de percepção e de expectativas por parte dos atores, uns em relação aos outros. A cooperação, nesta dimensão, é um substituto ao conflito aberto, indicando a presunção de que é preciso um consentimento mútuo para se evitarem jogos de soma negativa. A reforma pela qual as instituições estão passando tem a ver com esta mudança de percepção dos atores relevantes, conforme se verifica na epígrafe deste texto. Esta percepção indica que os Estados mais fortes percebem que fatores contextuais e estruturais aumentaram o poder de pressão dos países emergentes. Dois fatores podem ser citados como indutivos deste processo de mudança: a torrente de crises financeiras que vem desde os anos 1990 e o crescimento econômico de países que almejam ao *status* de potência, como os casos de Brasil, Coreia do Sul, China, Índia e Rússia.

3 ASPECTOS HISTÓRICOS E FUNCIONALIDADE INSTITUCIONAL

Tanto o GBM como o FMI surgiram de uma situação muito específica, que resultava de uma aprendizagem social do período entreguerras e da ineficácia da coordenação das taxas de câmbio, cujo resultado, *grosso modo*, foi a emergência de práticas oportunistas por meio de mecanismos competitivos disruptivos (manipulação cambial e tarifária). Estas práticas eram reforçadas pela insistência da Inglaterra em manter seu *status* imperial, refletindo uma visão equivocada (muito criticada por John Maynard Keynes), mas dominante, com Winston Churchill à frente, de manutenção da libra lastreada no ouro. A França, ávida em ocupar o lugar de centro financeiro europeu, não recaiu nesta armadilha e efetivamente transformou-se numa bomba de sucção de liquidez (AHAMED, 2009, p. 377), aumentando de forma persistente suas reservas em ouro e estimulando as suspeitas mútuas entre Inglaterra, França e Alemanha, esta tolhida pelos tormentosos esforços de guerra, obsessivamente reivindicados pelos franceses.³ Adicionalmente, após a crise dos anos 1930, o abandono dos Estados Unidos do padrão-ouro e as dificuldades de coordenação ante o desespero alemão em relação ao pagamento das reparações de guerra, o que se viu já é fartamente sabido.

Bretton Woods surgiu como elemento distinto, numa perspectiva que apontava para uma clara liderança, a estadunidense. Foi um acordo, entre unidades desiguais, que resultou, por uma suposição *pós-factum*, numa vitória com concessões

3. Como diria Keynes, de forma premonitória, no prefácio de 1920 à edição francesa de *As consequências econômicas da paz*: "Ao exigir o impossível, desprezaram a substância em favor de uma sombra, e terminarão por perder tudo" (Keynes, 2002, XXXIII).

da delegação americana, mas com a sua clara supremacia. Nada mais, nada menos, que o exercício inicial da liderança, da hegemonia, daí o porquê de “*Why White, not Keynes?*” (toma-se de empréstimo o título do artigo de Boughton, 2002). Não se trata propriamente de uma postura mais multilateralista dos EUA, mas da necessidade de coordenar o espólio da guerra e de assumir o posto de liderança no pós-guerra.

A adesão espontânea de 44 países ao acordo foi uma demonstração de que era possível manter as bases de uma economia capitalista, apoiada no livre mercado, mas suficientemente insulada dos efeitos perturbadores da livre circulação do capital. O acordo de 1944 tratava de temas que estão no topo da agenda nos dias atuais: a convergência dos regimes cambiais, o papel dos fluxos líquidos de capital e o comércio internacional. Três temas que, naquele momento, foram equacionados na forma do que se convencionou chamar de “*embedded liberalism*” (RUGGIE, 1983). Uma moeda de curso internacional, definida como padrão monetário, porém emitida por um país (o paradoxo da governança global ancorada numa moeda territorial), taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, e acordos apontando na direção de um sistema de comércio aberto. O dólar-ouro cumpriu seu papel, injetando liquidez no sistema e garantindo certa estabilidade, embora logo viesse a ser pressionado pela troca de posição superavitária para deficitária da nação emissora, *vis-à-vis* o avanço dos superávits da Alemanha e do Japão.

A hegemonia americana, como em qualquer arranjo, teve que se deparar com as consequências não intencionais das interações estratégicas. O movimento dialético do crescimento do mercado como função da produção ampliada da riqueza, dentro de um sistema competitivo e não planejado, repercute em termos de ações estratégicas e resultados de interações. Um sistema competitivo, sem planejamento centralizado, tem resultados parcialmente previsíveis, ou seja, os resultados são *prováveis* e dependem de fatores que escapam aos atores. As instituições de Bretton Woods são atores que operam em contextos desta natureza, nos quais as tendências são construídas a partir de interações estratégicas assimétricas. O contexto é competitivo e de baixa mobilidade, mas alterações marginais na distribuição da riqueza material e do poder tendem a repercutir na distribuição das quotas e do poder de voto dentro das instituições. Esta tendência opera no longo prazo, pois no curto prazo tende a prevalecer a resistência à mudança institucional. De qualquer maneira, a mudança é algo contingente à sobrevivência das organizações. Estas organizações podem sobreviver, se forem adequadamente adaptadas às mudanças em curso e se houver a possibilidade de criar consensos, seja numa situação de liderança definida (hegemônica) ou em ambientes de transição, nos quais prevalecem ambientes de maior incerteza.

As instituições não se limitam a refletir as preferências e o poder das unidades que as constitui: as próprias instituições moldam essas preferências e o poder. Instituições são, portanto, constitutivas dos atores e vice-versa. Não é suficiente, para este fim, tratar as preferências dos indivíduos como dados exógenos: eles são afetados por arranjos institucionais, pelas normas vigentes, e pelo discurso historicamente contingente das pessoas buscando atingir os seus fins e resolver os seus próprios problemas (KEOHANE, 1988, p. 382, tradução nossa).⁴

Esta suposição indica que as organizações internacionais são mecanismos de institucionalização de regimes, e ao agirem como tal, passam a interagir na forma de atores, com autonomia relativa. Com *staff*, hierarquia e recursos, estes organismos criam demandas próprias.⁵ Este aspecto da autonomia burocrática é muitas vezes superestimado. Quem tem papel relevante são os países mandatários, que delegam ao *staff* suas atribuições. Conferir à burocracia institucional um papel autônomo implica encobrir os interesses, o jogo de interesses no plano das relações interestatais.

As instituições de Bretton Woods, o GBM e o FMI, são funcionais porque diminuem os custos de interação direta entre os Estados nacionais mais poderosos e seus congêneres mais débeis, porque assumiram a posição de “pelotão de frente” nos palcos da Guerra Fria, já que, em certa medida, supriram a função de persuadir (*money is a good argument*) governos politicamente indecisos, pois de alguma maneira cumpriram as funções explícitas de seus estatutos, mas, sobretudo, porque cumpriram as funções tácitas dos jogos de poder.

4 AS ATRIBUIÇÕES DE CADA INSTITUIÇÃO: REFORMAR O QUÊ?

Em si, a existência de uma instituição é a expressão de um conjunto de normas e regras que os atores estão dispostos a compartilhar. No caso das instituições financeiras multilaterais trata-se de organizações internacionais, que expressam a institucionalização de um regime, sendo este, *per se*, uma instituição. Um dos aspectos mais instigantes e importantes do GBM e do FMI é a capacidade de reproduzir quadros de referências. Ao fazê-lo, estes atores definem padrões de comportamento esperados, expectativas e estruturas de *payoffs* (recompensas).

Os quadros de referência são funcionalmente importantes, pois aplacam as incertezas, e criam um ambiente no qual cálculos de longo prazo podem ser feitos. No âmbito do Banco Mundial e do FMI, estes quadros estão inscritos em seus mandatos e nas suas publicações.

4. No original: “Institutions do not merely reflect the preferences and power of the units constituting them: the institutions themselves shape those preferences and that power. Institutions are therefore constitutive of actors as well as vice versa. It is therefore not sufficient in this view to treat the preferences of individuals as given exogenously: they are affected by institutional arrangements, by prevailing norms, and by historically contingent discourse among people seeking to pursue their purposes and solve their self-defined problems”.

5. O Banco Mundial possui 182 países signatários, 10 mil funcionários e mais de 100 escritórios espalhados pelo mundo. O FMI tem 187 países-membros com cerca de 2.400 funcionários em sua equipe.

Estes quadros de referência, que indicam modelos de harmonização (padrões de comportamento, regras de adesão e permanência dentro do regime), estão interligados a mecanismos de funcionamento do regime ou de sua eficácia funcional. Sem eles não há padrões possíveis de interação, senão aqueles destinados ao conflito aberto (a guerra). Com eles, sem que se façam pré-julgamentos de qualquer espécie, há interação no sentido da cooperação. Um regime funciona com diferentes níveis de tomada de decisão. Pode-se definir uma taxionomia que divide a tomada de decisão destas instituições e suas interações da seguinte maneira: *i)* ações que tratam da supervisão das regras e normas; *ii)* ações que tratam da criação de normas; e *iii)* ações que marcam as imagens coletivas e estabelecem estruturas históricas.⁶

O primeiro nível de ação é elemento cabal da existência do FMI e trata da tarefa de supervisão (*surveillance e overseeing task*). Assim, o FMI pode exercer sua função no Sistema de Estados, que trata da dimensão específica da vigília, por meio dos seus relatórios e de suas tarefas de consultas e assistência bilateral e multilateral. A supervisão permite que haja um determinado grau de regularidade nos padrões de conduta das unidades do sistema. Esta tarefa está diretamente associada ao nível do *staff* da organização, mas é influenciada pelo *board*, ou seja, pelos tipos de interações assimétricas que se encontram na dimensão superior da hierarquia organizacional. O papel de vigília (*overseeing task*) tem sua eficácia marcada pelo grau de influência de cada unidade estatal dentro da instituição, o que influencia negativamente sua eficácia, posto que aqueles que detêm maior poder podem escapar das atribuições estatutárias e das políticas consideradas saudáveis.

A supervisão tem um caráter preventivo, e seu resultado, em termos de relatórios, representa um selo de qualidade. No sentido de sua efetividade, a supervisão esbarra num aspecto contingente da estrutura do sistema de Estados: mecanismos imperfeitos de punição. Em geral, a sanção dá-se pela retirada do aval (do selo de qualidade que o trabalho de supervisão confere), mas dependendo do tamanho das consequências, a retirada do aval pode trazer custos de curto prazo muito elevados, cujo efeito de transbordamento é muitas vezes incerto, porém perigoso. Assim, o sistema é passível de captura e sua dinâmica convive com o risco moral (*moral hazard*). O FMI não é uma corte com atribuições definidas para o exercício formal da coerção sobre Estados soberanos. As reformas recentes não tocam neste aspecto, embora haja uma pressão dos países emergentes para que o tratamento diferenciado que é dispensado aos *donors* seja corrigido.

6. Adaptação de Cox e Jacobson (1999). Neste artigo os autores procuram estabelecer uma taxionomia em sete tipos de tomada de decisão. Aqui há uma reprodução dos dois primeiros tipos, na forma proposta pelos autores, e um terceiro, representando um subconjunto que agrega a tomada de decisão no nível simbólico, representacional e programático. Estes três níveis podem ser incorporados numa categoria chamada de intermediação simbólica.

Ainda neste nível, pode-se afirmar que o exercício efetivo, em termos de cumprimentos de padrões de conduta, dá-se de forma mais eficiente, mesmo que imperfeita, pelo mecanismo dos empréstimos e financiamentos. O FMI empresta e o Banco Mundial financia, ou seja, o fluxo de recursos dos países emprestadores para os países tomadores cria a oportunidade de enquadramento (institucionalização) dos países mais vulneráveis dentro das imagens coletivas dominantes, ou dos quadros de referência dominantes. As condicionalidades foram fartamente utilizadas nas duas décadas de ajustes estruturais (1980 e 1990) dos países em desenvolvimento. Tanto o Banco Mundial como o FMI foram capazes de criar uma ação conjunta que, em última instância, foi decisiva para a virada ideológica neoliberal. Este mecanismo de funcionamento desvenda a ligação entre os instrumentos de financiamento, vulnerabilidade dos tomadores e a aceitação de uma imagem coletiva dominante por parte destes. O quadro da influência externa e do domínio hierárquico dentro do sistema de Estado ganha contornos mais claros.

O segundo nível de ação institucional, o da criação de normas, não se restringe às instituições de Bretton Woods, mas também neste aspecto elas são elementos constitutivos da institucionalidade do sistema internacional. Em si a criação de regras é algo que ocorre de forma contínua, embora um sistema estável deva apresentar certa estabilidade contratual. Os contratos são estáveis, porque os padrões de conduta esperados não se alteram no curto prazo e respeitam um quadro de referências comum. O mundo simbólico, que se apresenta no plano discursivo e nas ações padronizadas, se institucionaliza por meio das regras, dos organismos internacionais.

O FMI e o GBM cumprem, neste nível, um papel crucial que se associa ao terceiro nível da ação institucional: a *intermediação simbólica*. Estas organizações multilaterais traduzem na forma de prescrição de políticas públicas e de avaliação de *performance* das unidades as expectativas dominantes, que são criadas dentro e fora dos Estados, mas no âmbito das interações do “andar de cima” do capitalismo, conforme ensinava Fernand Braudel.

O mercado das trocas simbólicas, numa expressão cara ao pensador francês Pierre Bourdieu, se faz por meio de interações que sintetizam estruturas históricas concretas. Para se pensar a reforma em curso deve-se ter em conta estes três níveis de ação, numa perspectiva de análise dos atores e seus contextos.

No que toca aos *emergentes*, uma reforma abrangente deveria levar em consideração: *i*) alteração nos mecanismos de supervisão (FMI); *ii*) alteração nos instrumentos de mediação financeira; *iii*) reformulação dos mecanismos de seleção do quadro de funcionários; e *iv*) mudanças de imagem coletiva. O primeiro ponto deve tocar numa questão crucial: aumento do grau de autonomia institucional em relação aos “principais” (maiores cotistas e congêneres). O segundo

ponto diz respeito aos instrumentos de enquadramento das unidades soberanas mais vulneráveis: é preciso separar as necessidades de financiamento criadas por falta de *accountability* daquelas provocadas por eventos externos (como aqueles desencadeados pela crise financeira de 2008). O terceiro ponto influencia os dois primeiros: uma equipe que não reflita a pluralidade dos pontos de vista dos principais países nas instituições e que não seja transparente em suas práticas e procedimentos fatalmente levará à perda de legitimidade e a erros de avaliação (por captura ou falta de autocrítica). Por último, a visão que inspira as instituições deve levar em consideração as alterações que ocorrem no sistema internacional. Como a literatura dos regimes informa: normas derivam de princípios e estes são produtos de quadros de referência mais amplos. Num mundo pós-hegemônico e pós-neoliberal as instituições de Bretton Woods não podem operar como meras correias de transmissão dos interesses dos EUA, do Japão e da Europa.

Numa análise preliminar, pode-se afirmar que para a efetivação do que se propõe no primeiro item é o que vem sendo proposto: a alteração no poder de voto das instituições. Sendo insuficiente, este passo deve ser complementado por uma alteração profunda no recrutamento do *staff* e na forma como se compõem as diretorias executivas. As instituições costumam alardear que sua equipe é multicultural, mas isto não representa pluralidade de opiniões. O mesmo vale para os consultores que têm peso significativo na elaboração de relatórios e na formação da ideologia das respectivas instituições. Quantos deles provêm de universidades dos países emergentes? Quantos destes ascendem aos postos mais relevantes dentro do *staff* tanto do Banco Mundial como do FMI? Adicionalmente, cabe perguntar: qual o papel destas instituições no mundo atual?

5 AS INSTITUIÇÕES DE BRETTON WOODS: UMA ANÁLISE FUNCIONAL A PARTIR DE DENTRO

Num artigo extremamente elucidativo de uma visão funcional e criteriosa do GBM e do FMI, Jacques Polak⁷ (1997), indaga sobre a pertinência da existência de duas instituições tão similares, provendo recursos sob as mesmas condições, relativos a problemas de balanço de pagamentos, para os mesmos países. Esta questão emergiu no contexto dos programas de ajuste estrutural, mas diz respeito às delimitações de mandato de ambas as instituições e suas origens.

7. Jacques Polak foi um dos economistas mais influentes do século XX. Sua participação como "intelectual orgânico" das finanças internacionais esteve associada à Liga das Nações, à Conferência de Bretton Woods (nesta como representante de seu país de origem, a Holanda) e ao Fundo Monetário Internacional, no qual atuou por boa parte de sua vida. Também foi presidente da Per Jacobsson Foundation, um *think tank* criado em 1963 e associado ao FMI e ao Bank for International Settlements (BIS). Sugestivamente um dos presidentes fundadores da fundação foi Eugene Meyer, primeiro presidente do Banco Mundial e figura de destaque dos meios financeiros e governamentais estadunidenses. Disponível em: <<http://www.perjacobsson.org/per-jacobsson.htm>>.

Polak (1997) coloca uma questão que está diretamente relacionada com o objetivo deste capítulo. Em que medida estas instituições cumprem funções distintas? Suas atribuições estão de acordo com as exigências do mundo atual?

As instituições foram criadas como frutos de uma mesma gestação, mas desenvolveram-se de forma separada; o autor procura definir quais as funções de cada uma e qual a relação entre elas (cooperação e conflito). A função básica do FMI desde sua origem foi guardar a estabilidade do sistema monetário internacional, enquanto o Banco Mundial surgiu como um instrumento para reconstrução europeia, logo se transformando em instrumento de financiamento do desenvolvimento (COELHO, 2002). É bem verdade que em seu estatuto, Artigo 1º, o FMI tem atribuições que sugerem uma superposição funcional com o Banco Mundial.

No Artigo 1º, lê-se que as atribuições do FMI são: *i*) estabelecer uma instituição permanente que promova a cooperação, por consultas mútuas de seus membros, no âmbito monetário; *ii*) facilitar a expansão equilibrada do comércio internacional, contribuindo para a expansão dos níveis de emprego e da renda real como objetivos primários de política econômica; *iii*) promover a estabilidade cambial, procurando inibir depreciações competitivas; *iv*) eliminar possíveis obstáculos ao crescimento do comércio internacional, por meio da construção de um sistema de pagamentos internacional multilateral; *v*) prover estabilidade aos seus membros por meio de recursos, sob certas condições, para corrigir eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos; e *vi*) de acordo com o exposto, aplacar em termos de tempo e de intensidade possíveis desequilíbrios no balanço de pagamentos de seus membros.

Já o Banco Mundial (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento – BIRD) tem as seguintes atribuições: *i*) promover o investimento privado externo, por meio de garantias ou participando com recursos, ou, quando o capital privado não estiver disponível, prover os recursos com meios próprios ou alavancados no mercado; *ii*) promover o crescimento equilibrado do comércio internacional numa perspectiva de longo prazo, por meio do equilíbrio do balanço de pagamentos, estimulando o investimento internacional para o desenvolvimento da produtividade, dos meios de vida e das condições de trabalho dos territórios dos países membros.

As atribuições do BIRD são feitas em parceria com a Agência Internacional de Desenvolvimento (AID). O que diferencia, basicamente, estas duas instituições é o mecanismo da elegibilidade para o acesso aos recursos. A AID provê recursos para países pobres, de renda baixa, enquanto o BIRD é prestador para países de renda média. Em circunstâncias especiais, o FMI e o BIRD participam de empréstimos consorciados, na função de prestadores de última instância.

O primeiro aspecto que salta aos olhos ao analisar as atribuições originárias destas instituições é a forte ligação com o contexto em que elas foram criadas. Naquele contexto havia uma ligação entre estabilidade, crescimento e emprego.

Esta relação, característica do liberalismo restringido, se perdeu durante os anos de chumbo do neoliberalismo e dos programas de ajustamento estrutural.

Embora, em sua origem, tanto o FMI como o Banco Mundial tiveram a incumbência de definir suas ações com um olho no nível de emprego, há diferenças que merecem ser destacadas. A principal delas diz respeito ao horizonte temporal das ações e ao escopo das mesmas. Neste aspecto o FMI é uma instituição voltada para problemas de curto prazo, enquanto o Banco Mundial é uma instituição voltada para problemas de longo prazo.

O FMI trabalha no plano da estabilidade macroeconômica, enquanto o Banco Mundial lida com problemas microeconômicos de longo prazo. Colocando isto de forma mais clara: *i)* os problemas macroeconômicos dizem respeito à taxa de câmbio, à liquidez, à supervisão prudencial e à higidez fiscal dos países membros; e *ii)* os problemas microeconômicos estão associados ao ambiente de negócios, que vai desde aspectos institucionais para abertura e fechamento de empresas até questões ligadas à qualificação da mão de obra e infraestrutura.

O escopo do FMI está associado ao regime monetário, aos fluxos financeiros internacionais e à harmonização de padrões “saudáveis” de gestão dos recursos públicos. Isto implica a construção de parâmetros que sejam aceitos como sinais que os atores possam interpretar em relação à capacidade de pagamentos das unidades do sistema. Pensando de um modo integrado: o FMI precisa garantir, sobretudo, a estabilidade macroeconômica para que o Banco Mundial possa levar a cabo os incrementos microeconômicos; estes levam ao desenvolvimento e, em tese, garantem algo que deveria ser perseguido pelas duas instituições: crescimento do emprego com estabilidade.

Este trabalho exige uma máquina burocrática que tenha capacidade de supervisionar a saúde das unidades e, ao mesmo tempo, prover assistência para corrigir práticas consideradas “não saudáveis”. Estas práticas estão associadas a desvios de conduta dentro dos padrões esperados do “*market-friendly behavior*”. Os processos de interação entre as instituições podem ser mais ou menos associados, conforme as exigências contextuais e dos atores. Para aproximar as ações e evitar problemas de *free-rider* (POLAK, 1997) o Banco Mundial colocou em seu estatuto que para ser membro da instituição é necessário que o país seja signatário do FMI. Além disto, foram criadas as condicionalidades cruzadas (JAMES, 1998), ou seja, empréstimos e financiamentos que exigem que o tomador se comprometa com as duas instituições na aceitação de contrapartidas e cumprimentos de padrões de conduta.

Do ponto de vista da relação do Banco Mundial e do FMI com o mercado há uma diferença muito importante, que trata dos recursos das instituições: o Banco Mundial tem duas fontes de recursos, os países signatários e o mercado,

enquanto o FMI só conta com recursos que provêm de seus acionistas. Isto faz com que o Banco Mundial em muitos aspectos se assemelhe a uma instituição financeira convencional, oferecendo produtos e trabalhando no mercado de títulos. Os títulos do Banco Mundial são classificados com triplo *A* desde a década de 1960, quando houve a primeira emissão.

Sendo o horizonte temporal das atribuições de cada instituição diferenciado, também é diferente o horizonte temporal dos empréstimos. O FMI emprestava em tranches e em curto prazo, preferencialmente, condicionando os desembolsos às cartas de intenção. O Banco Mundial emprestava em médio e longo prazo e o processo de análise do país era mais lento, bem como a tomada de decisão. Desde meados dos anos 1970 a superposição de ações em termos de finalidade e temporalidade tem diminuído. Em 1974, ocorre a criação do *Extended Fund Facility* (EFF), que alongou os prazos de três a cinco para quatro a dez anos para quitar os financiamentos. Em 1976, criam-se os *trusts funds*, alavancados com a venda dos fundos em ouro, mas com baixa condicionalidade. Foi na década de 1980 que a relação de funcionalidade, ou melhor, as funções do FMI se aproximam das funções do Banco Mundial, com a criação dos programas de ajustamento estrutural. No caso do FMI são criados em 1986 e 1987, respectivamente, o *structural adjustment facility* (SAF) e o *enhanced structural adjustment facility* (ESAF), com forte condicionalidade e prazo de resgate de dez anos (POLAK, 1997).

As instituições foram se aproximando por meio de suas ações ou de seus elementos procedimentais. A aproximação, um fator de destaque na agenda da política externa americana, implicava uma unificação em termos de discurso e de procedimentos. Esta aproximação, na perspectiva política dos EUA, resultava num aumento de eficácia por meio da instrumentalização institucional em direção ao enquadramento periférico aos programas de ajustamento. Um instrumento para aproximar as instituições foi a criação, em 1986, dos *policy framework papers* (PFPs), produzidos pelo Banco Mundial para serem analisados pelo FMI.

No quadro 1, resumem-se os instrumentos de ajustamento do Banco Mundial.

QUADRO 1
Síntese dos tipos de ajustamento

| Tipo | Finalidade |
|--|--|
| <i>Structural adjustment loans</i> (SALs) | Apoio às reformas promotoras do crescimento, do uso eficiente dos recursos e do equilíbrio de médio e longo prazo do balanço de pagamentos. |
| <i>Sector adjustment loans</i> (SECALs) | Suporte à mudança de políticas e reformas institucionais em setores específicos. |
| <i>Special structural adjustment loans</i> (SSALs) | Empréstimos destinados a situações específicas de necessidade de financiamento externo, seja para prevenir a erosão da credibilidade externa, seja para mitigar efeitos de choques externos. |

(Continua)

(Continuação)

| Tipo | Finalidade |
|--|---|
| <i>Programatic structural adjustment loans</i> (PSALS) | Consiste em empréstimos plurianuais para programas de reformas institucionais ou construção institucional. São programas de maior duração, de três a cinco anos, que focalizam o fortalecimento em termos de governança, processos orçamentários e programas sociais. |
| <i>Subnational adjustment loans</i> (SNALS) | Destinados ao fortalecimento institucional no plano subnacional. |

Fonte: World Bank (2001).

Os empréstimos do BIRD e da AID são divididos em dois tipos: empréstimos para investimentos e empréstimos para ajustamentos. Os primeiros têm prazos mais longos, entre cinco e dez anos, e os últimos, de um a três anos.

As mudanças nos instrumentos de financiamento, o que se poderia denominar de reformas instrumentais (situadas no plano operacional), acontecem como função de alterações contextuais mais amplas e, em última instância, de alterações nos quadros de referência da economia política internacional. Assim, reformas dos instrumentos de financiamento e de suas condicionalidades são afetadas pelas mudanças geoeconômicas e geopolíticas que estão se processando.

É isto que se confirma com as mudanças que ocorrem a partir dos anos 2000. Países que antes eram receptores passaram, também, à condição de doadores e credores, tais como Brasil, China e Índia, isto associado a novos instrumentos financeiros como os fundos soberanos, que estão exigindo que as instituições repensem sua participação na arquitetura financeira internacional:

A disponibilidade de novas fontes de financiamento tem sido uma das mudanças mais significativas na assistência ao desenvolvimento nos últimos anos. Novos doadores bilaterais com recursos significativos, tais como China, Índia e Brasil, agora estão ativos no seu apoio à infraestrutura na África. Fundos de riqueza soberana e fundações estão expandindo seu alcance e impacto. E, não obstante a atual crise no setor financeiro, mercados de capitais doméstico e internacional estão desempenhando um papel mais importante nas estratégias de financiamento dos países de renda média. O papel do Banco Mundial como parceiro de outros doadores multilaterais e bilaterais cresceu (WORLD BANK, 2009, p. 2, tradução nossa).⁸

No caso do banco há uma preocupação especial com a perda de primazia em regiões onde tradicionalmente a assistência para o desenvolvimento era mercado cativo da instituição. Isto requer uma revisão de procedimentos e uma aceleração, provavelmente, no “ciclo dos projetos”, e uma redefinição da *country assistance strategies* (CAS).

8. “The availability of new financing sources has been one of the most significant changes in development assistance in recent years. New bilateral donors with significant resources, such as China, India and Brazil, are now active in their support of infrastructure in Africa. Sovereign wealth funds and foundations are expanding their outreach and impact. And, notwithstanding the current crisis in the financial sector, domestic and international capital markets are playing a larger role in the financing strategies and international capital markets are playing a larger role in the financing strategies of middle-income countries. The Bank’s role as partner for other multilateral and bilateral donors has grown”.

Alterações no plano dos instrumentos de crédito também estão em processo no FMI, com a criação da *precautionary credit line* (PCL) e da *flexible credit line* (FCL), instrumentos que permitem que países com bom histórico de crédito possam recorrer a recursos praticamente sem condicionalidades.⁹

De forma sumarizada, no quadro 2, apresentam-se os instrumentos de empréstimos do FMI.

QUADRO 2
Fundo Monetário Internacional

| | |
|--|---|
| <i>Poverty reduction and growth trust</i> (PRGT) | Criado no âmbito das reforma de janeiro de 2010, visa promover o equilíbrio macroeconômico de longo prazo; as taxas de juros são revistas de dois em dois anos; destinado para países de renda baixa. |
| <i>Extended credit facility</i> | Veio em substituição à <i>poverty reduction and growth facility</i> , como mecanismo para prover fundos de médio prazo (dez anos) para países de baixa renda com problemas no balanço de pagamentos. Não há cobrança de taxa de juros e o período de carência é de cinco anos e meio. |
| <i>Standby credit facility</i> (SCF) | Empréstimos para problemas de liquidez; substitui o <i>high-access component of the exogenous shocks</i> (ESF). Também para países de renda baixa, tem quatro anos de carência, taxas de juros zero e oito anos de maturidade. |
| <i>Rapid Credit Facility</i> | Para países de baixa renda, com baixa condicionalidade, taxas de juros zero, cinco anos e meio de carência e dez anos de maturidade. |
| <i>Stand-by arrangements</i> (SBA) | Para países de renda média; para problemas de liquidez, são concedidos sob condicionalidades; o desembolso, na forma de <i>tranches</i> , vai de 12 a 24 meses e o reembolso é de três anos e meio a cinco anos; e podem ter caráter preventivo. |
| <i>Flexibility credit line</i> (FCL) | Para serem usadas de forma preferencialmente preventiva, por países com fortes fundamentos macroeconômicos; tem prazos iguais aos SBA; ao invés de ser feito em parcelas, o desembolso é de uma só vez; e ao contrário do SBA não há condicionalidades. |
| <i>Precautionary credit line</i> (PCL) | Para serem usadas somente de forma preventiva; encontra-se num estágio intermediário entre as exigências dos SBAs e dos FCLs; devem durar entre um e dois anos; e podem representar cinco vezes o valor da cota no ato da aprovação e até dez vezes um ano depois. |
| <i>Extend fund facility</i> (EFF) | Criado em 1974; problemas de longo prazo em termos de desequilíbrio do balanço de pagamentos, para serem pagos entre quatro anos e meio a dez anos. |
| <i>Emergency assistance</i> | Para países que sofreram desastres naturais ou saíram de conflitos; para serem pagos entre três anos e três meses até cinco anos. |

Fonte: IMF (2010a).

Analisando-se as alterações nos instrumentos de concessão de empréstimos e de procedimentos, pode-se pensar o contexto da reforma não somente de forma datada, mas processual, por meio de vetores de força que alteram, de maneira incremental, as dimensões propostas de ação: *i*) de supervisão de normas; *ii*) de criação de normas e; *iii*) de intermediação simbólica. As duas primeiras dimensões estão ligadas à última, mas não sofrem modificações determinadas por esta. No entanto, alterações na última, necessariamente, deverão repercutir nas duas primeiras. Podem acontecer alterações incrementais sem alterações significativas nas imagens coletivas (grandes quadros de referência). Pode-se assistir mudanças nas duas primeiras dimensões que, ao contrário, reforcem o quadro de referências já existente.

9. Estas linhas foram criadas por interferência direta do G20, mostrando que o contexto da crise alterou as interações estratégicas, aumentando o poder de influência dos países emergentes. "These reforms come as the G20 has made the strengthening of the global financial safety net an agenda item for its next meeting in Seoul, Korea in November 2010. The government of Korea has taken a leading role in advancing this issue" (IMF, 2010a).

Por isto é preciso analisar as mudanças, analisando a natureza das reformas. Só assim pode-se identificar se está diante da criação de um novo regime ou não.

6 UMA ANÁLISE PROCESSUAL DAS REFORMAS: PARA PENSAR OS PADRÕES DA MUDANÇAS INSTITUCIONAIS

Supondo-se que haja alteração nas propriedades das unidades e no contexto de ação das mesmas (aumento da quantidade de atores relevantes: seja pela alteração das propriedades de atores existentes, seja pelo aparecimento de novos atores), a distribuição de recursos se modifica, o que aumenta os vetores de força em direção às alterações no sistema. Transformações nos atores, dos atores e do contexto resultam em mudanças nas interações estratégicas. Daí a movimentação das instituições: elas passam a sentir os constrangimentos do ambiente. A emergência de países como Brasil, China, Índia, África do Sul, Coreia do Sul e Indonésia reforça a hipótese de que as reformas institucionais devem fazer parte efetiva da agenda internacional. Mesmo que tímidas em seu início, a tendência é que elas ganhem em escopo a medida que o *status quo* for internalizando as mudanças estruturais em curso.

As alterações procedimentais devem levar as instituições a acentuar o trabalho de assistência técnica em face da função emprestadora, embora não se deva deixar de sublinhar que na última crise elas apareceram novamente como emprestadores de última instância, mesmo que de forma secundária, dado o imenso fluxo de recursos exigido pelos países afetados (*core countries*).¹⁰

A reforma, no âmbito da política de empréstimos, deve acentuar o caráter multidimensional que já ganhava força na agenda pós-crise das instituições de Bretton Woods. A interdependência complexa ampliou a agenda internacional e transformou a economia política internacional em “alta política”, igualando-se ao *status* da segurança internacional. O incremento dos fluxos internacionais comerciais e financeiros, as externalidades negativas criadas pela expansão da reprodução ampliada da riqueza (problemas urbanos e ambientais), a redefinição de fronteiras pós-descolonização e suas consequências em termos de direitos humanos (segurança coletiva e individual) são todos aspectos contingentes e absorvidos de forma incremental pelas instituições, em especial, pelo GBM.

O incremento da interdependência complexa tem como um de seus efeitos a multiplicidade temática das agendas institucionais, o que se verifica em maior detalhe no Banco Mundial. Um bom quadro disto são os temas dos relatórios da instituição.

10. O FMI vem recuperando de forma ativa seu papel de intermediário nas negociações da crise financeira que afetam a União Europeia. Sugestivamente, embora seja uma união monetária, a crise que afeta a Europa mostra uma estrutura de governança frágil, o que leva os países credores a recorrer aos instrumentos internacionais tradicionais de intervenção, no caso, o FMI.

QUADRO 3
Relatórios do Banco Mundial (temas)¹

| Ano | Relatório |
|-----------|--|
| 1978 | Perspectivas do crescimento e redução da <i>pobreza</i> . |
| 1979 | Mudança estrutural e política de desenvolvimento. |
| 1980 | <i>Pobreza e desenvolvimento humano</i> . |
| 1981 | Ajustamento nacional e internacional. |
| 1982 | <i>Agricultura</i> e desenvolvimento econômico. |
| 1983 | <i>Gestão</i> no desenvolvimento. |
| 1984 | <i>Mudança populacional</i> e desenvolvimento. |
| 1985 | <i>Capital internacional</i> e desenvolvimento econômico. |
| 1986 | <i>Comércio e política de preços na agricultura mundial</i> . |
| 1987 | <i>Industrialização</i> e comércio externo. |
| 1988 | <i>Finanças públicas</i> no desenvolvimento. |
| 1989 | <i>Sistemas financeiros</i> e desenvolvimento. |
| 1990 | <i>Pobreza</i> . |
| 1991 | O desafio do desenvolvimento. |
| 1992 | Desenvolvimento e <i>ambiente</i> . |
| 1993 | Investindo na <i>saúde</i> . |
| 1994 | Infraestrutura para o desenvolvimento. |
| 1995 | <i>Trabalhadores</i> num mundo integrado. |
| 1996 | Do plano ao mercado. |
| 1997 | O Estado num mundo em mudança. |
| 1998 | <i>Conhecimento</i> e desenvolvimento. |
| 1999 | Entrando no século XXI: mudando a perspectiva do desenvolvimento. |
| 2000-2001 | Atacando a <i>pobreza</i> . |
| 2002 | Construindo <i>instituições para o mercado</i> . |
| 2003 | Desenvolvimento sustentável num mundo dinâmico: instituições, crescimento e qualidade de vida. |
| 2004 | Fazendo os <i>serviços</i> trabalharem para os pobres. |
| 2005 | Um clima de investimento melhor para todos. |
| 2006 | Igualdade e desenvolvimento. |
| 2007 | Desenvolvimento e a <i>próxima geração</i> . |
| 2008 | Agricultura para o desenvolvimento. |
| 2009 | Reformulando a geografia mundial. |
| 2010 | Desenvolvimento e <i>mudança climática</i> . |

Fonte: World Development Report (World Bank, vários anos).

Notas: ¹ Realçam-se, nas diversas linhas, os significantes que dão uma noção qualitativa da multiplicidade em termos da agenda institucional.

Este quadro apresenta um amplo espectro temático, e mostra sobretudo que as instituições são capazes de absorver os discursos que comandam a agenda internacional. Além disto, por meio de seus relatórios, elas promovem o que está sendo considerado neste artigo como a *intermediação simbólica*: a capacidade de gerar elementos discursivos que, partindo de um ponto específico do espectro de interesses das relações interestatais, passam a ser percebidos como de interesse coletivo. A hierarquia interna das instituições aparecerá no plano discursivo, mais precisamente os interesses de seus acionistas majoritários. Aqui deve-se considerar que o discurso representa uma ação política, seja pelo que esclarece, seja pelo que omite.

O Banco Mundial, mais que o FMI, interfere num plano mais amplo do quadro de referências, definindo o que se entende por “desenvolvimento” e quais são os temas contingentes do andar de cima (no sentido braudeliano) do sistema de Estados. Porém, o FMI tem um papel fundamental no sentido de prover segurança à hierarquia sistêmica e isto se dá por meio da supervisão do sistema (mecanismo de controle na economia mundial).

A importância do FMI, ao longo do tempo, guarda relação com a necessidade de financiamento externo (NFE) dos países. Em momentos de expansão voluntária da liquidez internacional o FMI perde parte de suas funções e de suas receitas, pois seus recursos correntes provêm dos pagamentos dos empréstimos concedidos. Neste aspecto, o mecanismo de supervisão é uma saída institucional para a recuperação de sua funcionalidade. Assim como o Banco Mundial está sendo afetado, no momento atual, pelo crescimento de oferta de receitas voluntárias e projetos de financiamentos levados a cabo pela China, o FMI é afetado pela diminuição da NFE dos países emergentes.

Historicamente a importância da tarefa de supervisão deu-se em meio à mudança do regime financeiro internacional, com o abandono do padrão dólar-ouro e do arranjo cambial de Bretton Woods. O mandato do FMI teria de ser alterado, ou seja, o princípio da supervisão teria de ser reescrito. O princípio da supervisão internacional não era novo e suas origens estavam localizadas na Liga das Nações (PAULY, 1997). Sua consolidação dera-se com a criação do FMI, que, em seu estatuto, Artigo IV, seção 3, define o princípio da seguinte forma:

- (a) O Fundo supervisionará o sistema monetário internacional, a fim de assegurar o seu funcionamento eficaz, e supervisionará o cumprimento de cada membro e suas obrigações nos termos da seção 1 do presente artigo.
- (b) A fim de cumprir as suas funções em (a) acima, o Fundo deverá exercer vigilância rígida sobre as políticas cambiais dos membros e adotará princípios específicos para orientação de todos os membros com relação a estas políticas. Cada membro deverá fornecer ao Fundo as informações necessárias para tal vigilância, e, quando solicitados pelo Fundo, consultá-lo sobre as políticas de taxa de câmbio do membro.

Os princípios adotados pelo Fundo deverão ser compatíveis com acordos de cooperação pelo qual os membros mantêm o valor de sua moeda em relação ao valor da moeda ou moedas de outros membros, bem como com outros arranjos cambiais de escolha consistente de um membro com os propósitos do Fundo e da Seção 1 do presente artigo. Estes princípios devem respeitar as políticas sociais e políticas internas dos membros, e na aplicação destes princípios o Fundo terá em devida conta as circunstâncias de seus membros (IMF, 2011e, tradução nossa).¹¹

O Artigo IV explicita na integralidade o que é a institucionalização de um regime. Pode-se verificar, em combinação com o Artigo I, a existência de regras, da supervisão das regras e do quadro de referências. Todos estes aspectos são materializados pela operacionalização que se dá pelas consultas bilaterais e multilaterais, pela coleta de informações e pela divulgação das mesmas. No caso do FMI esta divulgação ocorre principalmente pelo *World Economic Outlook* e pelo *Global Financial Stability Report*. No caso do Banco Mundial, os *World Development Reports*.

O artigo foi emendado em 1977 para se adaptar ao fim do regime de Bretton Woods, com o abandono do par-valor (ouro-dólar).¹²

A Segunda Emenda aos artigos do Fundo e da Decisão de Vigilância de 1977 substituiu o regime Bretton Woods com o que tem sido chamado de “*soft law*”. Os membros do Fundo agora concordam que o mínimo de coordenação política condutiva a uma dimensão internacional poderia ser melhor promovida não por regras específicas, mas pela adaptação processual. De forma sutil, tal abordagem estendia a jurisdição legal do Fundo ao expandir o escopo do seu processo de consultas. Além disso, todas as consultas estão agora terminando com um resumo feito pelo diretor gerente, que depois de todas as alterações sugeridas pelos diretores torna-se uma declaração formal e legal do conselho (PAULY, 1997, p. 109, tradução nossa).¹³

11. “(a) *The Fund shall oversee the international monetary system in order to ensure its effective operation, and shall oversee the compliance of each member with its obligations under Section 1 of this Article.*

(b) *In order to fulfill its functions under (a) above, the Fund shall exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members, and shall adopt specific principles for the guidance of all members with respect to those policies. Each member shall provide the Fund with the information necessary for such surveillance, and, when requested by the Fund, shall consult with it on the member’s exchange rate policies. The principles adopted by the Fund shall be consistent with cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members, as well as with other exchange arrangements of a member’s choice consistent with the purposes of the Fund and Section 1 of this Article. These principles shall respect the domestic social and political policies of members, and in applying these principles the Fund shall pay due regard to the circumstances of members.”*

12. Para que ocorra qualquer alteração nos seus artigos são necessários 85% dos votos, sendo portanto, fator decisivo para se compreender a dinâmica de decisão do FMI. Ainda neste aspecto, o único país que individualmente continua tendo poder de veto são os EUA, que mesmo depois da reforma de Cingapura ainda contam com 16% do total de votos da instituição.

13. “*The Second Amendment to the Fund’s Articles and the Surveillance Decision of 1977 replaced the Bretton Woods regime with what has been called ‘soft Law’. Fund members now agreed that the modicum of policy coordination conducive to international economic property could best be promoted not by specific rules but by procedural adaptation. In subtle ways, such an approach extended the legal jurisdiction of the Fund By expanding the scope of its consultations process. Moreover, all consultations were now to end with a summing-up by the managing director, which after any amendments by directors was to become a formal legal statement of the board”.*

Esta modificação aumentou o poder de ação do FMI, criando uma arquitetura financeira internacional dividida entre os países supervisionados pelo fundo e os países reunidos no G7 (criado em 1975). Esta divisão mostra uma alteração dos arranjos cooperativos e dos mecanismos de coordenação da arquitetura financeira internacional diante de alterações contextuais. Dentro das instituições, alinhados aos países do G7, um conjunto de países com renda alta conformaram o panorama pictórico da hierarquia dos Estados pós-*smithsonian failure*.¹⁴

Esta arquitetura combinava, portanto, dois tipos de interações: hierárquica, por meio da intermediação institucional formal, países centrais (instituições), países periféricos e semiperiféricos; e hierárquica no sentido da “*rule creation*”, com acordos formais ou tácitos e produzidos por meio da liderança americana. O arranjo entre as economias avançadas (os *core countries*) caminhou no sentido de uma coordenação *ad hoc* das questões financeiras globais (ARMIJO, 2002).

Pari passu, o sistema foi desregulamentando os mecanismos de controle sobre o regime cambial, monetário e comercial e aumentando os arranjos informais, as redes de bancos centrais, por meio do Bank for International Settlements (BIS). A “elite orgânica” do sistema de Estados empurrou as instituições para realizar o enquadramento do andar de baixo, a periferia e a semiperiferia.

A mudança dos anos 1970, factualmente, representou uma alteração contextual completa de regime, porém, o período pós Bretton Woods se assemelhou mais a um “regime não regime” (ARMIJO, 2002). Por que sugerir uma alteração completa? Porque houve alteração *nas regras, na supervisão das regras e na intermediação simbólica*, nos três níveis de ação e interação propostos como referência taxionômica para se entender a dinâmica da arquitetura financeira internacional. Havia elementos contextuais que combinados propiciavam a alteração do regime: mudança nos atores, dos atores e inovação nos instrumentos financeiros (MINSKY, 2009) com repercussão na percepção dos atores e nas expectativas. A questão colocada não era mais “*Why White, not Keynes?*”, mesmo porque Bretton Woods não fora somente *White*, também fora muito de *Keynes*, ao menos num ponto central: a preocupação com controle sobre o fluxo líquido de capitais e a estabilidade relativa das taxas de câmbio. Num sentido mais profundo, Bretton Woods também foi muito de *Keynes* na tentativa de se conciliar, em alguma medida (de forma assimétrica, claramente), uma dinâmica internacional com maior autonomia para a fixação de políticas domésticas de emprego. Poder é, sobretudo, influência e autonomia. Neste aspecto, as reformas da década de 1970 aumentaram a distância de poder entre os *core countries* e a periferia. *Neither Keynes, nor White*, mas a contrarrevolução monetarista (VILLAREAL, 1984).

14. Faz-se referência ao fracasso das tentativas de manter o padrão dólar-ouro (Eichengreen, 2000).

Para se avaliar esta virada em termos de quadro de referências, uma síntese da evolução contextual e das transformações institucionais do FMI pode ser elucidativa. Dessa maneira, elaborou-se o quadro que segue.

QUADRO 4

Evolução contextual e transformações institucionais – FMI

| Ano | Transformações institucionais |
|------|--|
| 1967 | Criação dos direitos especiais de saque (DES). |
| 1969 | Primeira emenda, criando uma <i>facility</i> referenciada nos DES. |
| 1972 | Criação do comitê dos 20 para reforma do fundo. |
| 1976 | Comitê Interino indicou emenda ao Artigo IV, ampliação do mandato de supervisão. |
| 1980 | Comitê Interino decidiu que o fundo está apto a fazer empréstimos e prover assistência de longa duração e com grandes quantidades de recursos. |
| 1982 | A crise do México desencadeia os programas de ajustamento. |
| 1985 | O diretor-geral do fundo (Larosière) e o presidente do Banco Mundial (Clausen) expressam sua ampla concordância com o plano apresentado pelo secretário do Tesouro Americano, James Baker. O plano previa amplo processo de ajustamento nos países endividados, dando ênfase ao caráter "estrutural" dos ajustamentos. |
| 1986 | Estabelecimento da <i>structural adjustment facility</i> . |
| 1987 | Ministros das Finanças das seis maiores economias se encontraram com o diretor-geral do fundo (Larosière), estabelecendo o Acordo do Louvre, no sentido de promover a coordenação conjunta das taxas de câmbio. |
| 1987 | Criação da <i>enhanced structural adjustment facility</i> (ESAF). |
| 1988 | Estabelecimento da <i>compensatory and contingency financing facility</i> . |
| 1989 | Concordância com o Plano Brady e início dos planos de ajustamento estrutural de segunda geração. |
| 1991 | Entrada dos países pertencentes à antiga URSS no fundo. |
| 1992 | Terceira emenda ao fundo, com o aumento de cotas. |
| 1993 | Criação do <i>systemic transformation facility</i> para países em transição para a economia de mercado. |
| 1995 | Aprovação de um <i>stand-by arrangement</i> para o México no valor de 12,1 bi de DES; o fundo age como empregador de última instância no maior socorro até então feito pela instituição; este seria o primeiro de uma série de socorros que viriam do FMI e do Banco Mundial na segunda metade dos anos 1990. |
| 1996 | Criação do <i>site</i> do fundo. |
| 1998 | No encontro anual é criado o conceito da nova arquitetura financeira, baseada em cinco pilares: aumento da transparência, consolidação da supervisão bancária, liberalização lenta e cautelosa do movimento de capitais e parceria com o setor privado. |
| 1999 | Transformação do Comitê Interino no International Monetary and Financial Committee. |
| 1999 | Criação da <i>poverty reduction and growth facility</i> . |
| 1999 | Intensificação do <i>overseeing mandate</i> , por meio de um maior monitoramento dos recursos para os países tomadores. Os bancos centrais dos países tomadores devem publicar auditorias financeiras anuais, dentro de padrões internacionais, executadas por expertos externos e prover informações econômicas detalhadas aos funcionários do fundo. |
| 1999 | Acordo para o estabelecimento do Independent Evaluation Office. |
| 2000 | Como parte do esforço na intensificação do papel de supervisão, o fundo publica os relatórios quadrimestrais. |

(Continua)

(Continuação)

| Ano | Transformações institucionais |
|------|--|
| 2001 | O fundo aprova o crescimento no volume de cotas da China, como reconhecimento de sua crescente participação na economia mundial. |
| 2001 | Criação do <i>International Capital Markets Department</i> (mecanismo para tentar aprimorar a supervisão, acompanhando as transformações do sistema financeiro internacional). |
| 2002 | Adoção de novas orientações para as condicionalidades, com ênfase no foco e não na amplitude. |
| 2003 | Aprovação de projeto conjunto entre o FMI e o Banco Mundial para o atendimento dos objetivos de desenvolvimento do milênio até 2015. |
| 2005 | Estabelecimento do <i>exogenous shocks stability</i> . |
| 2006 | O fundo anuncia a primeira consulta multilateral em questões de importância sistêmica e regional com foco nos desequilíbrios globais, entre China, zona do euro, Japão, Arábia Saudita e Estados Unidos. |
| 2006 | Inicia-se a reforma das cotas para um realinhamento mais próximo da nova geografia econômica internacional. |
| 2008 | O pacote de reforma é acordado (em abril). |
| 2008 | O Board de Governadores aprova uma ampla reforma na governança das instituições sob o 14 ^a General Review of Cotas. 14 th General Review of Quotes O pacote inclui uma duplicação no volume de cotas, o que resultou num aumento em 6 pontos percentuais para a participação dos mercados emergentes e criou garantias para a manutenção do poder de voz dos países mais pobres. |

Fonte: IMF (2011).
Elaboração do autor.

Com este quadro pode-se visualizar três períodos claros pós-Bretton Woods. O primeiro é o de transição, de redefinição do papel institucional, que vai de 1973 até 1977-1978; o segundo é o período de atuação firme e decidida nos processos de enquadramento da periferia, em especial da periferia africana e do hemisfério ocidental (América Latina), que percorre os anos 1980 e 1990, e, por último, como bem definido no título do relatório sobre o desenvolvimento, de 2009, do Banco Mundial, um período de alterações na geografia internacional. Este é o período que marca uma situação pós-hegemônica e multilateral e que se estende desde os atentados terroristas em setembro de 2001 até os dias atuais.

No Banco Mundial, as alterações se deram, conforme já verificado, com uma ampliação da agenda temática, alteração nos instrumentos de financiamento e realocação dos recursos em termos setoriais e regionais (COELHO, 2002).

A datação deve ser entendida de forma dinâmica, pois os elementos que aparecem de forma mais clara num período já estavam em desenvolvimento no período anterior. Este é o caso da China, que em apenas 20 anos consegue dar um “grande salto” na apropriação do excedente e na criação de valor. Algo que poucos observadores poderiam imaginar nos anos 1970, mas que já nos anos 1990 aparecia de forma clara.

7 A REFORMA E O CONTEXTO ATUAL

QUADRO 5

Contexto, instituições, imagens coletivas e transformações no sistema internacional

| | | | |
|------------------|---|--|---|
| 1946-1970 | <i>Embedded liberalism</i> e o manejo de Bretton Woods. | Estabilidade hegemônica. | Coordenação definida; instituições definidas; regime e quadro de referências fortes. |
| 1973-1982 | Flutuação das taxas de câmbio; expansão do sistema bancário privado; crise do padrão monetário; crise energética. | Crise hegemônica. | Crise e redefinição de mandatos institucionais; novos arranjos transgovernamentais; crise do keynesianismo e contrarrevolução monetarista; quadro de referências confuso. |
| 1982-1999 | Globalização financeira e fim da ordem bipolar. | Retomada hegemônica; transição unipolar dos anos 1990. | A intermediação simbólica: as instituições de Bretton Woods como peças centrais da ordem neoliberal; programas de ajustamento estrutural; quadro de referências bem definido. |
| 1995-2007 | Expansão das finanças; criação de novos instrumentos financeiros; sucessivas crises na semiperiferia; atentados terroristas; alterações geoeconômicas e ascensão chinesa. | Trajetória em direção a um mundo pós-hegemônico. | Questionamento do quadro de referências; crise do padrão neoliberal; novos arranjos institucionais; criação do G20. |
| A partir de 2007 | Crise financeira internacional com epicentro nos <i>core countries</i> . | Multipolaridade indefinida. | Crise de legitimidade do imaginário coletivo dominante (neoliberal); crise de legitimidade das instituições de Bretton Woods; crescimento do grau de importância nos processos de coordenação do G20 em substituição do G7. |

Elaboração do autor.

O quadro anterior sumariza, com ênfase na análise institucional, as mudanças de contexto e as implicações em termos de imagem coletiva e estrutura histórica. As estruturas históricas são, na perspectiva crítica adotada neste artigo, produtos de combinações de imagens coletivas, atributos dos atores e distribuição de capacidades. As capacidades podem ser tangíveis ou não, sendo divididas em capacidades construtivas (capazes de gerar riqueza) e destrutivas (capazes de destruir riquezas). Esta combinação distributiva muda de tempos em tempos, embora não seja muito volátil (ARRIGHI, 1997).

A estrutura da ação muda ao longo do tempo e um objetivo principal da teoria crítica é entender essas mudanças. Este quadro tem a forma de uma estrutura histórica, uma combinação particular de padrões de pensamento, condições materiais e instituições humanas, as quais têm certa coerência entre seus elementos. Estas estruturas não determinam as ações das pessoas, em qualquer sentido mecânico, mas constituem o contexto de hábitos, pressões, expectativas e limites dentro dos quais a ação tem lugar (COX, 1999, p. 97, tradução nossa).¹⁵

15. "The framework for action changes over time and a principal goal of critical theory is to understand these changes. (4) This framework has the form of a historical structure, a particular combination of thought patterns, material conditions, and human institutions which has a certain coherence among its elements. These structures do not determine people's actions in any mechanical sense but constitute the context of habits, pressures, expectations, and constraints within which action takes places".

Quando se olha para as instituições se está em busca da análise das possibilidades de mudança no Sistema de Estados.

A institucionalização é um meio de estabilizar e perpetuar uma ordem particular. Instituições refletem as relações de poder prevalentes em seu ponto de origem e tendem, pelo menos inicialmente, a incentivar as imagens coletivas de acordo com essas relações de poder. Por fim, as instituições assumem vida própria, pois elas podem tornar-se um campo de batalha de tendências opostas, ou instituições rivais podem refletir diferentes tendências. Instituições são amálgamas particulares de ideias e poder material que por sua vez influenciam o desenvolvimento de ideias e recursos materiais (COX, 1999, p. 99).¹⁶

Se as instituições são meios para estabilizar e controlar a ordem econômica dentro do sistema mundial, alterá-las indica que o sistema está se transformando. O que ocorre com a reforma das cotas de abril de 2010 e com o seu realinhamento, principalmente no FMI, é uma expressão de que houve efetivamente uma mudança na distribuição de capacidades dentro do sistema. O primeiro aspecto que merece destaque é que a reforma se dá em um contexto de crise, não de uma crise qualquer, mas de uma crise no centro do sistema. Esta crise afeta as percepções e expectativas dos atores, não de uma forma mecânica. A crise desnuda um fator importante: o grau de sensibilidade e vulnerabilidade dos Estados.

Assiste-se a uma imensa capacidade de resistência dos países emergentes que conseguiram diminuir suas NFEs, por meio do acúmulo de reservas. Concentrando-se a análise nos países emergentes, Brasil, Rússia, China, Índia e Coreia do Sul,¹⁷ fica claro que a NFE é uma variável decisiva no grau de poder relativo de cada país, pois permite diminuir, aqueles que têm uma NFE menor, os custos de internalização dos ajustes. Poder, como já foi mencionado, na capacidade de influenciar e no grau de autonomia (COHEN, 2009). A capacidade de resistência destes países ampliou o grau de autonomia dos mesmos e seu potencial de influenciar na criação de regras, ou ao menos, neste momento inicial da reforma, no aumento do grau de participação no processo decisório. A criação do G20, no final dos anos 1990, fortaleceu a ação coletiva dos países emergentes durante a crise de 2007-2008.

16. "Institutionalization is a means of stabilizing and perpetuating a particular order. Institutions reflect the power relations prevailing at their point of origin and tend, at least initially, to encourage collective images consistent with these power relations. Eventually, institutions take on their own life; they can become a battleground of opposing tendencies, or rival institutions may reflect different tendencies. Institutions are particular amalgams of ideas and material power which in turn influence the development of ideas and material capabilities".

17. Deve-se destacar que o aumento de reservas destes países obedece a variáveis diferentes; a sustentabilidade do ciclo depende da maneira como estes países manejam o controle sobre os fluxos de recursos, sobre a capacidade que têm de gerar receitas externas e do tipo de capital que atraem, bem como da forma como atraem estes capitais. Os países em questão não têm o mesmo tipo de regulação cambial e guardam diferentes capacidades materiais construtivas e destrutivas.

8 O DISCURSO INTERNO SOBRE AS REFORMAS

Do ponto de vista discursivo, a reforma iniciada em 2008 reflete a aceitação, tanto do FMI como do Banco Mundial, de que se faz necessário internalizar o poder crescente dos países emergentes nas instituições de Bretton Woods. Isto reflete um reconhecimento das instituições, leia-se, dos principais acionistas, de que a mudança nas relações econômicas internacionais deve ser vista como um elemento tendencial, de longa duração, e que acomodações institucionais devem ser levadas a cabo. Ajustes desta natureza estão relacionados, supõe-se, a algumas variáveis intervenientes: *i)* alteração na relação credor/devedor no plano dos fluxos internacionais; e *ii)* emergência de novos atores com capacidade de influenciar resultados.

Em relação ao primeiro aspecto, o crescimento da participação chinesa nos fluxos de comércio bem como nos fluxos de investimento é o elemento de ponderação mais significativo em termos de efeitos de transbordamento.¹⁸ Ao redor deste polo de crescimento, pode-se verificar impactos em termos de alterações significativas na divisão internacional do trabalho. A ascensão chinesa e a incorporação da China às organizações internacionais alteram a correlação de forças dentro do sistema de Estado.

No plano macroeconômico, em especial no que tange aos fluxos de investimento e de capital, observa-se um aumento do grau de participação dos países emergentes na dinâmica econômica internacional. Assim, nações que tradicionalmente eram consideradas devedoras passaram à condição credora. A crise financeira-econômica, que se inicia em 2007, serviu como teste neste aspecto e provocou uma alteração na posição de força dos atores estatais dentro dos jogos institucionais. Supõe-se que os avanços nas negociações sobre a reforma nas instituições de Bretton Woods estão associados a este contexto.

O segundo aspecto daquilo que se chama de variável interveniente é a emergência de novos atores, vale lembrar, que ocorre dentro do plano do sistema de Estados e fora dele. No plano estatal, chama-se atenção para o efeito de incorporação de novos Estados, podendo-se citar como exemplo distintivo a adesão da Federação Russa ao plano das instituições de Bretton Woods. Esta entrada implica, de um lado, aumento de capital, e, de outro, alteração na margem da distribuição de votos. Em um primeiro momento isto ocorre de forma puramente adaptativa, mas com alterações importantes no contexto e na distribuição das capacidades matéricas (recursos de poder) que se observa, sobretudo a partir do

18. Por efeito de transbordamento (*spill over effect*), neste caso, entendem-se os efeitos que um país significativo tem sobre os outros países quando produz alguma alteração relevante nos fluxos econômicos. Assim, como o conjunto dos balanços de pagamentos funciona por meio de vasos comunicantes, uma alteração na margem de um país cuja participação no total dos fluxos é significativa altera de maneira importante as interações entre os outros atores e entre os outros atores e o país que serve como variável determinante (como elemento desencadeante do processo).

final dos anos 1990. Em consequência, aumenta o poder de pressão dos novos entrantes por alterações mais significativas na estrutura das instituições e da ordem global.

Os arranjos institucionais são sintomas desta mudança e ocorrem dentro do sistema, mas fora das instituições tradicionais, como o G20 e a criação dos fundos soberanos. Ambos, embora com funções distintas, são expressões políticas de um mesmo contexto de alterações na distribuição das capacidades materiais. Desse modo, são ao mesmo tempo expressão e agentes das transformações incrementais pelas quais passam o sistema de Estados. Estes arranjos constituem, também, instrumentos de pressão sobre as instituições de Bretton Woods.¹⁹ Parece que se tem aqui uma combinação de fatores que se constituem em vetores de força em direção às mudanças nos padrões de interação, mudanças na quantidade de atores relevantes e mudanças institucionais. Estas últimas podem ser divididas em: *inovações e adaptações*. No caso do G20 e dos fundos soberanos, tratam-se de inovações institucionais, e no caso das reformas no FMI e no Banco Mundial, de mecanismos de adaptação. Todas indicam alterações tendenciais de longo prazo nas interações internacionais. Indicam mudanças no sistema e não do sistema.²⁰ Estas relações, também indicam uma diminuição do grau de vulnerabilidade e sensibilidade dos países emergentes em relação à absorção dos momentos críticos do ciclo de negócios internacionais, numa relação inversa ao que se verifica nos polos tradicionais de crescimento durante a crise desencadeada em 2007-2008.

Enfim, pode-se adiantar que estas alterações de longo prazo não transformam substantivamente as regras que regem os fluxos econômicos, não produzem novos regimes, mas indicam alterações no sistema. Não são alterações do sistema, pois neste sentido teriam de resultar em arranjos normativos consentâneos às alterações de valores e imagens coletivas.

Nesta seção, cabe destacar que há nas instituições de Bretton Woods, na dimensão discursiva, uma aceitação de que, no mínimo, é necessário um processo adaptativo. A profundidade das reformas varia de instituição para instituição. Embora similares, as reformas se diferenciam quando se analisa o discurso, as alterações de discurso. No Banco Mundial a alteração de discurso parece mais contundente, enquanto no FMI, seguindo um padrão já estabelecido, a adaptação discursiva indicando alterações perceptivas é mais lenta.

19. Um aspecto elucidativo desta afirmação pode ser encontrado no *site* do FMI, em especial na seção que trata da reforma. Ali pode-se observar a importância atribuída ao G20 como principal interlocutor da reforma.

20. Utiliza-se aqui a taxionomia proposta por Gilpin (1999) sobre mudanças no sistema internacional. As mudanças no sistema caracterizam-se por mudanças na estrutura de governança, o que envolve mudanças na distribuição do poder, na hierarquia de prestígio e nas normas e regras das interações (alterações nos regimes e eventualmente dos regimes).

Em se tratando de reforma das instituições financeiras de Bretton Woods, duas dimensões podem ser observadas: reformas na estrutura de governança e reformas na distribuição de poder (alteração na composição das cotas).

8.1 Mudanças na estrutura de governança (ainda sobre o discurso interno)

O primeiro aspecto que deve ser ressaltado em relação ao conjunto das reformas tanto no FMI como no Banco Mundial é o aumento de representação de votos dos países emergentes. Este aumento de representação altera a hierarquia de prestígio²¹ no sistema das instituições financeiras multilaterais. Destaca-se ainda que esta alteração foi possibilitada, no caso do FMI, pela duplicação no capital da instituição e naquilo que pode ser considerada a maior reforma da história do organismo.

Em contraste com esta observação, a análise sobre a estrutura de governança mostra poucos avanços em relação ao FMI. Nesta instituição, o discurso interno indica que há uma forte pressão para que ocorram mudanças, mas há também uma forte resistência tanto dos países centrais – da Europa, EUA e Japão – como de seu *staff*.

A estrutura de governança do FMI é composta pelo Board of Governors (com os ministros das finanças representando cada país signatário) e pelo Executive Board. As decisões sobre alterações de cotas, sobre os direitos especiais de saque e sobre alterações nos artigos do acordo ocorrem no Board of Governors, mas é no Executive Board que as decisões operacionais são tomadas. Em outras palavras: as decisões que interferem no cotidiano da instituição estão localizadas no Executive Board e este é um comitê restrito, com interações estratégicas caracterizadas pela assimetria de poder.

A reforma na estrutura de governança (IMF, 2010b) se concentraria em quatro aspectos, listados a seguir.

- 1) A composição do Board of Executive Directors será de 24 membros, porém este número sofrerá revisões a cada oito anos.
- 2) Diminuição de duas cadeiras europeias, dos países mais avançados (ricos), em favor dos países emergentes, até a primeira eleição do Board of Executive Directors quando forem encerradas as reformas da 14ª emenda.

21. O prestígio é um aspecto central do exercício do poder. É a forma pela qual os atores ($n-1$) reconhecem a capacidade de liderança dos outros atores. Num sistema internacional caracterizado pela ausência de um governo central, anárquico, o prestígio é fundamental para que as regras acordadas sejam cumpridas e para que as instituições funcionem. Assim, dificilmente poder-se-ia pensar que num ambiente de interações estratégicas assimétricas no qual possa existir regimes e instituições com certa estabilidade *funcional* (equilíbrio dinâmico) sem que haja liderança. Num cenário alternativo, as regras teriam de ser cumpridas a *manu militari*, o que caracterizaria a ordem internacional com padrões de interação puramente coercitivos. Relações de dominação pura e simplesmente: império.

- 3) Caminhar no sentido de um Board of Executive Directors totalmente eleito, lembrando que atualmente 19 membros são eleitos e cinco são indicados. Esta medida entrará em vigor quando os países que estiverem de acordo representarem 85% das cotas, sendo necessária a observância de que isto corresponda também a três quintos dos membros.²²
- 4) Aumento do escopo do Alternate Executive Director, que é eleito pelo conjunto de países com menor representação em termos de cota, implicando diminuição do número de países necessários para compor o *pool* (de 19 para 7); esta proposição estaria mais coerente com a relação entre o número de cadeiras do Board of Executive Directors (24) e o número total de países membros (187).

Adicionalmente, o FMI pretende aumentar o poder de participação dos ministros das finanças (IMFC, que é um órgão de assessoramento ao Board of Governors), mas destaca-se que não houve consenso sobre a transferência de prerrogativas decisórias para este fórum, o que indica a manutenção da concentração em termos de tomada de decisões no Executive Board. Há também uma vaga indicação de diversificação do *staff*, sem que se esclareça qual o real significado desta questão.

As reformas no FMI estão previstas para o período de 2008 a 2014, quando se iniciará a 15ª revisão de cotas, já levando em consideração as alterações propostas no período. O que se observa é que os avanços obtidos na alteração das cotas e dos votos ainda não se fazem sentir em dois pontos sensíveis: a tomada de decisões e a composição do *staff*. Esta indicação mostra que as inovações no ambiente internacional encontram uma resposta adaptativa lenta, gradual e segura do ponto de vista dos países “avançados”. Há uma clara disputa que resulta num adiamento de reformas mais profundas por parte dos maiores acionistas e na aceitação da reforma possível, principalmente pelos mais interessados, os países emergentes.

De forma similar, a reforma no Banco Mundial ocorre no contexto da crise, mas um olhar sobre o discurso revela diferenças importantes na forma como as instituições processam os significados da reforma. Enquanto no FMI a reforma aparece como uma “necessidade”, como um *tour de force*, no Banco Mundial a reforma é tratada como uma possibilidade de avanço das relações internacionais em direção a um mundo mais aberto e democrático. Num certo sentido, este capítulo arrisca-se a sugerir que o discurso do FMI está mais próximo das percepções e temores europeus, enquanto o discurso do Banco Mundial se aproxima da percepção da política externa americana. Esta observação ganha força quando se

22. Os membros indicados são: EUA, Alemanha, França, Reino Unido e Japão.

verifica que em termos de distribuição de cotas e votos, em ambas instituições, a posição dos EUA é consolidada dentro de um patamar de votos que lhe permitem o exercício do poder de veto nas estruturas institucionais. Acrescenta-se a isto o fato histórico de que o Banco Mundial é um lugar cativo do exercício da política externa americana, já o FMI obedece a uma influência maior dos países europeus (isto não implica uma influência menor dos EUA, mas a concessão deste de que no FMI os europeus historicamente puderam exercer o poder de liderança institucional). A consolidação do poder americano, em ambas as reformas, contrasta com a perda de poder relativo dos europeus e aviva as diferenças discursivas das instituições em questão.

A reforma no Banco Mundial aparece dividida nas questões de governança e das cotas, mas uma ênfase especial é dada à transparência institucional e à melhoria das relações com as organizações da sociedade civil. No *site* da instituição, dedicado às questões relativas à reforma, são destacados os seguintes tópicos: *i*) aumento do poder de participação e voto dos membros; *ii*) promoção da *accountability* e da boa governança; *iii*) modernização dos serviços financeiros; *iv*) melhoria da transparência e acesso à informação; e *v*) revisão da governança interna.

Tanto no BIRD como na AID, houve aumento no poder de participação (voz e voto) dos países da parte II (receptores de recursos) da instituição, que correspondem aos *Development and Transition Countries* (DTC). Destaca-se a preocupação da instituição em aumentar a representação da África Subsaariana (WORLD BANK e IMF, 2009). A intenção da instituição é fazer com que os países em desenvolvimento cheguem a 50% do total de votos. A reforma dota-os com 47%.

A preocupação do Banco Mundial com a questão da governança interna resulta na criação de uma comissão para tratar do assunto (High Level Commission on the Modernization of WBG Governance). Todas as indicações do Banco Mundial consistem em aumentar a transparência de suas ações, o que se justifica pela forma como se financia e pelo foco funcional da instituição. Ou seja, o Banco Mundial é uma organização que, de um lado, capta recursos no mercado e, de outro lado, financia projetos de desenvolvimento, o que o torna uma instituição bastante visível e sujeita a críticas e aos processos de avaliação externa. Por esta razão, é muito razoável a preocupação institucional com as questões relativas à transparência (*information disclosure*). O Banco Mundial, ao longo de sua história, foi ampliando seu mandato e diversificando a abrangência da agenda de atribuições, enquanto o FMI, por sua vez, manteve um foco muito mais definido: o sistema monetário internacional e os problemas relativos aos balanços de pagamentos. Esta diferenciação de

escopo de atribuições, supõe-se, cria um problema de interesses difusos para o Banco Mundial, ou seja, o leque de grupos de pressão sobre a instituição é maior que aquele com que o FMI tem de lidar.

Existe entre as duas instituições uma importante diferença na composição do *staff*. Enquanto o Banco Mundial tem um grupo heterogêneo de especialistas (economistas, engenheiros, cientistas sociais), o FMI é majoritariamente, ou quase exclusivamente, composto por economistas, cujas premissas comuns criam um forte ambiente de *group thinking* e *internal advocacy* (VETTERLEIN, 2007, p. 134). O discurso do Banco Mundial sobre as reformas é associado ao conceito de multipolaridade, o que demonstra a internalização de uma perspectiva de alteração da ordem internacional (mudanças no sistema). Isto abre espaço para avanços do ponto de vista da inovação e deixa a estrutura mais permeável às mudanças.

A resistência à mudança na composição do *staff* dentro do FMI é uma clara manifestação de que a reforma institucional não altera, ainda, a linha ideológica (a imagem coletiva dominante) dentro da instituição. Isto indica qual o limite e o grau de resistência de cada instituição. Já a adoção discursiva do Banco Mundial de que o sistema internacional caminha para uma ordem multipolar (WORLD BANK, 2011) indica que as reformas em termos de governança podem avançar de maneira mais acelerada nesta instituição.

9 SOBRE AS COTAS E AS ALTERAÇÕES NA REFORMA

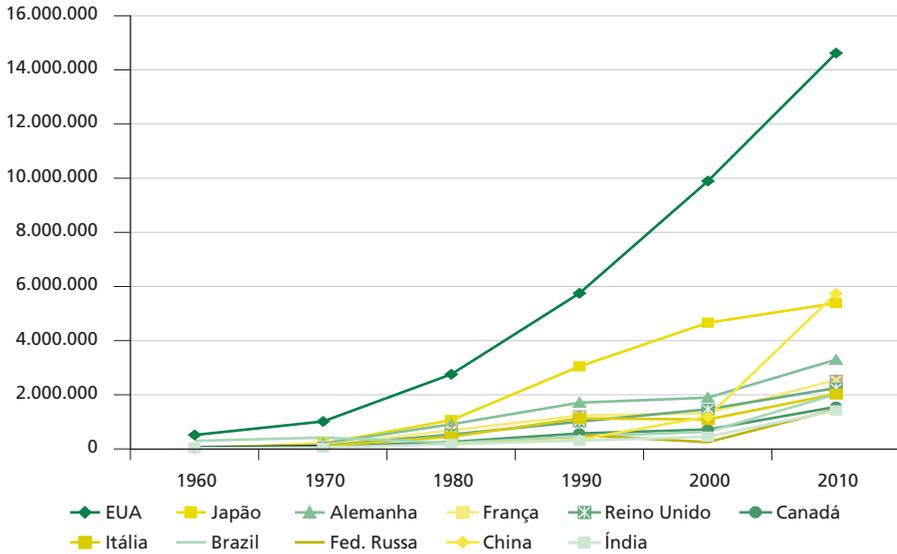
A reforma nas cotas colocou os países emergentes entre os dez maiores acionistas do FMI, notadamente: Rússia, Índia, Brasil e China (BRIC). Além disto, houve um aumento no volume de cotas para 54 países, o que só foi possível pelo aumento do volume de capital na ordem de US\$ 751,1 bilhões, valor este que dobrou o total do capital da instituição.

O aumento no volume de cotas e no poder de voto está relacionado com a fórmula de cálculo das instituições, mas leva em consideração, *grosso modo*, o produto interno bruto (PIB) (50%), as receitas e despesas correntes (grau de abertura: 30%), viabilidade econômica (15%) e as reservas internacionais (5%).²³

No gráfico 1 verifica-se a alteração em termos absolutos do volume de riqueza (PIB) a preços de mercado do G7 e dos BRICs.

23. Esta é a base de cálculo do poder de voto do FMI.

GRÁFICO 1
Evolução do PIB (G7 e BRICs)
(Em US\$ bilhões)



Fonte: World Development Reports (World Bank, vários anos).
Elaboração do autor.

Um aspecto que parece claro é que as modificações no grau de autonomia, produzidas por alterações positivas em termos de produto interno bruto (PIB), e o aumento da riqueza líquida na forma de reservas não levaram os países emergentes a descartarem a importância das instituições de Bretton Woods. Esta seria uma trajetória possível num quadro de aumento do multilateralismo acompanhado de um acirramento dos conflitos interestatais. *Uma suposição para isto é que não há, ainda, a formação de identidades coletivas marcadamente conflitantes, para que haja uma alteração completa do quadro de referências em vigor; além disto, a reforma mostra que os países estão conseguindo, num contexto de interações estratégicas assimétricas e multidimensionais, um grau razoável de coordenação e consenso.* A criação do G20 é uma demonstração de que novos arranjos estão surgindo, mas que os velhos arranjos institucionais permanecem, numa difícil, embora engenhosa, convivência.

O relacionamento entre o Fundo Monetário Internacional e as nações do G20 é ao mesmo tempo simbiótica e conflituosa. Como um casal casado há muito tempo, habitualmente disputam e brigam, não conseguem viver juntos, mas não podem viver separadamente (EICHENGREEN, 2011, tradução nossa).²⁴

24. "The relationship between the International Monetary Fund and the G20 nations is both symbiotic and conflicted. Like a long-married couple that habitually bickers and fights, the two can't seem to live together, but neither can they live separately".

Embora difícil, a relação é necessária, pensando-se numa perspectiva de *transição cooperativa*. A substituição do G7 pelo G20 repercutiu alterações na geopolítica internacional e acabou influenciando as alterações no FMI e no Banco Mundial. As transformações no mundo real foram transbordando, de forma incremental, no mundo institucional, mas dificilmente a reforma na distribuição de votos do FMI e do Banco Mundial teria acontecido sem a imensa crise de legitimidade que acompanhou estas instituições financeiras multilaterais com a crise financeira de 2007-2008. Poder-se-ia afirmar que a crise de legitimidade foi maior para o fundo. O Banco Mundial já vinha sendo afetado de forma estrutural pelo aumento de recursos alternativos disponíveis para os países em desenvolvimento, vindos dos fundos soberanos e, principalmente, da China. Já o FMI viu suas tarefas fundamentais serem colocadas sob suspeição.

Num relatório recente do Independent Evaluation Office (IEO) do FMI (IMF, 2011a), vários aspectos importantes sobre a atuação da instituição, ou mais especificamente, sobre as falhas de atuação, foram apontados. O relatório sublinha que em abril de 2007 a mensagem do FMI era de otimismo em relação à economia mundial. Países que viriam a naufragar no turbilhão da queima de capital durante a crise, como a Islândia, eram vistos como países promissores. A subserviência analítica da instituição aos países centrais aparecia na maneira como estas economias não se sujeitavam à supervisão da instituição:

O FMI em grande parte endossou as políticas e práticas dos maiores centros financeiros sistêmicos no epicentro da crise. Sobre as questões do setor financeiro, o FMI ancorou-se principalmente nas avaliações das autoridades dos EUA, Reino Unido e europeias, as quais demonstravam-se confiantes quanto à capacidade dos seus respectivos setores financeiro para absorver os choques que poderiam surgir (IMF, 2011a, p. 11, tradução nossa).²⁵

A supervisão multilateral, criada para tratar de questões relativas ao equilíbrio entre as economias superavitárias e deficitárias, não alcançava os EUA. Em geral, a instituição servia como antessala das pressões dos países superavitários sobre os países deficitários. As inovações financeiras e seus possíveis efeitos negativos não foram devidamente contemplados pela instituição. Segundo o relatório, os principais fatores que levaram o FMI a falhar na sua tarefa fundamental de controle e supervisão das finanças internacionais estão listados a seguir.

- 1) *Viés cognitivo*: o FMI sofre do que pode ser considerado como “*group-think*”, ou seja, uma tendência de seu *staff* a pensar de forma homogênea

25 “The IMF largely endorsed the policies and practices of the largest systemic financial centers at the epicenter of the crisis. On financial sector issues, the IMF largely relied on the assessments by the U.S., U.K., and euro authorities, who were confident about the capacity of their respective financial sectors to absorb the shocks that could arise”.

e permanecer insulado das críticas externas: “a visão predominante entre a assessoria do FMI – um grupo coeso de macroeconomistas – era que a disciplina de mercado e a autorregulação seriam suficientes para evitar sérios problemas nas instituições financeiras” (IMF, 2011a, p. 21, tradução nossa).²⁶

- 2) *Captura intelectual*: o FMI tende a reproduzir os cânones do pensamento econômico dos países centrais.
- 3) *Comportamento feudal*: a ação do *staff*, além de arrogante, é insulada internamente; a instituição é separada em diferentes departamentos que pouco se comunicam.

Este resumo conta minimamente o que parece ser um aspecto já sabido do funcionamento das organizações hierárquicas e assimétricas: elas tendem a reproduzir os interesses das elites. No caso das organizações internacionais multilaterais, as elites compõem uma oligarquia de países centrais, que dividiram e se alternaram nos últimos 60 anos nos postos de liderança. No caso do FMI, a presidência coube tradicionalmente à Europa e no caso do Banco Mundial, aos EUA. Frisa-se o termo oligarquia porque a decisão sobre quem comanda as instituições não obedece a nenhum parâmetro formal minimamente compartilhado entre seus representantes. Há um acordo tácito entre Europa e EUA que representa resquícios dos tempos coloniais, e que de certa forma representava a ordem internacional quando da criação das instituições. Esta divisão funcionou adequadamente (para os países dominantes) durante a Guerra Fria, mas parece ter encontrado seu esgotamento nesta primeira década do século XXI.

Em síntese, três são os fatores que compõem o contexto da reforma: *i)* alteração na capacidade dos atores e no número de atores relevantes; *ii)* crise no funcionamento da economia política internacional; e *iii)* crise de legitimidade dos atores dominantes e das instituições multilaterais.

Os quadros e gráficos a seguir permitem visualizar o que se passou em termos de nova distribuição do poder no interior do FMI e do Banco Mundial. O saldo da reforma mostra que foi possível redefinir, parcialmente, um problema histórico na distribuição das cotas e dos votos: a desproporção de votos em favor da Europa em detrimento da Ásia e dos países emergentes. No FMI, dentro do antigo G7, perderam sua participação relativa a Inglaterra, a França, o Canadá e a Alemanha.

26. “The prevailing view among IMF staff – a cohesive group of macroeconomists – was that market discipline and self-regulation would be sufficient to stave off serious problems in financial institutions”.

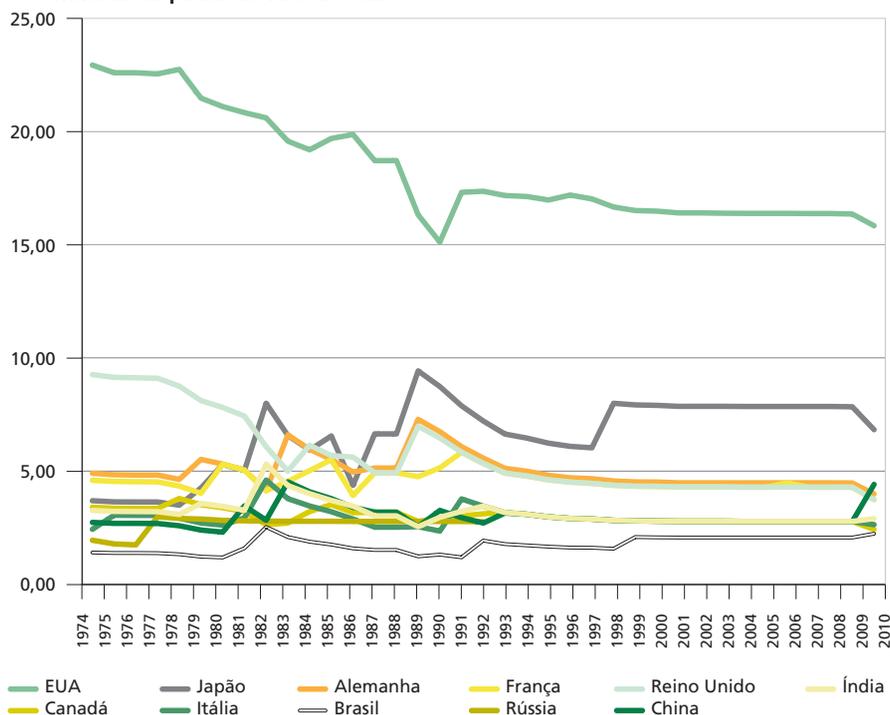
Historicamente, entre estes países, aquele que mais tem perdido participação é a Inglaterra, que caiu de uma participação relativa de 7,50% do total de votos, em 1980, para 4,23%, depois do acordo de Cingapura. A Rússia manteve-se relativamente estável, desde sua entrada na organização, oscilando em torno de 2,7%, o que permite uma representação individual no conselho. A China aumentou significativamente sua participação: de 1,4%, em 1980, para 6,39% com o acordo. A Índia recuperou o *status* que tinha em 1980, mas o mais importante, igualou sua representação com a Rússia. O Brasil, ainda no andar de baixo da representação (sua participação não lhe permite uma representação individual no conselho), aumentou significativamente sua participação, saindo de 1,38%, em 2010, para 2,32% com o acordo. É importante frisar que esta mudança tem uma importante representação simbólica para o país: desde os anos 1970 sua participação dentro do fundo vinha caindo. Estados Unidos e Japão aumentaram ligeiramente sua participação, mas o que deve ser destacado é que os EUA mantiveram seu poder de veto dentro do FMI. Isto se explica porque toda alteração nos artigos da organização depende da aprovação de 85% dos votos e o único país a ter mais que 15% é os EUA (17,41%, após o acordo de Cingapura). Somados, os BRICs chegam a 14,17%.

TABELA 1
Poder de voto no FMI (G7 e BRICs)
(Em %)

| Ano | EUA | Japão | Alemanha | Reino Unido | França | Canadá | Itália | Brasil | Rússia | China | Índia |
|----------------------------|-------|-------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 1980 | 21,50 | 4,20 | 5,50 | 7,50 | 4,90 | 3,50 | 3,20 | 1,70 | - | 1,40 | 2,90 |
| 1985 | 19,90 | 4,70 | 6,00 | 6,90 | 5,00 | 3,60 | 3,20 | 1,60 | - | 2,70 | 2,40 |
| 1990 | 19,90 | 4,70 | 6,00 | 6,90 | 5,00 | 3,60 | 3,20 | 1,60 | - | 2,70 | 2,40 |
| 1995 | 17,78 | 5,54 | 5,54 | 4,98 | 4,98 | 2,91 | 3,09 | 1,47 | 2,90 | 2,28 | 2,06 |
| 2000 | 17,35 | 6,22 | 6,08 | 5,02 | 5,02 | 2,98 | 3,30 | 1,40 | 2,79 | 2,20 | 1,95 |
| 2005 | 17,08 | 6,13 | 5,99 | 4,95 | 4,95 | 2,94 | 3,25 | 1,40 | 2,74 | 2,94 | 1,91 |
| 2010 | 16,74 | 6,01 | 5,87 | 4,85 | 4,85 | 2,87 | 2,84 | 1,38 | 2,69 | 3,65 | 1,88 |
| Após o acordo de Cingapura | 17,41 | 6,46 | 5,59 | 4,23 | 4,23 | 2,31 | 3,16 | 2,32 | 2,71 | 6,39 | 2,75 |

Fonte: IMF Annual Reports (vários anos) e IMF (2011b, 2012a, 2012b).
Elaboração do autor.

GRÁFICO 2
Revisão do poder de voto do FMI



Entre os vinte maiores acionistas do Fundo, verifica-se perda de peso naqueles países intermediários, de renda alta, tais como Suíça, Holanda, Austrália, Bélgica, Suécia e Arábia Saudita. A Itália manteve-se relativamente alinhada ao seu perfil histórico, enquanto a Espanha ganhou algumas posições, refletindo muito mais o que se passou nos últimos anos com a sua economia do que a sua *performance* diante da crise de 2007, a qual mostrou uma imensa sensibilidade e vulnerabilidade do país. Outros países que cresceram em importância em poder de voto foram: México e Coreia do Sul.

TABELA 2
Participação relativa dos 20 maiores cotistas no total de votos (FMI)
(Em %)

| Classificação | Antes do acordo de Cingapura | | Após a segunda rodada ¹ | | Proposta | |
|---------------|------------------------------|-------|------------------------------------|-------|--------------------|-------|
| 1 | Estados Unidos | 17,38 | Estados Unidos | 17,67 | Estados Unidos | 17,41 |
| 2 | Japão | 6,23 | Japão | 6,56 | Japão | 6,46 |
| 3 | Alemanha | 6,09 | Alemanha | 6,11 | China ² | 6,39 |
| 4 | França | 5,02 | França | 4,50 | Alemanha | 5,59 |
| 5 | Reino Unido | 5,02 | Reino Unido | 4,50 | França | 4,23 |
| 6 | Itália | 3,30 | China ² | 4,00 | Reino Unido | 4,23 |

(Continua)

(Continuação)

| Classificação | Antes do acordo de Cingapura | | Após a segunda rodada ¹ | | Proposta | |
|---------------|------------------------------|------|------------------------------------|------|----------------|------|
| 7 | Arábia Saudita | 3,27 | Itália | 3,31 | Itália | 3,16 |
| 8 | Canadá | 2,98 | Arábia Saudita | 2,93 | Índia | 2,75 |
| 9 | China ² | 2,98 | Canadá | 2,67 | Rússia | 2,71 |
| 10 | Rússia | 2,78 | Rússia | 2,49 | Brasil | 2,32 |
| 11 | Holanda | 2,42 | Índia | 2,44 | Canadá | 2,31 |
| 12 | Bélgica | 2,15 | Holanda | 2,17 | Arábia Saudita | 2,10 |
| 13 | Índia | 1,95 | Bélgica | 1,93 | Espanha | 2,00 |
| 14 | Suíça | 1,62 | Brasil | 1,78 | México | 1,87 |
| 15 | Austrália | 1,51 | Espanha | 1,69 | Holanda | 1,83 |
| 16 | Espanha | 1,43 | México | 1,52 | Coreia do Sul | 1,80 |
| 17 | Brasil | 1,42 | Suíça | 1,45 | Austrália | 1,38 |
| 18 | Venezuela | 1,24 | Coreia do Sul | 1,41 | Bélgica | 1,34 |
| 19 | México | 1,21 | Austrália | 1,36 | Suíça | 1,21 |
| 20 | Suécia | 1,12 | Venezuela | 1,12 | Turquia | 0,98 |

Fonte: IMF (2011b; 2012a; 2012b).

Notas: ¹ Inclui aumentos *ad hoc* para os 54 membros elegíveis que ainda não estão efetivos, também incluem o Kosovo e Tuvalu, que se tornaram membros em 29 de junho 2009 e 24 de junho de 2010, respectivamente. Estes dois países ainda não autorizaram ou não pagaram o aumento de suas cotas, propostas na 11ª Revisão.

² Inclui República Popular da China, Hong Kong e Macau.

Nas dez primeiras posições encontram-se os quatro países dos BRICs. A China passou a ocupar a terceira posição em substituição à Alemanha. Os países emergentes e em desenvolvimento saltaram de 39,4% do total de votos para 44,70%, enquanto as economias avançadas caíram de 60,60% para 55,30%.

A região que mais cresceu em termos de participação relativa foi a Ásia, com ganho de 6 pontos percentuais. Assim, do ponto de vista institucional, há um realinhamento que mostra uma perda relativa da Europa, a emergência de alguns países semiperiféricos (Brasil, México, Índia e Coreia do Sul) e a consolidação da China como grande potência.

TABELA 3
Distribuição de votos por agrupamentos de países
(Em %)

| | Antes do acordo de Cingapura | Após o acordo de Cingapura |
|---|------------------------------|----------------------------|
| Economias avançadas | 60,6 | 55,3 |
| Principais economias avançadas (G7) | 45,1 | 41,2 |
| Estados Unidos | 16 | 17 |
| Outras | 28,1 | 24,7 |
| Outras economias avançadas | 15,4 | 14,1 |
| Mercados emergentes e países em desenvolvimento | 39,4 | 44,7 |
| Países em desenvolvimento | 31,7 | 37 |
| África | 6,0 | 5,6 |
| Ásia | 10,4 | 16,1 |

(Continua)

(Continuação)

| | Antes do acordo de Cingapura | Após o acordo de Cingapura |
|-------------------------------|------------------------------|----------------------------|
| Oriente Médio, Malta, Turquia | 7,6 | 6,8 |
| Hemisfério Ocidental | 7,7 | 8,4 |
| Economias em transição | 7,7 | 7,7 |
| Total | 100 | 100 |

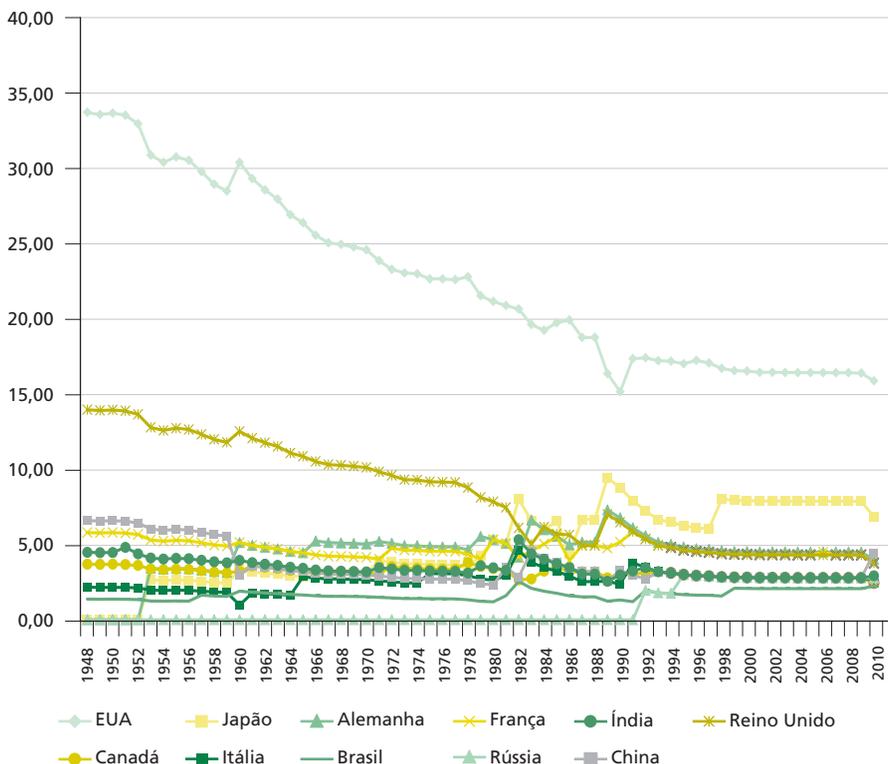
Fonte: IMF (2010d).
Elaboração do autor.

Em relação ao Banco Mundial, a reforma estabelece ganhos relativos para os mesmos países que emergem no quadro internacional e que foram contemplados na reforma do FMI. Conforme gráfico 3 e tabela 4, pode-se observar um aumento dos BRICs e diminuição relativa do poder europeu, do Japão e do Canadá, confirmando a tendência já verificada no FMI.

GRÁFICO 3

Poder de voto no Banco Mundial – G7 e BRICs (1948-2010)

(Em %)



Fonte: IMF Annual Report (vários anos) e IMF (2011b; 2012a; 2012b).
Elaboração do autor.

TABELA 4
Votos relativos no Banco Mundial dos 11 maiores acionistas
 (Em %)

| Anos | EUA | Japão | Alemanha | França | Reino Unido | Canadá | Itália | Brasil | Rússia | China | Índia |
|-------------------|-------|-------|----------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 2000 | 16,49 | 7,91 | 4,52 | 4,33 | 4,33 | 2,80 | 2,80 | 2,07 | 2,79 | 2,79 | 2,80 |
| 2005 | 16,39 | 7,86 | 4,49 | 4,30 | 4,30 | 2,78 | 2,78 | 2,07 | 2,78 | 2,78 | 2,78 |
| 2010 ¹ | 15,85 | 6,89 | 4,00 | 3,75 | 3,75 | 2,43 | 2,64 | 2,24 | 2,77 | 4,46 | 2,91 |

Fonte: IMF Annual Report (vários anos) e IMF (2011b; 2012a; 2012b).

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Reforma será concluída em 2014.

10 CONCLUSÕES

O primeiro aspecto a ser abordado é a dimensão e o significado da reforma no poder de voto das instituições. Na perspectiva deste capítulo, transformações no sistema internacional costumam ocorrer quando há uma alteração na distribuição das capacidades construtivas e das capacidades destrutivas. Estas transformações precisam ser percebidas pelos atores e podem ser transformadas em forças (vetores de força) que organizadas coletivamente alteram os quadros de referência (as imagens coletivas).

Historicamente, depois da Segunda Guerra Mundial, verificaram-se dois grandes momentos neste sentido: o período da primeira hegemonia americana, que demarcou a imagem coletiva de corte keynesiano, mas que de forma mais apropriada foi descrita aqui como um período de liberalismo constrangido (*embedded liberalism*), e um segundo momento, seguido por um intervalo transitório nos anos 1970, que marcou a retomada da hegemonia americana e que se caracteriza pela emergência da imagem coletiva neoliberal.

Nesta análise da dinâmica internacional, o segundo momento teve seu ápice com o fim do longo período democrata no governo americano, período este que consolidou o *Wall Street system* (GOWAN, 2009), uma visão que ganhou grande força junto ao Tesouro americano. As transformações na regulação financeira interna dos Estados Unidos tiveram um efeito de transbordamento sobre as práticas financeiras internacionais, produzindo consequências favoráveis para o exercício hegemônico, bem como consequências não intencionais, que acabaram resultando na crise de 2007 e na crise de legitimidade na imagem coletiva neoliberal, que forçou alterações nas instituições financeiras multilaterais (FMI e Banco Mundial). Vale dizer, o caminho para uma ordem liberal, que antecedeu a crise, foi em grande medida construído pelas instituições financeiras multilaterais.

Neste aspecto, em especial no FMI os representantes do governo francês tiveram papel decisivo (ABDELAL, 2007). Ressalta-se este fato, pois, entre 1978 e 2000, o FMI foi dirigido por Jacques de Larosière e Michel Camdessus, sendo que ambos foram ardorosos defensores dos programas de ajustamento estrutural e da liberalização dos fluxos de capital.

As alterações no plano internacional dependem, além do que já foi exposto, de mudanças também no plano das coalizões domésticas (MILNER e KEOHANE, 1997; KAHLER, 1993). Neste aspecto, é preciso observar que mudanças nos governos dos atores relevantes repercutem no plano internacional (EICHENGREEN e DELONG, 2001; SIMON e KWAK, 2010).

O que se pode observar é que há um movimento incremental, uma disputa dentro de um novo quadro geoeconômico e geopolítico. Há transformações de caráter estrutural, mas que ainda não conduziram à formação de uma nova *imagem coletiva*. Não há, neste aspecto, um novo regime claramente definido, não se está vivendo “um novo momento Bretton Woods” (HELLEINER, 2010). Modificações nos arranjos intergovernamentais e alterações nas instituições estão em curso: criação do G20, criação do Financial Stability Board e reformas no FMI e no Banco Mundial. Também existem inovações no âmbito da institucionalidade financeira com a criação dos fundos soberanos.

Como observado por Cox (1999), mudanças nas estruturas históricas não se transmitem automaticamente para o quadro de referências das imagens coletivas. Há problemas que estão sobre a mesa das negociações e que mexem diretamente com os aspectos distributivos dentro do sistema-mundo, que embora digam respeito à arquitetura financeira internacional não se resumem a ela: o desalinhamento das taxas de câmbio, a liberalização das contas de capital, a definição do padrão monetário internacional, a disputa pelos recursos materiais estratégicos e a regulação da posse e do uso das capacidades materiais destrutivas.

Pode-se afirmar que as alterações no poder de voto das instituições definem um momento importante de transformações de caráter incremental que estão inseridas num contexto de mudanças estruturais de mais longa duração.

No aspecto específico deste trabalho, a reforma no poder de voto das instituições representa a intenção de alterar a distribuição de capacidades materiais entre os atores. A emergência de novos atores atingiu o âmbito da institucionalização em termos de participação organizacional, mas não definiu uma mudança nas imagens coletivas. Um mundo multipolar se inicia, mas as imagens do velho mundo estão presentes e internalizadas nos processos políticos domésticos e externos.

A multipolaridade não está caminhando para uma fragmentação competitiva, o que mostra uma capacidade relativa de absorção sistêmica das demandas dos novos entrantes, o que por sua vez mostra também a percepção de que a “elite oligárquica” das instituições financeiras multilaterais tem percebido a força dos novos entrantes e tem procurado, ao menos parcialmente, algum grau de composição.

Para quem poderia imaginar que a crise poderia criar uma mudança repentina de percepções vale lembrar que os regimes costumam obedecer a uma trajetória de alterações incrementais, alternadas por momentos críticos, que aceleram processos, mas não atuam de forma mecânica.

Aqueles que esperavam que a crise 2007-2008 pudesse criar um momento Bretton Woods precisam refletir sobre a estrada longa e sinuosa para a conferência de 1944. O “momento” Bretton Woods aconteceu mais de uma década após as momentosas crises financeiras no início dos anos 1930. O atraso não foi apenas um produto das circunstâncias históricas únicas da época. Levou tempo para que velhas ideias e práticas perdessem sua legitimidade e novas surgissem como modelos para o futuro. Mesmo a fase constitutiva foi um processo demorado, envolvendo preparações complicadas e trabalhosas ao longo de vários anos (HELLEINER, 2010, p. 6-7, tradução nossa).²⁷

As limitações contextuais expressam o poder relativo dos atores e seus interesses. Não obstante as alterações políticas ocorridas no plano doméstico do principal ator internacional, apesar da crise de 2007-2008, os EUA (Wall Street) ainda estão no poder, ou seja, as linhas gerais da política liberal adotada no plano financeiro desde os anos 1980 continuam a ter forte presença tanto eleitoral como dentro das instâncias decisórias do poder americano (SIMON e KWAK, 2010).

O mundo multilateral que se desenha depende de um complexo jogo de relações estratégicas assimétricas, no qual a definição do imaginário coletivo dependerá de como a nova estrutura de *payoffs* será construída e de como os atores relevantes estão construindo suas expectativas num quadro de crescentes incertezas.

No plano das instituições financeiras multilaterais as cartas foram alteradas, embora de forma incipiente, apontando para uma acomodação que reflete a emergência de novos atores dentro do sistema dos Estados. Isto representa um reflexo incremental de uma alteração estrutural, num quadro no qual o jogo maior da hegemonia ainda está incerto.

27. “Those who hoped the 2007-2008 crisis might create a Bretton Woods moment need to reflect on this long and winding Road to the 1944 conference. The Bretton Woods “moment” took place well over a decade after the momentous financial crises of the early 1930s. The delay was not just a product of the unique historical circumstances of the era. It took time for old ideas and practices to lose their legitimacy and for new ones to emerge as models for the future. Even the constitutive phase was a time-consuming process involving complicated and painstaking preparations over several years”.

REFERÊNCIAS

- ABDELAL, R. **Capital Rules**: the construction of global finance. Cambridge: Harvard University Press, 2007.
- AHAMED, L. **Lords of Finance**: the bankers who broke the world. Londres: Penguin Books, 2009.
- ARMIJO, L. E. The Terms of the Debate: what's democracy got to do with it. *In*: _____. **Debating the global financial architecture**. New York: State University of New York Press, p. 1-62.
- ARRIGHI, G. **A ilusão do desenvolvimento**. Petrópolis: Vozes, 1997.
- BOUGHTON, J. **Why White, not Keynes?** Inventing the postwar international monetary system. United States: IMF, 2002. (Working Paper, n. 05/52).
- COELHO, J. C. **Economia, poder e influência externa**: o grupo banco mundial e as políticas de ajustes estruturais na América Latina, nas décadas de oitenta e noventa. 2002. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, 2002.
- COHEN, B. J. **Currency and State Power**. California: University of California, Dec. 2009.
- COX, R. W. Social Forces, States, and World Orders: beyond international relations theory. (1981). *In*: COX, R. W.; SINCLAIR, T. J. **Approaches to world order**. 2. ed. Londres: Cambridge University Press, 1999.
- _____.; JACOBSON, H. K. Decision Making. (1977). *In*: COX, R. W.; SINCLAIR, T. J. **Approaches to world order**. 2. ed. Londres: Cambridge University Press, 1999.
- EICHENGREEN, B. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: 34, 2000.
- _____. **The G20 and the IMF**: an uneasy relationship. 2011 Disponível em: <http://www.globalasia.org/V5N3_Fall_2010/Barry_Eichengreen.html>. Acesso em: 19 Apr. 2011.
- _____.; DELONG, J. B. **Between meltdown and moral hazard**: The international Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration. California: University of California, 2001.
- GILPIN, R. **War and change in world politics**. New York: Cambridge University Press, 1999.
- GOWAN, P. Crise no centro: consequências do novo sistema de Wall Street. **Estudos Avançados**, São Paulo, n. 65, p. 49-72, 2009.

HELLEINER, E. A bretton woods moment? The 2007-2008 crisis and the future of global finance. **International Affairs**, v. 3, 2010.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Initial lessons of the crisis**. 6 Feb. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>>.

_____. **IMF enhances crisis prevention toolkit**. 2010a. (IMF Press Release, n. 10/321). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10321.htm>>.

_____. **IMF quota and governance reform: elements of agreement**. 31 Oct. 2010b. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/103110.pdf>>.

_____. **Understanding financial interconnectedness**. 4 Oct. 2010c. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/100410.pdf>>.

_____. IMF Board Approves Far-Reaching Governance Reforms. **IMF Survey Magazin**, 5 Nov. 2010d. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/NEW110510B.htm>>.

_____. **IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis: IMF Surveillance in 2004-07**. Washington: IMF, 2011a. (Indedent Office Evaluation)

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **The IMF's 2008 Quota and Voice Reforms Take Effect**. 3 March 2011b. (Press Release n. 11/64). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr1164.htm>>.

_____. **IMF Quotes**. A Factsheet. 2011d. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm>>.

_____. **Articles of agreement of the International Monetary Fund**. Washington: IMF, 1944/2011e. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>>.

_____. **IMF executive directors and voting power**. 12 Apr. 2012a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/eds.aspx>>.

_____. **IMF Member's Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors**. 12 Apr. 2012b. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx>>.

_____. **IMF Annual Report**. (vários anos). [s.d.] Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/index.htm>>.

KEYNES, J. M. Prefácio à edição francesa de as consequências econômicas para a paz. *In*: _____. **As consequências econômicas para a paz**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado; Editora da UnB, 2002. (Clássicos IPRI).

JAMES, H. From grandmotherliness to governance – the evolution of IMF conditionality. **Finance and Development**, v. 35, n. 4, Dec. 1998.

KAHLER, M. Bargaining with FMI: two levels strategy in developing countries. (1993). In: EVANS, P. *et al.* (Orgs.). **Double-edged diplomacy**. Berkeley: University of California Press, p. 363-395.

KEOHANE, R. O. International institutions: two approaches. **International Studies Quarterly**. v. 32, n. 4, p. 379-396, 1988a.

_____. **Después de la hegemonía**: cooperación y discordia en la política económica mundial. Buenos Aires, Grupo Editor Latino Americano, 1988b.

MILNER, H.; KEOHANE, R. **Internationalization and Domestic Politics**: an introduction. Cambridge University Press, p. 3-25, 1997.

MINSKY, H. P. **Estatibilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século, 2009.

PAULY, L. W. **Who elected the bankers?** Surveillance and control in the world economy. Londres: Cornell University Press, 1997.

POLAK, J. The World Bank and the IMF: a changing relationship. In: KAPUR, D., *et al.* (Orgs.). **The World Bank**: its first half century. Washington: The Brookings Institution, 1997. p. 473-523, v. 2.

RUGGIE, J. G. International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order. (1983). In: KRASNER, S. D. (Ed.). **International Regimes**. United States: Cornell University Press, 1983. p. 195-232.

SIMON, H. Theories of bounded rationality. In: MCBUIRE, C. B.; RADNER, R. (Orgs.). **Decision and organization**. North Holland Publish Company. p. 161-176, 1972.

SIMON, J.; KWAK, J. **13 Bankers**: the Wall Street take over and the next financial meltdown. New York: Pantheon Books, 2010.

VETTERLEIN, A. Change in International organizations: innovation or adaptation? In: STONE, D.; WRIGHT, C. (Orgs.). **The world bank and governance**: a decade of reform and reaction. United States: Routledge, 2007. p. 125-144.

VILLAREAL, R. **A contra revolução monetarista**: teoria, política econômica e ideologia do neoliberalismo. Rio de Janeiro: Record, 1984.

WORLD BANK. **Investment lend reform**. United States: Operations Policy and Country Services, Jan. 2009. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/PROJECTS/Resources/40940-1240849279648/SecM2009-0026.pdf>>. Acesso em: 2 Dec. 2010.

_____. **World development report.** (vários anos) Disponível em: <<http://wdronline.worldbank.org/worldbank/a/browsebytitle>>.

_____. **Adjustment lending retrospective:** final report. Operations Policy and Country Services, 15 June 2001. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/PROJECTS/Resources/ALR06_20_01.pdf>.

_____. **Multipolarity: the new global economy.** Washington, 2011. (Global Development Horizons Report).

WORLD BANK; IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Review of internal governance conclusions and proposals.** United States: Development Committee, 17 Apr. 2009.

_____. **Synthesis paper:** new world, new world bank group. United States: Development Committee, 2010. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/22553954/DC2010-0003%28E%29PostCrisis.pdf>>. Acesso em: 16 Apr. 2011.

_____. **Enhancing voice and participation of developing and transition countries in the world bank group:** update and proposals for discussion. United States: Development Committee, 29 Sept. 2009.

ZELICK, R. **O fim do terceiro mundo?** Modernizando o multilateralismo para um mundo multipolar. Woodrow Wilson Center for International Schollars. 14 Apr. 2010.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BORDO, M.; JAMES, H. **The past and the future of IMF reform.** 2009. Disponível em: <<http://sciie.ucsc.edu/JIMF/bordojaxesimfmarch09V3.pdf>>. Acesso em: 23 Apr. 2011.

BOSSONI, B. **IMF suirveillance:** a case study on IMF suirveillance. United States: Independent Evaluation Office of IMF, 2008.

EICHENGREEN, B. A blueprint for IMF reform: more than just a lender. **International Finance**, v. 10, n. 2, p. 153-175, 2007.

_____. **The financial crises and global policy reforms.** California: University of California Berley, 2009.

HELLEINER, E.; PAGLIARI, S. The End of an Era in International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda. **International Organization**, n. 65, p. 169-200, 2011.

PAULY, L. W. **IMF Surveillance and the Legacy of Bretton Woods.** *In:* FIRST ANNUAL GARNET CONFERENCE. Amsterdam, 2006. Amsterdam: Center for International Studies; University of Toronto, 27-29 Sept. 2006.

RUGGIE, J. G. Multilateralism: the Anatomy of an Institution. **International Organization**. v. 46, n. 3, p. 561-598, 1992.

SKIDELSKY, R. Keynes, globalization and bretton woods institutions in light of changing ideas about markets. **World Economics**, v. 6, n. 1, p.15-30, Jan./ Mar. 2005.

WADE, R. Financial regime change? **New Left Review**, n. 53, Sept./Oct. 2008.

WADE, R.; VENEROSO, F. The Asian crisis: the high debt model vs. the wall street treasury IMF complex. **New Left Review**. p. 323, Mar./Apr. 1998.

CRISE SISTÊMICA E ERA DA INDETERMINAÇÃO NO INÍCIO DO SÉCULO XXI: EVOLUÇÃO MACROECONÔMICA E DA RIQUEZA FINANCEIRA A PARTIR DA CRISE DO PERÍODO 2007-2009*

José Carlos Braga**

Não entendem o sentido da “crise definitiva” nem veem como ela de fato se apresenta: a “politização” crescente dos preços, a desvalorização periódica e arbitrária das mercadorias e do capital para que este último possa retomar o seu movimento contraditório de superação de si mesmo (...) também é vista como “profecia catastrófica”, não como o que ela de fato é: a “impossibilidade” de autorregulação pela concorrência de capitais...

Maria da Conceição Tavares (1978, p. 9)

1 INTRODUÇÃO

A crise sistêmica global, iniciada em 2007 a partir dos Estados Unidos, e sua solução não podem ser compreendidas a não ser como *novidade histórica*, jamais como semelhante a crises e políticas de outro momento histórico. Qualquer comparação com o passado, ou um retorno a este, como tem sido melancolicamente recorrente, é inútil: a crise da década de 1930; os acordos de Bretton Woods reorganizados; o retorno ao Glass-Steagall Act; a desmontagem tanto das organizações financeiras multifuncionais quanto das corporações industriais (as chamadas empresas não financeiras de antigamente) que deveriam ser “produtivistas” e minúsculas em suas estratégias financeiras; e assim sucessivamente. São posições analíticas e normativas fadadas ao fracasso, uma vez que ingênuas ou irrealistas no âmbito do sistema político-econômico globalmente vigente.

Nem grande depressão, nem mesmo grande recessão (*big recession*) até este momento (setembro de 2011). Muito menos, evidentemente, crise decorrente de *choques exógenos* e logo sujeita a uma autorregulação regeneradora. Evidentemente que todas as flutuações e crises têm elementos comuns; caso contrário, não haveria teoria econômica possível e cair-se-ia em historicismo, do tipo cada caso é um caso etc. Isto significa que crédito elástico, especulação, ativos inflacionados, sobreacumulação de capital, entre outras características comuns às crises, obviamente sempre aparecem.

* Tenha-se presente que este texto foi concluído em setembro de 2011. Agradecimentos especiais a Giuliano Contento de Oliveira, que foi intelectualmente indispensável para este trabalho. Gratidão também para com Simone Deos e José Ricardo Vulto por suas inestimáveis contribuições. Mas estão, como de praxe, todos liberados de falhas eventualmente ainda existentes. A Marcos Antonio Macedo Cintra o reconhecimento pelo estímulo intelectual a esta jornada.

** Professor livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

A partir de realista e consistente teoria da dinâmica capitalista, mostra-se possível a realização das mediações históricas em busca dos elementos que darão ou não a conotação de novidade histórica. No caso em pauta, tais mediações levam a descobertas que tornam esta crise um evento específico entre a longa lista de crises, até mesmo entre as que ocorreram após 1971-1973, momento do colapso da regulação sob os acordos de Bretton Woods.

Há várias razões para a hipótese proposta neste estudo. No entanto, sobretudo, deve ser ressaltada desde logo a atuação dos bancos centrais jamais presenciada, seja em escala quantitativa, seja em dimensão qualitativa. Quanto à primeira, deve-se ter em perspectiva as magnitudes dos empréstimos de última instância. Quanto à segunda, por seu turno, o papel de *market maker*¹ das instâncias governamentais foi algo inusitado historicamente. Em relação a este último aspecto, deve-se ter em mente que, sem a troca dos papéis privados, que viraram “pó”, pelos títulos governamentais rentáveis e líquidos, o mercado interbancário internacionalizado não seria desembaraçado e os papéis representativos da propriedade sobre a riqueza teriam sofrido desvalorização cujo piso seria indeterminado. No âmbito privado, há também especificidades que foram e são próprias desta crise, tais como a amplitude, a velocidade e a diversidade da securitização; as “n” gerações de derivativos; as instituições financeiras não bancos e suas operações que fundaram um “sistema bancário sombra” (*shadow banking system*);² e a globalização financeira produtora das interdependências monetária, creditícia e patrimonial entre diversas economias nacionais relevantes, que tornou amplo e rápido o contágio gerador da crise sistêmica global, cujo ápice foi o travamento do mercado interbancário.

Essa é a primeira grande crise do século XXI e marca, para o entendimento do autor deste trabalho, a *era da indeterminação* sobre a dinâmica capitalista global por razões que serão explicitadas ao longo deste estudo. Permanece assim denominada em paráfrase aos que no século XX recorreram ao termo *era* como significativo de vários tempos históricos marcantes. Em especial, trata-se de seguir a trilha do qualificado historiador Eric Hobsbawm, a saber: *A era das revoluções-1789-1848*, *A era do capital-1848-1875*, *A era dos impérios-1875-1914* e *A era dos extremos-1914-1991*, obras estas publicadas em vários idiomas.

1. Necessário para propiciar liquidez e, como consequência, a negociação dos ativos financeiros nos mercados, mediante o oferecimento de títulos públicos em troca de títulos privados sem aceitação entre os atores e as instituições privados.

2. Sistema bancário constituído por instituições sem acesso aos empréstimos dos bancos centrais, sem cobertura dos seguros contra perda de capital, vinculadas a operações “fora dos balanços contábeis” dos bancos a que informalmente se vinculavam e livres de regulação e fiscalização dos bancos centrais. Formado por bancos de investimento, fundos de *hedge*, veículos para investimento estruturado (*structured investment vehicles – SIV*) etc., considerados como “agentes” do tipo *non-bank bankers* (banqueiros sem-banco) ou *shadow bankers* (banqueiros sombras). Instituições que viabilizam a captação de fundos principalmente via empréstimos interbancários e *commercial paper* (nota promissória). Ver, entre outros autores, Farhi e Cintra (2008).

Não se trata apenas de contexto de incerteza aguda, turbulência, exacerbações e assim por diante. O que ocorre é que está amplamente em aberto o caminho de superação da crise. Nem mercado, nem Estados nacionais, nem qualquer ordem mundial surgiu até agora como sinal de resolução consistente da crise. Tampouco por crise sob pesada indeterminação se deve entender uma “crise final”, estagnação global ou qualquer catástrofe do tipo. O ponto é que a globalização, ainda que hierárquica e assimétrica, é uma realidade, e não se está a construir instituições e procedimentos de coordenação coetâneos, capazes de propiciar sistema de cooperação internacional compatível com a gravidade da crise global contemporânea. A indeterminação, neste sentido, fica por conta de que nem o mercado, tampouco os Estados nacionais – e muito menos uma coordenação mundial – aparecem como respostas à altura dos problemas das nações, dos povos e da constituição de arquiteturas monetária e financeira internacionais compatíveis com os tempos e os fenômenos da dita “globalização dos mercados”.

Ademais, no momento em que se escreve este texto, apesar de todo o socorro prestado por bancos centrais nos últimos anos, voltam com força as instabilidades financeira e econômica, principalmente nos países desenvolvidos, e em graus diferenciados naqueles integrantes da periferia do sistema capitalista mundial. Os bancos europeus tiveram seu valor reduzido em € 400 bilhões entre agosto de 2010 e agosto de 2011, representando queda de 40%, segundo avaliação do Fundo Monetário Internacional (FMI). Comprovando-se a mencionada indeterminação, neste justo momento em que o cenário é considerado como de crise bancária europeia, provável estagnação nos Estados Unidos – que estaria em declínio e perdendo liderança na ordem monetária internacional –, contaminação nos “emergentes” e desaceleração chinesa, o que sucede? Ocorre a malfadada aversão internacional ao risco que conduz a uma massiva busca por títulos do Tesouro americano de dez anos apesar de seu rendimento ter caído para 1,6961% ao ano (a.a.), o menor desde 1946.

Em consequência, pode-se conjecturar a existência de indeterminação que perpassa a geoeconomia e a geopolítica global. No centro desta problemática, está a dinâmica dos sistemas monetário e financeiro internacionais contemporâneos, pois, queiram ou não, é a partir destes que as determinações macroeconômicas da riqueza financeira e, mesmo que de forma subordinada, as do emprego e da renda são engendradas.

Com efeito, sucedem-se ameaças ou ocorrem até mesmo crises mais amplas (União Europeia – UE) ou nacionais (Estados Unidos, Grécia, Portugal e Itália) sem que qualquer horizonte de médio ou longo prazo seja favoravelmente constituído. Ao mesmo tempo em que, cabe frisar, desdobramentos mais agudos e dispersos globalmente são evitados em razão da existência de economia capitalista mista em que o entrelaçamento de Estado e mercado é inarredável e constitutivo deste novo sistema.

Não são as economias mistas de períodos desenvolvimentistas ou produtivistas em que as finanças estavam disciplinadas e a serviço, sobretudo, do desenvolvimento das forças produtivas capitalistas, contribuindo, muitas vezes, para a obtenção de altos níveis de emprego e renda. O atual sistema misto envolve particularmente as combinações privada e pública de forças para a gestão do dinheiro, do crédito e do patrimônio. Nos casos de crise, este sistema tem o papel precípua de impedir as derrocadas monetária e financeira capazes de produzir uma grande depressão. Um dos custos disto, no entanto, é a ocorrência de déficits fiscais e dívidas públicas que lançam os governos a processos de ajustes cujo desenlace é indeterminado, uma vez que não asseguram necessariamente a retomada da acumulação capitalista em ritmo acelerado; vale dizer, a recolocação “nos trilhos” da combinação estrutural entre acumulação financeira e acumulação produtiva. Outro custo é a crescente concentração da renda e da riqueza no mundo desenvolvido que vem a destruir conquistas do Welfare State, na Europa, e do New Deal, nos Estados Unidos, entre outras políticas econômicas e sociais.

Não há *hegemon* no sentido forte, tampouco outra forma de coordenação global. Mas, de todo modo, o comando do dinheiro e do poder segue sob o domínio dos Estados Unidos. Prossegue-se, então, como dantes, ainda que a multipolaridade possa ser legitimamente hipótese acerca do futuro.

Cabe, pois, analisar sobre esse “fio de navalha” a trama que o capitalismo contemporâneo apresenta, decorrente de combinação enigmática entre grande crise e poder de regeneração não desprezível.

Uma hipótese é relevante no campo normativo. Apenas cooperação internacional sem precedentes – capaz de propiciar a realização de políticas públicas sistêmicas e integradas, tais como as das áreas monetária, fiscal, cambial, do investimento público, da coordenação público-privada dos dispêndios produtivos e outras com este caráter – pode reordenar a economia mundial contra esta era da indeterminação, associada a um sistema de regulação e supervisão financeiras dinâmicas, capaz de reprimir a ânsia excessivamente especulativa. Não se desconhece a dificuldade para tal realização, mas é necessário contrapô-la às insuficientes iniciativas que surgiram até este momento.

A indeterminação, acrescente-se, é compreendida como a ausência de construção de horizonte para as ações públicas e privadas que, em conjunto, conformem trajetórias de desenvolvimento global. O dólar perderá a liderança? A UE está em ruínas? As economias “emergentes” podem impulsionar a dinâmica global ao mesmo tempo em que os países ainda centrais estão imersos em seus percalços? Existem diagnóstico e proposição consistentes diante dos desequilíbrios globais? Quais as consequências da imposição de ajustes fiscais draconianos às economias endividadas? Como se implementará a disciplina financeira? Qual o novo padrão consistente da relação entre o econômico e o político? São estas algumas questões

que revelam a essência da era da indeterminação. Há substancial dose de “audácia” ou “irresponsabilidade” nos que pretendem ter respostas “fechadas” acerca destas e de outras questões estratégicas.

Este capítulo continua, após esta introdução, com a primeira seção, em que se discutem a evolução e o entrelaçamento entre a macroeconomia da renda e a macroeconomia financeira no contexto da crise. Na segunda seção, analisa-se a questão das inovações financeiras. Na terceira seção, faz-se a crítica das principais interpretações e prognósticos vigentes a partir das concepções do autor deste trabalho sobre financeirização do capitalismo (BRAGA, 2000).³ Finalmente, são apresentadas as considerações finais, uma vez que conclusões propriamente ditas seriam necessariamente indeterminadas.

2 MACROECONOMIA DA RENDA E DO EMPREGO E MACROECONOMIA FINANCEIRA

2.1 Sobre a macroeconomia da renda e do emprego

No país que foi o epicentro da crise, a queda na taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) já se manifestou na passagem de 2004 para 2006, recuando de 3,5% para 2,7% (tabela 1). Considere-se que a desaceleração dos preços dos imóveis nos Estados Unidos teve início justamente por volta de 2005. Nesse ano, em termos reais, os preços dos imóveis cresceram 8% de acordo com os dados do Office of Federal Housing Enterprise Oversight.⁴ Em 2006, o aumento foi de 7%; na passagem para 2007, ocorreu forte desaceleração, com a taxa de crescimento tendo queda de 3%. A crise imobiliária estava, pois, prestes a ser revelada, uma vez que, em 2008, os preços não aumentaram e, em 2009, foi observada diminuição de 4% em termos nominais, 3% em termos reais (GPG, 2010).

Informações confiáveis mostram que o valor global dos imóveis residenciais registrou redução de US\$ 3,6 trilhões apenas entre 2007 e 2008, decorrente da queda de US\$ 0,2 trilhão no Japão, US\$ 3,1 trilhões nos Estados Unidos e US\$ 1,7 trilhão na Europa. Não fosse o aumento dos valores dos imóveis nos demais países, de US\$ 12,6 trilhões para US\$ 14 trilhões no interregno considerado, as perdas globais ocorridas em 2008 teriam sido ainda maiores. Entre 1995 e 2007, o valor global dos imóveis saltou de US\$ 44,1 trilhões para US\$ 90,8 trilhões, caindo para US\$ 87,4 trilhões em 2008 (MGI, 2009).

3. O conceito de financeirização utilizado difere daquele de certos autores, e isto está explicado à frente. Antecipe-se que o fundamental é a dominância financeira de caráter sistêmico – ou seja, que se impõe aos vários segmentos privados e públicos, sem que isto implique decadência das empresas ou do capitalismo, mas, sim, dinâmica específica de tensões entre expansão e crise. Esta abordagem se diferencia daquela proposta por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2004), Chesnais (2005) e Plihon (2005).

4. Disponível em: <<http://www.globalpropertyguide.com/North-America/United-States/Price-History>>.

TABELA 1
Indicadores macroeconômicos selecionados: países desenvolvidos selecionados

| Alemanha | | | | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 3,3 | 1,6 | 0,0 | -0,4 | 0,7 | 0,8 | 3,9 | 3,4 | 0,8 | -5,1 | 3,6 | 2,7 | 1,3 |
| Investimento/PIB (%) | 22,3 | 20,3 | 18,1 | 17,9 | 17,6 | 17,3 | 18,1 | 19,3 | 19,4 | 16,5 | 17,3 | 19,1 | 19,4 |
| Taxa de desemprego (%) | 8,0 | 7,9 | 8,7 | 9,8 | 10,5 | 11,2 | 10,2 | 8,8 | 7,6 | 7,7 | 7,1 | 6,0 | 6,2 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | 1,3 | -2,8 | -3,7 | -4,1 | -3,8 | -3,4 | -1,6 | 0,3 | 0,1 | -3,1 | -3,3 | -1,7 | -1,1 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 60,2 | 59,1 | 60,7 | 64,4 | 66,2 | 68,5 | 67,9 | 65,0 | 66,4 | 74,1 | 84,0 | 82,6 | 81,9 |
| Estados Unidos | | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 4,1 | 1,1 | 1,8 | 2,5 | 3,5 | 3,1 | 2,7 | 1,9 | -0,3 | -3,5 | 3,0 | 1,5 | 1,8 |
| Investimento/PIB (%) | 20,9 | 19,3 | 18,7 | 18,7 | 19,7 | 20,3 | 20,6 | 19,6 | 18,1 | 14,7 | 15,8 | 15,8 | 16,2 |
| Taxa de desemprego (%) | 4,0 | 4,7 | 5,8 | 6,0 | 5,5 | 5,1 | 4,6 | 4,6 | 5,8 | 9,3 | 9,6 | 9,1 | 9,0 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | n/a | -0,3 | -3,9 | -4,9 | -4,4 | -3,2 | -2,0 | -2,7 | -6,5 | -12,8 | -10,3 | -9,6 | -7,9 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 54,8 | 54,7 | 57,1 | 60,4 | 61,5 | 61,7 | 61,1 | 62,3 | 71,6 | 85,2 | 94,4 | 100,0 | 105,0 |
| França | | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 3,9 | 1,8 | 0,9 | 0,9 | 2,3 | 1,9 | 2,7 | 2,2 | -0,2 | -2,6 | 1,4 | 1,7 | 1,4 |
| Investimento/PIB (%) | 19,9 | 19,6 | 18,6 | 18,5 | 19,1 | 19,9 | 20,9 | 22,0 | 21,9 | 19,0 | 19,2 | 21,2 | 21,7 |
| Taxa de desemprego (%) | 9,1 | 8,4 | 8,9 | 9,0 | 9,2 | 9,3 | 9,2 | 8,4 | 7,8 | 9,5 | 9,8 | 9,5 | 9,2 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -1,5 | -1,7 | -3,3 | -4,1 | -3,6 | -3,0 | -2,4 | -2,8 | -3,3 | -7,6 | -7,1 | -5,9 | -4,6 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 57,4 | 56,9 | 59,0 | 63,2 | 65,0 | 66,7 | 64,0 | 64,2 | 68,2 | 79,0 | 82,3 | 86,8 | 89,4 |

(Continua)

(Continuação)

| Itália | | | | | | | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 3,7 | 1,8 | 0,5 | 0,0 | 1,5 | 0,7 | 2,0 | 1,5 | -1,3 | -5,2 | 1,3 | 0,6 | 0,3 |
| Investimento/PIB (%) | 20,7 | 20,6 | 21,1 | 20,7 | 20,8 | 20,7 | 21,6 | 21,9 | 21,2 | 18,9 | 20,2 | 19,9 | 19,9 |
| Taxa de desemprego (%) | 10,1 | 9,1 | 8,6 | 8,5 | 8,0 | 7,7 | 6,8 | 6,1 | 6,8 | 7,8 | 8,4 | 8,2 | 8,5 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -0,9 | -3,1 | -3,0 | -3,5 | -3,6 | -4,4 | -3,3 | -1,5 | -2,7 | -5,3 | -4,5 | -4,0 | -2,4 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 109,2 | 108,8 | 105,7 | 104,4 | 103,9 | 105,9 | 106,6 | 103,6 | 106,3 | 116,1 | 119,0 | 121,1 | 121,4 |
| Japão | | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 2,9 | 0,2 | 0,3 | 1,4 | 2,7 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | -1,2 | -6,3 | 4,0 | -0,5 | 2,3 |
| Investimento/PIB (%) | 25,4 | 24,8 | 23,1 | 22,8 | 23,0 | 23,6 | 23,8 | 23,7 | 23,6 | 20,2 | 20,2 | 21,4 | 22,2 |
| Taxa de desemprego (%) | 4,7 | 5,0 | 5,4 | 5,3 | 4,7 | 4,4 | 4,1 | 3,8 | 4,0 | 5,1 | 5,1 | 4,9 | 4,8 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -7,6 | -6,3 | -8,0 | -8,0 | -6,2 | -4,8 | -4,0 | -2,4 | -4,2 | -10,3 | -9,2 | -10,3 | -9,1 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 142,1 | 151,7 | 160,9 | 167,2 | 178,1 | 191,6 | 191,3 | 187,7 | 195,0 | 216,3 | 220,0 | 233,1 | 238,4 |
| Reino Unido | | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 3,9 | 2,5 | 2,1 | 2,8 | 3,0 | 2,2 | 2,8 | 2,7 | -0,1 | -4,9 | 1,4 | 1,1 | 1,6 |
| Investimento/PIB (%) | 17,7 | 17,4 | 17,1 | 16,7 | 17,1 | 17,1 | 17,5 | 18,2 | 16,6 | 13,5 | 15,0 | 14,1 | 14,3 |
| Taxa de desemprego (%) | 5,5 | 5,1 | 5,2 | 5,0 | 4,8 | 4,8 | 5,4 | 5,4 | 5,6 | 7,5 | 7,9 | 7,8 | 7,8 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | 1,3 | 0,6 | -2,0 | -3,3 | -3,4 | -3,3 | -2,6 | -2,7 | -4,9 | -10,3 | -10,2 | -8,5 | -7,0 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 40,9 | 37,7 | 37,2 | 38,5 | 40,2 | 42,1 | 43,1 | 43,9 | 52,0 | 68,3 | 75,5 | 80,8 | 84,8 |

Fonte: World Economic Outlook Database (FMI, 2011).

Nota: ¹ Estimativa do FMI. Resultado fiscal do governo geral: diferença entre as receitas e as despesas totais do setor público.

Elaboração: Giuliano Contente de Oliveira.

O PIB dos Estados Unidos, por seu turno, teve sua trajetória descendente agravada a partir de meados de 2007 (1,9% a.a.), atingindo a taxa negativa em 2008, de -0,3%, e chegando a recuar 3,5% em 2009. A recuperação teve início em 2010, com aumento de 3% do PIB (tabela 1).

As destemidas medidas heterodoxas de apoio adotadas pelo governo ao conjunto das instituições financeiras muito provavelmente explicam o surpreendente comportamento reativo do PIB já em 2010. Contudo, a recorrência da instabilidade monetário-financeira a partir de 2011 já estabeleceu revisões pelo FMI acerca do crescimento do PIB para 1,5%, no ano referido, e 1,8%, em 2012. Deve-se ponderar, no entanto, que, diante da incerteza radical existente, a previsibilidade é muito frágil, podendo apresentar resultados surpreendentes tanto negativa quanto positivamente, ante o quadro de indeterminações ainda prevalecente na economia global.

Entre 2007 e 2009, a relação investimento – PIB nos Estados Unidos declinou de 19,6% para 14,7%, tendo atingido 15,8% em 2010. Tratou-se de redução expressiva de patamar, o que influenciou crucial e negativamente os níveis de renda e emprego. A tabela 1 mostra, ainda, que esta relação diminuiu significativamente, embora em diferentes magnitudes, em todos os principais países desenvolvidos, com destaque, além dos Estados Unidos, ao Reino Unido, cuja redução foi de 18,2% para 13,5% entre 2007 e 2009 – ou seja, em apenas dois anos. Tal movimento revela não apenas a magnitude da crise, mas também a capacidade destrutiva que pode decorrer de um sistema em que as decisões de gasto dos atores econômicos são cada vez mais influenciadas pela lógica dos estoques dos ativos e pelas ondas de expansão e retração dos mercados bursáteis.

Chama atenção, ademais, que o comportamento dos países desenvolvidos é similar tanto no período anterior como no imediatamente posterior à crise em questão. As medidas governamentais de socorro possibilitaram maior ou menor recuperação após o abrupto declínio de todos entre 2008 e 2009. Nesta chave, a “recidiva” em 2011 tende a espalhar-se pelo conjunto destes países a partir das determinações monetário-financeiras.

O Reino Unido apresentou taxa de crescimento do PIB entre 2% e 3% durante o interregno 2001-2007, antes da crise. Iniciado o período crítico, o PIB teve queda de -0,1%, em 2008, e literalmente despencou em -4,9%, em 2009. Em 2010, observou-se recuperação, com crescimento de 1,4%, suficiente para recuperar apenas uma pequena parte da desvalorização da riqueza ocorrida nos dois anos anteriores. As últimas estimativas do FMI sugerem, ainda, crescimento apenas rastejante em 2011 e 2012.

Em síntese, os dados da tabela 1 revelam a gravidade da crise em termos de queda do produto e recuperação, em 2010, insuficiente para recompor a destruição da riqueza ocorrida no contexto mais agudo da crise global; de redução expressiva

da razão investimento – PIB e aumento relevante da taxa de desemprego, sobretudo nos Estados Unidos e no Reino Unido; e de piora sem precedentes, considerando-se o período mais recente, dos indicadores fiscais. Quanto a este último aspecto, a tentativa de conter a crise a partir de políticas fiscais anticíclicas ocasionou piora expressiva do resultado fiscal das economias desenvolvidas e aumento substancial da dívida bruta do setor público. No caso dos Estados Unidos, por exemplo, a razão dívida pública bruta – PIB saltou de 62,3% para 94,4%, apenas entre 2007 e 2010. Deve-se ressaltar, ainda, que a forte expansão fiscal parece ter encontrado limites importantes antes de ter viabilizado recuperação duradoura.

Esses eventos apenas confirmam a preocupação compartilhada por muitos economistas e analistas acerca do presente e do futuro da União Europeia. Na visão mais razoável, a saída teria de passar pela constituição de uma verdadeira federação dos Estados nacionais europeus que integrasse virtuosamente políticas públicas, a começar pela combinação entre a política monetária e a política fiscal. Neste sentido, os parques sinais positivos apresentados anteriormente vão sofrendo reveses em 2011, enquanto este artigo é escrito, e confirma-se ao que parece a mencionada indeterminação. Em fins de setembro, a UE começou a considerar a possibilidade de reestruturação das dívidas dos países mais fragilizados, além de concretizar a ampliação do fundo financeiro de apoio aos países para o total de € 440 bilhões, valor que pode ser destinado à compra de dívidas de países e ao provimento de recursos nos bancos. Trata-se de medida inquestionavelmente necessária para evitar o pior; porém, insuficiente para engendrar o desenvolvimento.

Evitado o desastre de 1929 e anos subsequentes, tem-se verificado nos países desenvolvidos esse comportamento tacanho da macroeconomia da renda e do emprego. As decisões sobre o fundo financeiro europeu até sinalizam possível estabilidade e suave melhoria das perspectivas desta macroeconomia. Contudo, insista-se na indeterminação, uma vez que se forem implementados efetivamente os draconianos ajustes fiscais nos países da Europa, sobretudo na “periferia” da UE (Portugal, Irlanda, Grécia etc.), a dinâmica macroeconômica não será nada favorável à renda e ao emprego.

A esse conjunto de elementos de indeterminação, adiciona preocupação a destrutiva posição de parlamentares americanos que obstaculizam solução de qualidade e duradoura para os problemas fiscais, de déficit e de dívida pública. A este respeito, deve-se mencionar que, nos Estados Unidos, a razão déficit fiscal – PIB, de -2,7% em 2007, aumentou para -6,5% em 2008, -12,8% em 2009 e -10,3% em 2010. Este cenário é resultado, sobretudo, da quantidade de recursos públicos mobilizados em magnitude inaudita, de sorte a viabilizar o enfrentamento da crise. Não se trata, pois, de crise fiscal, mas, sim, de crise financeira privada endogenamente determinada que vem a ocasionar desarranjo fiscal.

No Reino Unido, o déficit fiscal do governo geral aumentou de 2,7% para 10,3% do PIB entre 2007 e 2009, tendo alcançado 10,2% do PIB em 2010. E nos quatro outros países contemplados na tabela 1 (Alemanha, Itália, Japão e França), a situação fiscal piorou substancialmente no contexto da crise, ainda que em diferentes intensidades.

Em consequência da atuação governamental para impedir desvalorização da riqueza ainda maior, a dívida bruta do governo geral como proporção do PIB foi consideravelmente ampliada durante o período 2007-2010. Nos Estados Unidos, como mencionado, aumentou de 62,3% para 94,4%; na Alemanha, de 65% para 84%; na França, de 64,2% para 82,3%; na Itália, de 103,6% para 119%; e no Japão, de 187,7% para 220%.

Não obstante, a retomada do crescimento econômico nas economias desenvolvidas a partir de 2010, além de insuficiente para recompor a riqueza destruída pela crise e de suscitar dúvidas a respeito da sua sustentação ao longo do tempo, não tem sido acompanhada de processo expressivo de aumento do nível de emprego (o chamado *jobless recovery*). Sabe-se que o menor crescimento do emprego e dos rendimentos do trabalho afeta negativamente o PIB, a não ser que os investimentos públicos e privados cresçam ainda mais, bem como o consumo de tipo capitalista. Ainda assim, estar-se-ia diante de estilo de crescimento socialmente problemático e gerador de tensões políticas de todo tipo, como demonstram os recuos na liberdade de movimentação dos trabalhadores até mesmo no interior da UE.

A tabela 2 apresenta os mesmos indicadores macroeconômicos constantes na tabela 1, mas agora para os países integrantes do BRICS – a saber, Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. Tais indicadores permitem concluir que a crise global acometeu em substancial menor escala este conjunto de economias, o que, evidentemente, não autoriza endossar a tese do descolamento (*decoupling*), uma vez que a crise *lato sensu* ainda se encontra em desdobramento, é sistêmica (interdependência global nos planos monetário, financeiro e da riqueza em geral) e está aberta uma era de indeterminação. Ainda que, no caso do BRICS, o “efeito contágio” não tenha sido tão substancial como em outras economias.

No que tange ao PIB, somente em 2009 esses países sofreram um golpe advindo da crise “central”, e, assim mesmo, China e Índia esquivaram-se, pois a turbulência não impediu incrementos de respectivamente 9,2% e 6,2%. A nação mais afetada foi a Rússia, que apresentou retração de 7,8% no ano aludido, seguida pela África do Sul, com -1,7%, e pelo Brasil, com -0,6%. Considerando-se todo o período 2007-2010, os indicadores da tabela 2 permitem afirmar que China e Índia foram muito pouco afetadas pela crise. As economias brasileira e sul-africana, por sua vez, foram mais afetadas, mas nada comparado com o que se verificou na Rússia.

TABELA 2
Indicadores macroeconômicos selecionados: BRICS

| África do Sul | | | | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|-------------------|
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 4,2 | 2,7 | 3,7 | 2,9 | 4,6 | 5,3 | 5,6 | 5,6 | 3,6 | -1,7 | 2,8 | 3,4 | 3,6 |
| Investimento/PIB (%) | 15,7 | 15,0 | 15,9 | 16,7 | 18,1 | 18,0 | 19,7 | 21,2 | 22,5 | 19,6 | 19,3 | 19,4 | 20,2 |
| Taxa de desemprego (%) | 25,6 | 29,4 | 30,4 | 28,0 | 26,2 | 26,7 | 25,5 | 22,2 | 22,9 | 23,9 | 24,9 | 24,5 | 23,8 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -1,5 | -1,1 | -1,1 | -1,8 | -1,2 | 0,0 | 0,8 | 1,5 | -0,5 | -5,1 | -5,0 | -4,2 | -3,8 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 42,0 | 42,3 | 36,0 | 36,0 | 35,0 | 33,7 | 31,4 | 27,4 | 26,8 | 30,9 | 33,8 | 36,1 | 37,6 |
| Brasil | | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 4,3 | 1,3 | 2,7 | 1,1 | 5,7 | 3,2 | 4,0 | 6,1 | 5,2 | -0,6 | 7,5 | 3,8 | 3,6 |
| Investimento/PIB (%) | 18,3 | 18,0 | 16,2 | 15,8 | 17,1 | 16,2 | 16,8 | 18,3 | 20,7 | 16,5 | 19,3 | 19,8 | 20,5 |
| Taxa de desemprego (%) | 7,1 | 11,3 | 11,7 | 12,3 | 11,5 | 9,8 | 10,0 | 9,3 | 7,9 | 8,1 | 6,7 | 6,7 | 7,5 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -3,4 | -2,6 | -4,4 | -5,2 | -2,9 | -3,5 | -3,5 | -2,7 | -1,4 | -3,1 | -2,9 | -2,5 | -2,8 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 66,7 | 70,2 | 79,8 | 74,7 | 70,6 | 69,1 | 66,7 | 65,2 | 63,6 | 68,1 | 66,8 | 65,0 | 64,0 |
| China | | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| PIB (var. %) | 8,4 | 8,3 | 9,1 | 10,0 | 10,1 | 11,3 | 12,7 | 14,2 | 9,6 | 9,2 | 10,3 | 9,5 | 9,0 |
| Investimento/PIB (%) | 35,1 | 36,3 | 37,9 | 41,2 | 43,3 | 42,1 | 43,0 | 41,7 | 44,0 | 48,2 | 48,2 | 48,7 | 48,1 |
| Taxa de desemprego (%) | 3,1 | 3,6 | 4,0 | 4,3 | 4,2 | 4,2 | 4,1 | 4,0 | 4,2 | 4,3 | 4,1 | 4,0 | 4,0 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -3,3 | -2,8 | -3,0 | -2,4 | -1,5 | -1,4 | -0,7 | 0,9 | -0,4 | -3,1 | -2,3 | -1,6 | -0,8 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 16,4 | 17,7 | 18,9 | 19,2 | 18,5 | 17,6 | 16,2 | 19,6 | 17,0 | 17,7 | 33,8 | 26,9 | 22,2 |

(Continua)

| (Continuação) | Índia | | | | | | | | | | | | |
|--|--------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|-------------------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹ | 2012 ¹ |
| Indicadores macroeconômicos | | | | | | | | | | | | | |
| PIB (var. %) | 5,8 | 3,9 | 4,6 | 6,9 | 7,6 | 9,0 | 9,5 | 10,0 | 6,2 | 6,8 | 10,1 | 7,8 | 7,5 |
| Investimento/PIB (%) | 24,3 | 22,6 | 24,1 | 26,2 | 31,3 | 34,2 | 35,3 | 37,4 | 35,0 | 37,1 | 36,8 | 37,6 | 38,4 |
| Taxa de desemprego (%) | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd | nd |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | -9,9 | -10,2 | -9,9 | -9,3 | -7,3 | -6,4 | -5,3 | -4,0 | -7,0 | -9,1 | -8,4 | -7,7 | -7,3 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 71,8 | 76,2 | 80,6 | 81,7 | 81,0 | 78,7 | 75,4 | 72,7 | 73,1 | 69,4 | 64,1 | 62,4 | 62,0 |
| | Rússia | | | | | | | | | | | | |
| Indicadores macroeconômicos | | | | | | | | | | | | | |
| PIB (var. %) | 10,0 | 5,1 | 4,7 | 7,3 | 7,2 | 6,4 | 8,2 | 8,5 | 5,2 | -7,8 | 4,0 | 4,3 | 4,1 |
| Investimento/PIB (%) | 18,7 | 21,5 | 20,0 | 20,0 | 20,3 | 19,5 | 21,1 | 25,4 | 24,1 | 16,7 | 20,3 | 22,7 | 24,1 |
| Taxa de desemprego (%) | 10,6 | 8,9 | 8,0 | 8,6 | 8,2 | 7,6 | 7,2 | 6,1 | 6,4 | 8,4 | 7,5 | 7,3 | 7,1 |
| Resultado fiscal do governo geral (% do PIB) | 3,3 | 3,2 | 0,7 | 1,4 | 4,9 | 8,2 | 8,3 | 6,8 | 4,9 | -6,3 | -3,5 | -1,1 | -2,1 |
| Dívida bruta do governo geral (% do PIB) | 59,9 | 47,6 | 40,3 | 30,4 | 22,3 | 14,2 | 9,0 | 8,5 | 7,9 | 11,0 | 11,7 | 11,7 | 12,1 |

Fonte: World Economic Outlook Database (FMI, 2011).

Nota: ¹ Estimativa do FMI. Resultado fiscal do governo geral: diferença entre as receitas e as despesas totais do setor público.

Elaboração: Giuliano Contente de Oliveira.

De modo diferente de China e Índia, economias que registraram aumento da relação investimento – PIB entre 2008 e 2009, nas três outras economias integrantes do BRICS verificou-se retração relevante da referida razão. No Brasil, esta diminuiu de 20,7% para 16,5%; na Rússia, de 24,1% para 16,7%; e na África do Sul, de 22,5% para 19,6%. Mas ao contrário do verificado nos países desenvolvidos anteriormente analisados, nos casos de Brasil e Rússia a recuperação do investimento macroeconômico foi acompanhada por importante redução da taxa de desemprego. Mas todos os países manifestaram comportamento entre estabilidade e melhoria desta razão no pós-crise.

Finalmente, com exceção de China e Índia, entre 2007 e 2009, observou-se aumento da relação dívida pública bruta do governo geral dos países aludidos, reflexo tanto do papel anticíclico assumido pela política fiscal destas economias no contexto da crise global, como da desaceleração do crescimento econômico ou, até mesmo, da retração do PIB – como nos casos de Brasil e Rússia, em 2009. No Brasil, particularmente, este indicador aumentou de 65,2% para 68,1% no intervalo considerado. Índia e China, em contraposição, apresentaram diminuição desta relação.

2.2 Sobre a macroeconomia da riqueza financeira

No âmbito da riqueza financeira, encontra-se dinâmica diferente da observada no âmbito da macroeconomia do emprego e da renda. Partiu da macroeconomia da riqueza financeira a deflagração da crise. De modo objetivo, isto significa afirmar que a gestação da crise ocorreu no âmbito da *macroestrutura financeira* – formada pelos bancos centrais, pelos tesouros nacionais, pelas organizações financeiras privadas e públicas e pelas tesourarias das grandes corporações.

Em retrospectiva, pode-se afirmar que o movimento elástico do crédito foi o determinante crítico importante da crise global. Inclusive, ou sobretudo, aquele crédito destinado a alimentar a especulação; o avanço substantivo da securitização; os ampliados níveis de alavancagem; as inovações financeiras criadoras de títulos *exóticos* sobre cujos valores pesavam o desconhecimento e a incerteza; e o crescimento exponencial dos derivativos, dando abertura à velocidade na criação de capital fictício – bem como o surgimento de um sistema financeiro “sombra” –, acabaram por determinar a mais importante crise financeira sistêmica e global desde a desmontagem dos acordos de Bretton Woods. A isto, seguiram-se as operações de socorro efetuadas pelos governos e sobre as quais muito já foi escrito e discutido, ainda que certos meandros destas operações possam tornar-se cada vez mais explícitos com o passar do tempo e dos estudos.

Nessa perspectiva, a composição e a dinâmica do mercado de capitais em sentido amplo são reveladores de como essa macroeconomia da riqueza financeira protagonizou tanto o ponto de partida da crise como, posteriormente, o início da recuperação e da regeneração das condições de retomada da acumulação de capital *lato sensu* (tabela 3). No entanto, sabe-se que, neste momento, esse processo de regeneração volta a ser questionado.

A tabela 3 mostra que a capitalização das bolsas de valores da economia mundial entre 2004 e 2007 aumentou nada menos do que 75,2%. Nesse período, o PIB cresceu 32,9%. Assim, o crescimento da capitalização acionária foi 42,2 pontos percentuais (p.p.) acima do crescimento produtivo.

Na passagem de 2007 para 2008, a capitalização despencou 48,5%, de US\$ 65,1 trilhões para US\$ 33,5 trilhões, dando início à crise em movimento defasado quanto ao PIB, uma vez que este cresceu 11,08% em 2008, de US\$ 54,8 trilhões para US\$ 60,9 trilhões.

TABELA 3
Mercado de capitais no mundo (2004-2009)
(Em US\$ bilhões)

| Ano | PIB (A) | Reservas totais menos ouro | Capitalização nas bolsas de valores ¹ | Dívida em títulos/ <i>securities</i> | | | Ativos bancários | Títulos, ações e ativos (B) | B/A (%) |
|------|----------|----------------------------|--|--------------------------------------|----------|----------|------------------|-----------------------------|---------|
| | | | | Público | Privado | Total | | | |
| 2004 | 41.254,7 | 3.865,6 | 37.168,4 | 23.179,9 | 34.663,0 | 57.842,9 | 57.315,8 | 152.327,1 | 369,2 |
| 2006 | 48.434,4 | 5.091,5 | 50.826,6 | 25.780,7 | 43.420,2 | 69.200,9 | 74.435,2 | 194.462,7 | 401,5 |
| 2007 | 54.840,9 | 6.449,1 | 65.105,6 | 28.629,3 | 51.585,8 | 80.215,1 | 95.768,5 | 241.089,3 | 439,6 |
| 2008 | 60.917,5 | 6.787,8 | 33.513,1 | 31.665,9 | 51.863,7 | 83.529,6 | 97.381,4 | 214.424,0 | 352,0 |
| 2009 | 57.920,3 | 8.539,8 | 47.188,9 | 36.400,0 | 54.920,3 | 91.320,3 | 103.755,1 | 242.264,3 | 418,3 |

Fonte: World Federation of Exchanges; Bank for International Settlements (BIS); World Economic Outlook Database (FMI, 2009); Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope 2003; e Standard & Poor's Emerging Markets Database.

Concepção: José Carlos Braga.

Elaboração: José Ricardo Vulto.

Nota: ¹ Capitalização na Bolsa de Valores (CBV) = número de ações *versus* preços.

Obs.: 1. Dados obtidos no IFS.

2. Ativos totais dos bancos comerciais, incluindo-se subsidiárias.

3. Soma da capitalização em bolsa de valores, débitos em títulos/*securities* e ativos bancários.

4. Economia mundial = União Europeia mais América do Norte (Estados Unidos e Canadá) mais países ditos mercados emergentes. Considere-se que, no agregado *mundo*, estão países da Ásia, da América Latina, do Oriente Médio, da África e da Europa. Abrange o grupo *outros mercados emergentes e países em desenvolvimento* definidos no *World Economic Outlook*, bem como Hong Kong (Região de administração especial – SAR, na sigla em inglês – vinculada à China), Coreia, Cingapura e Taiwan (província da China). Estes cinco últimos denominados de economias asiáticas recém-industrializadas. Inclui ainda outros países não especificados, mas presentes na soma da economia mundial (*world*, na terminologia da tabela original), que são superiores à soma de países/regiões explicitados.

Nesse processo de defasagem entre o plano da finança e o da produção, já na virada de 2008 para 2009, inverteram-se os movimentos. O PIB teve queda de 4,9%, enquanto a capitalização sofreu expressiva recuperação de 40,8%. Este último resultado significa que a capitalização em 2009, um ano após sua *débâcle*, já representava 72,5% do pico atingido em 2007. A queda havia sido do nível de US\$ 65,1 trilhões para o de US\$ 33,5 trilhões, seguindo-se recuperação para o de US\$ 47,1 trilhões.

Considerando-se o mercado de capitais como um todo, pode-se constatar crescimento de 58,3%, entre 2004 e 2007. Desse modo, como mostrado na última coluna da tabela 3, esta massa de riqueza financeira em relação ao PIB aumentou de 369,2% para 439,6%, nesse período.

Tal como nas bolsas de valores, a desvalorização da massa total da riqueza financeira global ocorreu entre 2007 e 2008, declínio de 11,1%; porém, foi de magnitude muito inferior ao verificado naquelas. A razão disto é que o mercado de dívida, assim como de ativos bancários, não parou de crescer em todo o período analisado, repercutindo provavelmente o provimento de liquidez e funcionamento destes mercados prestado pelos governos dos centros financeiros mais críticos. Ou seja, as autoridades monetárias agiram simultaneamente como prestamistas de última instância e *market makers* – de sorte a agilizar as negociações nos mercados, travadas pela incerteza do cálculo dos atores privados.

Dessa maneira, confirma-se o fato de que as bolsas de valores constituem o verdadeiro *mercado* em que a riqueza geral é avaliada, sendo, assim, as receptoras *par excellence* dos surtos de valorização e desvalorização da riqueza financeirizada e mundializada. Observe-se, ainda, a relação entre o mercado de capitais como um todo e o PIB mundial. Tal razão aumentou de 369,2%, em 2004, para 439,6%, em 2007, declinando para 352%, em 2008, mas já se recuperando em 2009, quando atingiu 418,3%.

No caso dos Estados Unidos, o ponto máximo de valorização ocorre igualmente em 2007, estando neste ponto a liderança do movimento. Com relação a 2004, a capitalização cresceu 22,0%, enquanto a queda frente a 2008 foi de 41,1% (tabela 4). Tal como observado na economia mundial, a recuperação foi rápida: aumentou 28,4% em 2009. Com efeito, o nível de capitalização nesse ano já era 75,7% do pico ocorrido em 2007.

TABELA 4
Mercado de capitais nos Estados Unidos (2004-2009)
(Em US\$ bilhões)

| Ano | Capitalização na bolsa de valores ¹ (1) | Dívida em títulos/ <i>securities</i> – Total ² (2) | Ativos bancários (3) | 1+2+3 (4) | PIB (5) | 4/5 |
|------|---|--|-------------------------|--------------|------------|-------|
| 2004 | 16.323,5 | 22.306,6 | 8.496,6 | 47.126,7 | 11.734,3 | 401,6 |
| 2006 | 19.569,0 | 27.050,1 | 10.202,9 | 56.822,0 | 13.194,7 | 430,6 |
| 2007 | 19.922,3 | 30.324,2 | 11.194,1 | 61.440,6 | 13.807,6 | 445,0 |
| 2008 | 11.737,6 | 30.657,7 | 13.996,5 | 56.391,8 | 14.441,4 | 390,5 |
| 2009 | 15.077,3 | 31.646,6 | 14.163,1 | 60.887,0 | 14.119,1 | 431,2 |

Fonte: World Federation of Exchanges; BIS; World Economic Outlook Database (FMI, 2009); Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope 2003; e Standard & Poor's Emerging Markets Database.

Concepção: José Carlos Braga.

Elaboração: José Ricardo Vulto.

Notas: ¹ Capitalização na Bolsa de Valores (CBV) = número de ações *versus* preços.

² Total dos setores público e privado.

A relação entre o mercado de capitais *lato sensu* e o PIB nos Estados Unidos aumentou de 401,6%, em 2004, para 445%, em 2007. Com a desvalorização, recuou para 390,5% em 2008, mas já nesse ano voltou ao patamar de 431,2%, muito próximo do máximo atingido no período analisado. Quanto à dívida pública em *securities* (títulos), por sua vez, observou-se aumento de US\$ 5,5 trilhões para US\$ 9,7 trilhões, entre 2004 e 2009 montantes esses que fazem parte da coluna 2 da tabela em questão (tabela 4).

Na tabela 5, pode-se visualizar a importância dos diferentes mercados (países e regiões) antes e depois da crise. Estados Unidos, UE e Japão representavam, em 2004, 84,3% da capitalização mundial, tendo queda de 60,37% em 2009, exatamente porque foram as áreas mais afetadas pela crise financeira. Os Estados Unidos declinaram de 43,9% para 31,9%, seguidos do Japão, que teve declínio de 15,7% para 7,2%. Na Europa, a diminuição foi menor: de cerca de 25% para 21%. Quanto a novos participantes com expressão, chamam atenção os quatro asiáticos recém-industrializados com os considerados emergentes (G/I), os quais representavam 30,1% da capitalização mundial em 2009.

TABELA 5
Capitalização das bolsas de valores¹
(Em US\$ bilhões)

| | Capitalização em bolsa de valores | | Participações (%) | |
|--|-----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| | 2009 | 2004 ³ | 2004 | 2009 |
| EUA (A) | 15.077,3 | 16.323,5 | F/I (84,34) | F/I (60,37) |
| União Europeia (B) | 10.013,4 | 9.270,3 | E/I (13,84) | G/I (30,13) |
| Japão (C) | 3.395,6 | 5.844,7 | F/E (611,29) | F/G (100,35) |
| Economias asiáticas recém-industrializadas (D) | 4.308,5 | – | A/I (43,92) | A/I (31,95) |
| Economias de mercados emergentes (E) | 9.909,8 | 5.143,0 | B/I (24,94) | B/I (21,22) |
| A+B+C (F) | 28.486,3 | 31.438,5 | C/I (15,72) | C/I (7,20) |
| D+E (G) | 14.218,3 | – | | |
| F+G (H) | 42.704,6 | – | | |
| Mundo² (I) | 47.188,9 | 37.168,4 | | |

Fonte: World Federation of Exchanges; BIS; World Economic Outlook Databases (FMI, 2009); Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope 2003; e Standard & Poor's Emerging Markets Database.

Concepção: José Carlos Braga.

Elaboração: José Ricardo Vulto.

Nota: ¹ Mercado de capitais = capitalização em bolsas mais dívida em títulos/*securities* mais ativos bancários.

² Inclui as regiões/países: União Europeia mais América do Norte (Estados Unidos e Canadá) mais países ditos mercados emergentes. Considere-se que no agregado *mundo* estão países da Ásia, da América Latina, do Oriente Médio, da África e da Europa. Abrange o grupo *outros mercados emergentes e países em desenvolvimento* definidos no World Economic Outlook, bem como Hong Kong (Região de administração especial – SAR, na sigla em inglês – vinculada à China), Coreia, Cingapura e Taiwan (província da China). Estes cinco últimos denominados de economias asiáticas recém-industrializadas. Inclui ainda outros países não especificados, mas presentes na soma da economia mundial (*world*, na terminologia da tabela original), que são superiores à soma de países/regiões explicitados.

³ Em 2004, o item D está incluído em E.

Apesar da gravidade da crise global em 2009, a capitalização mundial era cerca de 27% maior que em 2004. Considerem-se certos números em movimento. Em 2009, ano da maior recessão em décadas, a reação do mercado de ações fez o número de milionários no mundo aumentar 17%, para 10 milhões de pessoas. A riqueza destes cresceu 19%, tendo atingido US\$ 39 trilhões, “quase recuperando as perdas sofridas com a crise financeira”, nos termos de Giannone (2010). De acordo com o referido autor em matéria publicada no jornal *Valor Econômico*, o “valor das ações aumentou 50% enquanto os fundos *hedge* recuperaram a maior parte das perdas sofridas em 2008”, em quadro de operações salvadoras por parte das instituições públicas. Na reportagem, é citada Sallie Krawcheck, do Bank of America, que faz a seguinte e reveladora afirmação: “Já estamos vendo sinais perceptíveis de recuperação e, em algumas áreas, um retorno completo da riqueza e do crescimento aos níveis de 2007”. Em relação à Ásia, Giannone (2010) sustenta que “o número de milionários subiu para 3 milhões, igualando a Europa pela primeira vez”. As fortunas combinadas dos asiáticos, prossegue o autor, “cresceram 31%[,] para US\$ 9,7 trilhões, superando o total da Europa, de US\$ 9,5 trilhões”.

Na América do Norte, por sua vez, o número de ricos e suas fortunas subiram, respectivamente, 17% e 18%, chegando a US\$ 10,7 trilhões. Em 2009, em alguns países, os privilegiados distribuíam-se assim: nos Estados Unidos, 2,87 milhões; no Japão, 1,65 milhão; na Alemanha, 861 mil; e na China, 477 mil.

Tais ativos distribuíram-se em grande variedade de investimentos, incluindo-se *commodities* e imóveis, segundo diversificação percebida pela equipe do Merrill Lynch. Um dos seus membros, Lyle LaMothe, segundo Giannone (2010), comenta: “A liquidez é incrivelmente importante e as pessoas precisam de fluxo de caixa para preservar seus estilos de vida”. A referida matéria revela ainda que americanos e europeus aumentaram suas exposições aos mercados asiáticos, enquanto os ricos da Europa também elevaram suas posições em ativos americanos e canadenses (*op.cit.*).

A forte expansão dos ativos financeiros certifica a dominância das finanças, bem como as reações à desvalorização de 2007. Nos Estados Unidos, os ativos financeiros correspondiam a 194% do PIB, em 1980, atingiram um pico de 442%, em 2007, e tiveram queda de 392%, em 2007. Nesse último ano, a diferença para 1980 era de 248 p.p.; enquanto em 2008, comparativamente a 1980, era de 198 p.p.

Schutte (2010) analisa as características da centralização em termos do dinheiro dominante e dos países líderes da globalização financeira: 90% das transações em sete países; 80% em 11 centros financeiros; 33% em Londres; e 85% em dólar.

Informações empíricas adicionais permitem verificar o expressivo e contínuo crescimento global da riqueza entre 1990 e 2007, assim como a “queima” de US\$ 16 trilhões entre 2007 e 2008. Os ativos financeiros globais eram de

US\$ 48 trilhões em 1990, de US\$ 194 trilhões em 2007 e de US\$ 178 trilhões em 2008.⁵ Os dados sobre a desvalorização de riqueza por país destacam a queda de US\$ 5,5 trilhões nos Estados Unidos e as expressivas diminuições percentuais na China, de 17%, e, sobretudo, da Europa Oriental, de 64%.

Os dados e os indicadores brevemente analisados mostram, pois, a interação complexa entre a macroeconomia do emprego e da renda e a da riqueza financeira. Esta é a dominante na estrutura do capitalismo desde, pelo menos, os anos 1970, uma vez que as próprias corporações produtivas tornaram-se ativas na gestão financeira da massa de dinheiro de que são proprietárias. Nesta perspectiva, a problemática de regulação deste sistema que está posta para os sistemas monetário e financeiro internacional – e nacionais – não é apenas a da regulação das instituições financeiras, em particular, as bancárias. Há de se ter como alvo a regulação tanto do conjunto de instituições financeiras, em âmbito mais estrito, como da economia capitalista como um todo, em âmbito mais geral – vale dizer, a concorrência intercapitais, o que significa atenção para os fluxos e os estoques conformados pela acumulação produtiva e pela acumulação financeira, oriunda não apenas das instituições financeiras, mas também das corporações e dos proprietários em geral, pessoas físicas e jurídicas.

3 AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS NAS ÚLTIMAS DÉCADAS

Compreender teórica e realisticamente o tema das inovações financeiras é condição *sine qua non* para apreender o caráter concreto das crises e as proposições viáveis para a solução dos problemas. Bowley (2011), do *The New York Times*, narra as transformações nos negócios com ações que vêm ocorrendo nos últimos 20 anos, sendo que a passos largos em período mais recente. O artigo leva a um dos aspectos relevantes das inovações financeiras que não foram abolidos após a crise deflagrada no período 2007-2009. Este informa que: “Em muitos mercados mundiais, quase todas as transações acionárias atualmente são conduzidas por computadores que conversam entre si a altas velocidades”.

Não são mais os ruidosos e “animados” ou “arruinados” pregões da Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e suas assemelhadas que dominam a cena. Atualmente, são dezenas de bolsas eletrônicas diferentes que disputam negócios usando *data centers* (centros de informações e dados) como a Direct Edge, localizada em Nova Jersey, que, segundo seu executivo-chefe, William O’Brien, “é o novo coração de Wall Street”.⁶

5. São fontes o McKinsey Global Institute (MGI), Global Financial Assets Database e Bloomberg. Taxas de câmbio de 2008 foram as usadas para os cálculos.

6. A Direct Edge é garantida por uma poderosa lista de agentes financeiros: Goldman Sachs, Knight Capital, Citadel Securities e The International Securities Exchange, que é seu principal acionista. O JPMorgan/Chase também aposta e detém ações deste empreendimento.

Afirma o articulista que a NYSE, há cinco anos, respondia por mais de 70% das transações com ações listadas em bolsas nos Estados Unidos, atingindo hoje apenas 36%. Atrás da NYSE e da National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ),⁷ a Direct Edge disputa o terceiro lugar com a BATSExchange, de Kansas City (Missouri), nos Estados Unidos, e já alcança 10% do mercado de ações do país.

Considerem-se alguns traços tecnológicos desse modo de fazer dinheiro na órbita monetário-financeira, relatados por Bowley. De acordo com este autor, a corrida entre entidades como a Direct Edge envolve a redução de:

Sua latência – termo elegante que designa o tempo inferior a um piscar de olhos, que uma transação leva para ser concluída. A NASDAQ diz que o tempo médio para a conclusão de suas transações é de 98 milionésimos de segundo (BOWLEY, 2011, p. 1).

Informa-se, ademais, que até mesmo bancos e fundos mútuos tradicionais, corretoras e fundos de *hedge* se movem de maneira tecnológica análoga. Estão no mercado atendidos pelas bolsas investidoras que atuam com alta frequência e velocidade. Ainda de acordo com Bowley:

Eles usam algoritmos para entrar e sair dos mercados com grande rapidez, muitas vezes alterando suas ordens e estratégias em segundos (...) sendo os primeiros a reagirem aos fatos, tirando vantagens das diferenças nas cotações entre vários papéis ou entre as Bolsas (*op.cit.*, p. 2).⁸

Diante da crise e dos sucessivos episódios de instabilidade em diferentes países e no próprio sistema internacional, as inovações financeiras ocupam posição de destaque no debate e entre os quesitos da suposta reforma em curso.

Como é usual nesses momentos, há profusão de opiniões extremadas. Há os que veem nas finanças e nas inovações financeiras um mal (*sic*) a ser extirpado. Há outros que entendem que qualquer intromissão nos mercados financeiros é indesejável, uma vez que causaria a falência do espírito empreendedor indispensável ao êxito da economia capitalista.

Afortunadamente, como também costuma suceder, poucas – mas lúcidas – intervenções contribuem para colocar os argumentos realistas, consistentes e imprescindíveis à compreensão dos processos e à formulação de políticas públicas oportunas. Nesta perspectiva, Litan (2010) escreveu uma peça cujo título é o que se poderia denominar de tese adequada na quadra histórica em tela: *Em defesa de muita inovação financeira, mas não todas*.

7. Corresponde em português à Associação Nacional Corretora de Valores e Cotações Automatizadas. Associação dedicada, sobretudo, às empresas de alta tecnologia em eletrônica, informática, telecomunicações, biotecnologia etc.

8. Como se sabe, algoritmo em matemática é sequência finita de regras, raciocínios ou operações que, aplicada a um número finito de dados, permite solucionar classes semelhantes de problemas.

O trabalho, diz Litan (2010, p. 1), responde à provocação de Paul Volcker: “Quantas outras [recentes] inovações você pode me afirmar que têm sido tão importantes para o indivíduo como a do caixa automático, que, em realidade, é novo mais em termos mecânicos do que em termos financeiros?” E este autor conclui: “A resposta implícita de Volcker é que não existe nenhuma”.

Sendo Volcker um homem ligado à prática das finanças privadas e públicas, seu discurso é, na verdade, diga-se, uma “tirada de efeito” muito útil à sua imagem, pois carrega um grão de verdade e certo populismo em favor do cidadão comum. Litan (2010, p. 2), ao tomar a sério a tarefa de pôr a questão no seu devido lugar, produz documento útil. Propõe-se a demonstrar como, desde os anos 1960, as finanças cumpriram suas quatro funções econômicas: viabilizar o pagamento entre as partes; mobilizar a poupança da sociedade; canalizar a poupança para investimentos produtivos; e alocar os riscos financeiros nas mãos daqueles mais desejosos e capazes de lidar com estes.⁹

Reconhece Litan (2010) que, notadamente, os *collateralized debt obligations* (CDO) e os *structured investment vehicles* (SIV)¹⁰ foram desenhados precariamente, enquanto outros foram mal utilizados e “contribuíram para a crise financeira e/ou amplificaram a queda na economia quando ela começou”. Nestes outros, ele inclui: *credit default swaps* (CDS), *adjustable rate mortgages* (ARM) e *home equity lines of credit* (HELOC).¹¹

O autor é de inusitada sinceridade quando defende que o jogo das finanças é mesmo o de desrespeitar o quadro legal quando este aparece como empecilho aos negócios. Mais uma vez, nas palavras de Litan:

O fato de que muitas inovações financeiras têm sido e continuam a ser concebidas para “contornar” a regulação financeira não as torna automaticamente más. Em verdade, o oposto é verdadeiro se regulações são impeditivas à atividade produtiva. Verdadeiramente, eu argumento que um número de inovações financeiras desse tipo tem sido socialmente útil justamente por essa razão (*op.cit.*, p. 2).

A não ser que venham a ocorrer reformas e regulações profundas, pouca novidade deve surgir no sistema financeiro internacional, a despeito do grande susto provocado pela crise recente. O roteiro nos é muito bem esclarecido por quem o conhece e aprova como Litan:

Aconteça o que acontecer, o que se tem denominado de *dialética regulatória* na finança – novas regras que tentam prevenir velhos abusos sendo contornadas outra vez por novas invenções, e decerto algumas vezes por novos abusos – *é tão velha quanto a própria finança*. É impossível tentar parar com ela (*op. cit.*, p. 9, grifo nosso).

9. Sabe-se desde Marx, Keynes, Minsky e Kregel, apenas para citar dois pioneiros e dois criativos prosseguidores dessa tradição, que as finanças também ocupam uma quinta função, que é a de promover a acumulação financeira – por vezes, sinônimo de acumulação fictícia de capital monetário. Mas se suspenderá por ora esta questão estratégica e se concentrará no enfoque não tão crítico do autor em consideração.

10. Obrigações de débitos com colaterais e veículos de investimento estruturado.

11. Derivativos de créditos, taxas de amortização ajustáveis e linhas de crédito para a propriedade de imóvel.

Um aspecto evidentemente relevante diz respeito às inovações que afetam a transformação da poupança – crescente-se, financeira – em investimento (*op. cit.*, p. 25).

Nos anos 1960, que Volcker chama de “Golden Age” das finanças, o sistema era regulado e seu funcionamento era baseado na chamada finança indireta; vale dizer, em sistema baseado no crédito bancário. Os bancos e, em menor medida, seguradoras e fundos de pensão faziam a ponte por meio de empréstimos da poupança financeira (*funds*) de seus clientes para as corporações dignas de crédito. Também os bancos e as instituições de poupança financiavam os investimentos dos consumidores em residências e bens de consumo duráveis. Os bancos mantinham os empréstimos em seus balanços até que fossem amortizados ou renegociados, empréstimos renovados e assim por diante.

Nas últimas três ou quatro décadas, muito mudou, como a história demonstra, nas funções de intermediação relativas a dívidas e ações (*equities*), cabendo à finança direta (à securitização), certa dose de responsabilidade na determinação da crise. Neste contexto, as inovações financeiras invadiram os diferentes segmentos da economia por meio do modelo *originate to distribute* (OTD, criar para distribuir). Ou seja, empréstimos são concedidos, mas títulos que os representam são organizados de modo a serem lançados ao mercado para aquisição por terceiros poupadores financeiros.

Mas e as benesses da securitização tão propaladas? Como analisá-las com o tom certo sem glorificá-las ou demonizá-las? Sim, pois a securitização, como qualquer outra prática capitalista, destina-se a promover a acumulação de capital monetário e leva consigo também a tensão típica do sistema entre a concretização do enriquecimento privado e a realização da riqueza social, do conjunto da sociedade. Neste sentido, as palavras de Litan são elucidativas:

Até que ocorresse a crise financeira os amplos benefícios sociais da securitização eram inquestionáveis (...) ao expandir a oferta de fundos disponíveis a empréstimos mais além dos depósitos acessíveis via sistema bancário (...) mas ficou revelado que os instrumentos securitizados também foram pesadamente mantidos pelas maiores das instituições financeiras nos Estados Unidos e no mundo inteiro, e assim contribuíram muito menos para a diversificação de ativos do que muitos especialistas e participantes do mercado financeiro anteriormente acreditavam (2010, p. 30).

Reconheça-se que a possível contribuição da securitização para o crescimento da economia é uma questão muito mais complicada. Ainda assim, a securitização e o modelo OTD encontram-se tão entranhados nas práticas de bancos e demais emprestadores que dificilmente se pode esperar volta ao modelo *originate and hold* (*originar e reter* os empréstimos) correspondente ao “velho” sistema baseado no crédito bancário. Com efeito, sustenta Litan:

Se queremos mais inovações úteis no futuro – como eu acredito que deveríamos –, não deveríamos aplicar em geral o princípio preventivo às finanças. Mas deveríamos estar aptos para corrigir abusos quando aparecerem e não deixar que inovações financeiras destrutivas abram espaço para o tipo de devastação econômica que nós desafortunadamente simplesmente testemunhamos (*op. cit.*, p. 46-47).

Deve-se ter em mente que cada crise importante traz em seu bojo uma inovação financeira de peso com peculiaridades de seu tempo. Considere-se depoimento de Paul McCulley,¹² diretor de Gestão da Pacific Investment Management Company (PIMCO), instituição financeira de grande porte originada nos Estados Unidos e na atualidade operando mundialmente. Ele se pergunta como, nos tempos recentes, a finança conseguiu ser tão criativa e responde:

A finança tornou-se muito criativa por meio do crescimento do *shadow banking system*, que operava legalmente, entretanto, quase completamente fora do domínio da regulação bancária (MCCULLEY, 2009, p. 1).

McCulley é um seguidor das ideias de Hyman P. Minsky acerca da hipótese da instabilidade financeira. Dessa forma, as inovações no mundo das finanças são avaliadas racionalmente – sem demonização nem apologia – no rumo teórico do autor mencionado:

A essência (...) é que a estabilidade é desestabilizadora porque os capitalistas têm uma tendência a juntar-se em bando (manada) na extrapolação da estabilidade como infinita, estabelecendo estruturas de débito cada vez mais arriscadas (*op. cit.*, p. 5).

Ou, ainda seguindo Hyman P. Minsky:

Estabilidade é no final das contas desestabilizadora por causa dos excessos na expansão do crédito e nos preços dos ativos que a própria estabilidade origina (...) a estabilidade nunca pode ser uma destinação, somente uma jornada para a instabilidade (*apud* MCCULLEY, 2009, p. 5).

De modo operacional, isso se dá por meio das inúmeras formas que as inovações financeiras assumem ao longo da história. E, após aberta a crise de desvalorização, a saída é inequívoca. Mais uma vez, de acordo com McCulley:

Não, eu não sou um socialista; sou apenas uma pessoa pragmática. Você tem de ter alguém do outro lado do negócio. O governo entra para aumentar o risco que assume (ao trocar seus títulos por papéis privados indesejáveis ao mercado, JCB) e o gasto (público, JCB), que está encolhendo no setor privado, mas vai além, aumentando com maior vigor ainda essas iniciativas, propiciando um expressivo impulso reflacionário tanto aos ativos de risco do setor privado quanto à demanda agregada por bens e serviços (2009, p. 12).

12. Ele foi quem cunhou o termo “sistema bancário sombra” em agosto de 2007, durante o simpósio anual do Fed em Jackson Hole.

À guisa de conclusão desta seção sobre inovações, observe-se a análise de Toporowski (2010, p. 2): “Inovações financeiras começam em sociedades que têm dinheiro e riqueza, sendo a riqueza desigualmente distribuída”. Não se estaria longe da verdade ao considerar que o autor se refere a uma economia empresarial, como Keynes diria, ou a uma economia monetária da produção, ou, ainda, a uma economia em que a valorização da riqueza é o grande negócio.

Com efeito, Toporowsky vai ao ponto, ao afirmar categoricamente que:

Dinheiro pode ser usado para comprar bens e serviços, mas riqueza pode apenas ser desfrutada ou aplicada produtivamente. Esta situação faz surgir a inovação monetária – i.e, o desenvolvimento de novas formas de dinheiro sob a forma de crédito (*op. cit.*, p. 3).

Esse é o estágio 1 das inovações financeiras que, de maneira simples e direta, segundo o autor, encaminha o estágio 2, que é o dos mercados de ativos. Assim é, pois as inovações financeiras consistem em inventar e usar novos instrumentos financeiros ou em inventar novos usos para velhos instrumentos. Este estágio é o da *inovação creditícia e de mercados de ativos*.

No estágio 2, “Uma vez que um ativo pode ser usado como garantia de um empréstimo, um novo comprador pode obter empréstimo para comprar o ativo” (*op. cit.* p. 3). Forma-se espiral que ganha vida própria em sua ascensão. O influxo e a redução de crédito no mercado de ativos criam preços de ativos instáveis. A caução, a garantia, torna-se instável.

Em consequência, surge, então, o estágio 3, que torna os *mercados de derivativos indispensáveis*. Este apresenta provocativa reflexão para o pós-crise. Uma reconstrução financeira, escreve, pode estabilizar os preços dos ativos e reduzir a necessidade de derivativos vinculada à demanda por fixação de valores em face da instabilidade. E conclui “entusiasticamente”:

Maior igualdade na distribuição da renda e da riqueza pode reduzir a demanda por inovações. Recursos configurados pelas inovações financeiras podem então ser aplicados em atividades mais úteis socialmente (TOPOROWSKI, 2010, p. 5).

Uma suposta reconstrução financeira estabilizaria os preços dos ativos, reduziria os derivativos como “frutos” da instabilidade, com o que melhores distribuições da renda e da riqueza desestimulariam inovações socialmente desnecessárias. Desafortunadamente, o processo distributivo no período pós-crise tem-se agravado em parte porque persistem as inovações que dão sustentação à expansão da riqueza monetário-financeira não necessariamente, para dizer sem arroubos, direcionada a atividades socialmente virtuosas. As finanças como um fim em si.

4 CRÍTICA DE INTERPRETAÇÕES DA CRISE E DOS PROGNÓSTICOS

A interpretação da crise, das evoluções posteriores a esta e as indicações de políticas públicas (regulação incluída) estão evidentemente interligadas. A tese defendida neste estudo é que, em primeiro lugar, mesmo esta “grande” crise é fenômeno estrutural (não episódico) da dinâmica do capitalismo financeirizado. Em segundo lugar, as evoluções dinâmicas – tanto na escalada quanto na queda – das economias nacionais e da economia internacional são compatíveis com as determinações teóricas deste padrão sistêmico de riqueza que é a financeirização. E, em terceiro lugar, como assinalado em trabalho anterior (BRAGA, 2009), as políticas de enfrentamento da crise sistêmica global – e das crises locais – apontam na direção da “perpetuação” do padrão vigente, o qual permaneceria imutável, no fundamental, enquanto, ao mesmo tempo, tais políticas tratam somente de aperfeiçoar a necessária, porém insuficiente, estratégia vigente nos Acordos de Basileia.

Em consequência, a tese mais uma vez defendida neste estudo diferencia-se da maioria das interpretações que têm sido apresentadas pela literatura em geral. Considerem-se, em termos gerais, quais são estas.¹³

O enfoque popular, lembra Priewe (2010), é proveniente da atribuição de culpa a começar pela ganância dos banqueiros, pela concessão de bônus extraordinários aos executivos, pela coalizão entre banqueiros e políticos, pela falha humana, pelas fraudes, pelos acidentes de percurso e pela falha em sistema complexo.

Observe-se de imediato que grãos de verdade estão presentes nessa visão e até com maior realismo do que em certas interpretações de economistas que, por ignorância ou cinismo, insistem com os cânones da *economics* (ciências econômicas), representante do *mainstream* (corrente em voga, dominante) no pensamento econômico em oposição à *political economy* (economia política), representante dos economistas contemporâneos que partem da tradição crítica oriunda de autores diversos e até ideologicamente opostos, porém, intérpretes realistas da dinâmica econômica: Marx, Schumpeter, Keynes e Kalecki.

Outro conjunto de explicações é classificado pelo autor referido como relacionado a causas internas aos mercados financeiros – em particular, os norte-americanos. Dizem respeito a quatro formas de falhas de mercado e três formas de falhas estatais. Tais interpretações correspondem ao convencional enfoque teórico fundado na ideia de que os equilíbrios dos mercados e o equilíbrio geral são da natureza do sistema de mercado, baseado na livre iniciativa, e se tais propriedades não se cumprem, as razões estarão sempre em determinadas *falhas* que poderão ser superadas. Entre estas, Priewe (2010) apresenta a seguinte taxonomia: *i*) falha de mercado I: inúmeras assimetrias de informação na atividade bancária; *ii*) falha de mercado II: tamanho e escala; *iii*) falha de mercado III: inflação de ativos; e *iv*) falha de mercado IV: agências de classificação de risco.

13. Esse balanço das interpretações está baseado em texto de autoria de Priewe (2010).

O que causa perplexidade nessa vertente interpretativa – e, particularmente, na taxonomia já referida – é que aquilo que é apresentado como falhas de mercado em cada uma das quatro categorias corresponde à mesma essência das práticas financeiras contemporâneas por meio das quais se processa não apenas o crédito *lato sensu* às atividades produtivas, mas também o crédito e as formas de capitalização típicas da acumulação financeira autonomizada e veloz até que o momento da crise apareça. Considere-se o que se segue e, dessa forma, pode-se verificar a acuidade desta afirmação.

Entre as falhas de mercado I, destacam-se estratégias de negócios baseadas em “inovações financeiras” e produtos financeiros estruturados, excessiva alavancagem, excessivo descasamento de prazos, modelos inadequados de risco, incentivos aos banqueiros via esquema de bônus, escalada do *moral hazard*, “inovações” organizacionais tais como “bancos sombra”, ineficiente gestão das corporações (a chamada *corporate governance*) e lucratividade excessiva. O principal problema, segundo os adeptos do enfoque, é a assimetria entre bancos e todos os seus clientes, o que pode ocasionar obscurecimento dos riscos.

Na falha II, grande demais para “quebrar” e para ser “resgatado”, quase monopólios, entidades sistemicamente importantes e empréstimos públicos saneadores garantidos são fatores capazes de afetar adversamente os mecanismos de mercado e, assim, o equilíbrio. Neste ponto, o dilema está essencialmente em que uma “quebra” ocasiona “efeitos colaterais” de grandes proporções ou os custos de salvar uma instituição são tão elevados que levantam o dilema de não haver alternativa a deixar que a falência ocorra.

Na falha III, aparecem bolhas especulativas, preços de imóveis e *commodities*, outros preços de ativos e riscos subdimensionados. O autor referido aponta que estas características induziriam à ineficiente alocação de capital em larga escala e a efeitos destrutivos após colapso financeiro. Enquanto na falha IV, os problemas podem decorrer de oligopólios, *moral hazard*, assimetria de informação, precários modelos de risco e percalço decorrente do conluio feito com os clientes.

No enfoque das falhas, das perpetradas pelo Estado, três são ressaltadas. *i)* falha I: bancos centrais – política expansiva entre 2002 e 2004; estreiteza em focar apenas a inflação; *ii)* falha II: supervisão de bancos e não bancos – fiscalização da *performance* dos mercados; desregulação desde os anos 1980; erros na regulação micro e macroprudencial; modelos de risco falhos; equívocos no acompanhamento das inovações e das agências de classificação de risco (*rating*), na elaboração de leis, nos modelos de risco, na supervisão segmentada e na prática de conluio; existência internacional de competição regulatória etc.; e *iii)* falha III: governos nacionais, parlamentos e instituições supranacionais teriam minimizado os riscos inerentes aos padrões de *performance* dos agregados macroeconômicos.

De modo diferente do enfoque apresentado anteriormente, surgem no debate três outros enfoques que merecem ser discutidos, a saber: os desequilíbrios globais no comércio e nos fluxos de capitais, o capitalismo liderado pelas finanças (*finance-led-capitalism*) e a crise de distribuição de renda.

Quanto aos desequilíbrios globais, a ênfase é posta nos impactos sobre a economia americana decorrentes do dólar sobrevalorizado – em particular, no sistema financeiro. É nesta chave que entra também a tese de Bretton Woods II/Novo Dilema de Triffin, que, partindo da vigência global do *padrão monetário dólar puro* (sem lastro no ouro), raciocina sobre as relações econômico-financeiras entre os Estados Unidos e os demais países de crescimento liderado pelas exportações (*export-led-growth*) capazes de obter elevados superávits e propulsores de fluxos de capitais para o país emissor da moeda reserva de valor; país este que acaba por problematizar-se monetária e financeiramente, gerando, assim, instabilidade global e um “novo dilema” (DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU e GARBER, 2008).

No enfoque do “capitalismo levado pelas finanças”, o problema estaria no predomínio e na influência das finanças sobre a economia real, nas corporações guiadas supostamente pelos valores acionários, entendendo-se que, a partir de problemas da economia real, o surgimento deste capitalismo e seus desdobramentos implicariam modelo macroeconômico insustentável.

Finalmente, o enfoque da crise de distribuição de renda consiste na interpretação baseada na crescente desigualdade e na suposta existência de economia cuja conexão básica é com lucros especulativos (*profits-speculation nexus*), ao mesmo tempo em que decorre perda da característica de incrementos de salário puxados pela produtividade (*loss of productivity-led wage increases*).

Neste trabalho, a tese defendida é a da financeirização do capitalismo; vale dizer, a de padrão sistêmico de riqueza em que ocorre dominância financeira sobre a lógica geral de funcionamento da economia e até mesmo da interação desta com a política – ou seja, das relações entre Estado e mercado. A dinâmica deste padrão foi, em última instância, o determinante da crise e segue vigente esta financeirização – como mostrado nas seções anteriores –, uma vez que nenhuma regulação profunda e de novo tipo veio a estabelecer-se e os interesses privados recompuseram-se com a ajuda dos Estados nacionais.

A aproximação entre essa tese e algumas do *finance-led capitalism* ou a dos franceses (domínio do capital portador de juros)¹⁴ é, em grande medida, aparente; contudo, discorda-se aqui das referidas interpretações, sobretudo, nos seguintes aspectos:

14. Discordância, por exemplo, com Plihon (2005), acerca da fragilização das empresas, e Chesnais (2005), sobre este ponto e certa visão neoestagacionista. Concordâncias na maioria dos pontos com Guttman (2008) e Kregel (2010), nestas e em outras publicações encontráveis no *site* disponível em: <<http://www.levy.org>>.

- 1) A questão não é a do predomínio do setor financeiro sobre o setor real da economia.
- 2) É incorreto reduzir a dinâmica das corporações ditas não financeiras ao fato de estas serem guiadas pelos valores acionários.
- 3) Não necessariamente, a financeirização bloqueia o investimento com o progresso técnico e o crescimento das economias.
- 4) Não corresponde à lógica e aos fatos o percurso de economias comvalidas em termos reais transmutarem-se em economias financeirizadas. Como se este domínio da finança fosse oriundo de bloqueios à acumulação de capital produtivo, bloqueios estes constitutivos provavelmente de algumas variantes da tese estagnacionista, sempre ressuscitada: subconsumo/ crise de distribuição de renda, esgotamento de inovações, falta de oportunidade de investimentos etc.
- 5) Semelhante versão da dominância financeira centra-se nas comparações com o sistema de Bretton Woods erguido após a Segunda Guerra Mundial. Este sistema altamente regulado nacional e internacionalmente foi a exceção na história do capitalismo, após duas guerras mundiais, bombas atômicas e ameaças à ordem burguesa decorrentes do poder soviético oriundo da Revolução na Rússia em 1917. Não serve como base de comparação por ser um capitalismo “domesticado”.
- 6) Padece também essa versão da financeirização da ideia ingênua de que existe o “bom” e o “mau” capital. Estes seriam o capital produtivo, o bom, e o incorretamente denominado de capital financeiro, o mau – porque o verdadeiro sentido deste é realizar a fusão das formas parciais de riqueza. É por isto que se propõe enxugamento do setor financeiro e alargamento da economia real, como se tal dicotomia fizesse algum sentido.¹⁵
- 7) Finalmente, afirma-se que esse tipo de capitalismo possui um “modelo macroeconômico insustentável”. E qual modelo de capitalismo não o é? Para os da teoria de que flutuações e expansão/crises são da característica dinâmico-estrutural do capitalismo, todos são insustentáveis. O melhor que se pode fazer é tentar organizar regulação ampla e especiais arranjos entre Estado e mercado para se alcançar algum “modelo” com maior sustentabilidade no longo prazo, ainda que finita.

15. De acordo com Priewe (2010, p.47), por exemplo: “A estrada para uma sempre crescente financeirização deveria ser deixada para trás; contrariamente prioridade deve ser dada à revitalização da economia real, sustentada por uma redução do setor financeiro que venha a ser mais engrenado em servir as necessidades das empresas não financeiras”.

Nesse sentido, pode-se afirmar que a financeirização que produziu a crise sistêmica e global mais recente e que segue como padrão dominante não é incompatível na exuberante combinação de crescimento econômico (acumulação produtiva) e acumulação financeira – incluída nesta a valorização fictícia dos títulos públicos e privados representativos de propriedade –, por mais paradoxal que pareça, e assim o é porque contraditório é o próprio capitalismo. Não por acaso, Priewe (2010, p. 38) assevera que: “‘Bretton Woods II’ contribuiu para o maior crescimento ao redor do mundo (1998-2007) desde a derrocada do sistema Bretton Woods original”.¹⁶

Esse é um período em que nos Estados Unidos e também na economia mundial impera a dominância financeira conforme a tese sustentada neste trabalho. Ilustrativa é a ocorrência, por volta do período 2000-2001, do pico de expansão robusta e subsequente crise de valorização das empresas da chamada “bolha” *dot.com* (ponto.com), cujos efeitos deletérios foram contornados com certa presteza pelas autoridades americanas.

O que se pretende ressaltar, pois, é o fato de que no capitalismo financeirizado não está descartada a complementaridade entre crescimento do PIB e pujança das finanças, embora isto ocorra de forma assimétrica e sob formas diferenciadas interpaíses – em alguns, maior o peso dos investimentos produtivos, em certos períodos; em outros, a presença dos mercados de capitais etc. Evidentemente, tal dinâmica implica a tensão *expansão/crise* (atada ao longo prazo) no decorrer do tempo e em meio a permanentes *flutuações* (o curto e o médio prazo). Relevante também ter presente que neste padrão a lógica financeira geral “puxa” o sistema tanto “para cima” quanto “para baixo”. Isto significa que esta dominância financeira que lidera a dinâmica capitalista a partir das decisões dos maestros da globalização corresponde a um padrão sistêmico de riqueza financeirizado.

Não é demasiado insistir que já não se deve considerar que existam empresas não financeiras entre as grandes e médio-grandes. Por isto é incorreto afirmar que é o domínio do setor financeiro. É o domínio da finança, seja esta da corporação, da instituição financeira, da gestão da riqueza familiar etc. Quanto à outrora denominada empresa não financeira, observa-se que esta é, neste padrão, gestora de rentismo agressivo em que opera o financiamento de seus fornecedores, assim como possui liquidez estratégica que é mobilizada para toda sorte de especulação monetário-financeira, visando o lucro não operacional, de modo diferente do velho rentismo “passivo” e também da antiga preferência pela liquidez keynesiana que correspondia a um momento específico da avaliação/cálculo capitalista sobre as formas de riqueza a serem privilegiadas. Em suma, o corte capital produtivo *versus* capital bancário ou setor econômico real *versus* setor financeiro perdeu substantivamente validade explicativa para determinadas questões decisivas.

16. Considere-se que tal afirmação é seguida de críticas ao consumismo americano, ao baixo investimento e à força centrípeta do sistema financeiro daquele país.

Tampouco tais corporações se guiam apenas pelos valores acionários, embora não deixem de fazê-lo. Estas têm objetivos de longo prazo vinculados às inovações embutidas em parte de seus investimentos e, neste sentido, tornam o mundo, em certa medida, também schumpeteriano. Estas corporações planejam estratégias globais de localização de suas atividades produtivas desde a captura de matérias-primas e manufatura de insumos alimentícios, minerais e metálicos, passando pelo *design* de seus produtos, pela fabricação de partes e componentes e pela montagem final dos bens de capital e consumo. No desdobramento deste movimento, vai sendo constituída uma nova *divisão internacional do trabalho* que é a força determinante dos fluxos de capitais operacionais, dos fluxos de comércio e das resultantes das transações correntes dos balanços de pagamentos. As finanças destas empresas, ao lado daquelas das instituições financeiras, ditam, por sua vez, o comportamento dos fluxos de capital monetário com diversas finalidades, das produtivas às de portfólio, de arbitragem etc.

Não é por fragilidade da acumulação produtiva e, subsequentemente, do setor real da economia que surge a financeirização, de sorte a compensar a rentabilidade supostamente cadente. A dominância financeira emerge do caráter do capital a juros como mera propriedade que torna a simultaneidade da acumulação produtiva e financeira cláusula pétrea da competição entre os capitais que se pretendem vencedores globais. Não é, portanto, nenhuma deformação, disfunção, do movimento próprio do capital como percucientemente observaram Marx e Keynes, embora este último tenha defendido a eutanásia do rentista no afã de reformar a sociedade burguesa, garantir o pleno emprego e salvar o capitalismo do próprio capital propenso ao “amor ao dinheiro”. Por isto, adicione-se, carece de realismo o implícito corte entre o “bom” e o “mau” capital. Neste estágio de evolução da organização capitalista, pode-se dizer que, agora, só se for a eutanásia do próprio capital, uma vez que o rentismo moderno, ofensivo e atuante nos diferentes mercados de riqueza (títulos de dívida pública, cambial, *commodities*, acionário, derivativos etc.) é próprio não só das empresas financeiras, como também daquelas de grande porte que atuam na produção, na comercialização e nos serviços.

As interpretações centradas na hipótese de “Bretton Woods II” e os desequilíbrios assemelham-se a tomar a nuvem por Juno. Ou seja, os desequilíbrios são mais efeitos das determinações sobre as quais se tem posto acento neste capítulo do que causa. Disto decorre, sobretudo, a inoperância das propostas cambiais e monetárias – em especial, as propugnadas por seus adeptos. Entre estas, a mais voluntarista é a que pretende reformas fundamentais no sistema monetário internacional que promovam ajustes nas taxas de câmbio para vitalizar a economia real. Nesta linha, um verdadeiro “Bretton Woods II” contaria com a substituição do dólar por uma cesta de moedas ou pelos direitos especiais de saque (DES).

É difícil imaginar ajustes cambiais que se contraponham às mudanças na divisão internacional do trabalho comandadas pelo poder das multinacionais e de seus impactos nos balanços de pagamentos. É de modo igualmente problemático “convencer” os Estados Unidos que terão de deixar de serem emissores da moeda reserva mundial, bem como os principais detentores de reservas nesta moeda, como a China.

Finalmente, não parece razoável na situação histórica vigente raciocinar em termos de um acordo do tipo Bretton Woods cuja emergência se deu em circunstâncias completamente diversas em termos político-econômicos. As referências econômicas continham a reconstrução das nações vitoriosas e derrotadas na Europa e na Ásia. Havia duas modalidades de sistemas socioeconômicos e políticos em perspectiva de Guerra Fria. As relações centro – periferia tinham contorno bem definido e diferente desta situação. Em razão das duas guerras mundiais e do inusitado poder destrutivo da segunda, havia consenso mundial no sentido da colaboração e da reconstrução que tampouco agora se repete. O esquema analítico em pauta é, assim, desprovido de plausibilidade lógica e histórica e descarnado na economia e na política.

A dominância financeira tem dinâmica tanto em seus voos como em suas quedas, que é perversa sobre a distribuição da renda e da riqueza e as finanças públicas. Estas últimas padecem do papel que o Estado exerce neste tipo de economia mista em que sua função primordial é amortecer golpes e, no limite, encarregar-se da regeneração sistêmica e, por fim, ajustar-se fiscalmente às consequências. As populações não proprietárias de riqueza, as submetidas a pressões baixistas em seus rendimentos e as que caem no desemprego permanecem literalmente abandonadas pelo “sistema de mercado”. As proteções sociais em acelerado processo de rebaixamento evidentemente só agravam e dramatizam o panorama. É pior, quando ocorre a recuperação econômico-financeira, o emprego e os rendimentos não apresentam tendência a acompanhar nestes termos a mencionada recuperação. Tais fenômenos são consequências da crise, e a persistirem como tais, não só aprofundam os percalços econômicos, como também engendram recorrentes tensões sociopolíticas de consequências preocupantes e difíceis de prever.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS: MUITOS EMBATES ESTÃO POR VIR

A observação inevitável do que foi analisado é que as relações entre economia e política ou entre Estado e mercado necessitam de profundas transformações, uma vez que o capitalismo assume seu verdadeiro caráter e limites correspondentes, responsáveis últimos pela era da indeterminação. O capital e o capitalismo são adequados aos seus conceitos, não porque haverá estagnação/colapso, mas porque, permanentemente, se fortalece a hipótese de que o capitalismo

financeirizado, sua estrutura e sua dinâmica evidenciam os limites históricos e sociais como forma capaz de organizar as finanças e a produção, gerar empregos e gestar civilizações.¹⁷

Essas profundas transformações não têm entrado na agenda de quaisquer dos fóruns em que se discute a nova regulamentação porque não é do interesse dos donos do poder e da riqueza. Porque estas implicariam expansão qualitativa do controle da sociedade e do Estado sobre a economia. Isto significaria, de forma concreta, a imposição de disciplina financeira nos planos nacional e internacional; o estabelecimento de limites ao abuso de poder econômico exercido pelas organizações privadas em geral; o enquadramento das condições em que estes gigantes capitalistas exercem a concorrência entre si em termos globais; e as inovações profundas nas organizações estatais que lidam diretamente com o tema da regulação do sistema.

O alvo seria uma *economia mista reguladora* à altura dos problemas do século XXI. Uma de suas tarefas seria atacar os problemas pelas raízes. A recente iniciativa, em fins de julho de 2011, de efetuar um deságio, um “*default* seletivo” e negociado, da dívida da Grécia frente a seus credores é exemplo de qualidade. Toda crise de magnitude na história do capitalismo teve de passar por estágio de *write-off* (baixa contábil) das dívidas.

Os Estados nacionais que não puderam ser omissos frente ao agravamento dos cenários têm agora de ocupar importante papel na gestão do crédito, exercendo até mesmo dirigismo em interação com as instituições financeiras. Há de imaginar formas de coordenação público-privada dos investimentos produtivos para que estes cresçam inclusive diante das limitações presentes, dado o estado fragilizado das finanças públicas. Fazer definir o investimento público é construir uma jornada para o desastre maior.

Certamente, são bem-vindas as iniciativas dos variados fóruns e institutos que tratam de aperfeiçoar os requerimentos de capital e liquidez, a transparência das operações financeiras etc. Entretanto, a fiscalização e a supervisão à distância baseadas em pseudocapacidade de autorregulação do sistema não podem mais ser admitidas pelas autoridades responsáveis pelo papel do dinheiro, do crédito e das finanças em geral nas economias. Há de existir ostensiva presença pública na supervisão, na fiscalização e, até mesmo, na proibição de práticas financeiras que concorrem para potencializar a instabilidade deste sistema intrinsecamente instável chamado capitalismo.

17. Agudas observações fez recentemente Belluzzo (2011, p. 31): “Na aurora do século XXI, a concorrência capitalista mostra a sua verdadeira natureza: a intensificação da rivalidade entre as grandes empresas é estimulada pela expansão do crédito e pela mobilidade do capital financeiro.”

Nessa perspectiva, a taxaço dos fluxos de capitais, há muito discutida, deve ser implementada após meticulosa avaliação de qual a forma mais eficiente e frutífera de torná-la realidade. De igual forma, o controle dos fluxos de capital sob formas várias e inteligentes, quando se fizerem necessários em conjunturas graves, deve se submeter a semelhante posição na agenda das políticas públicas.

A consolidação de economia de caráter misto e regulador torna-se imperativo diante do perfil sistêmico que a financeirização revela – ou seja, diante do fato de esta se apresentar como *modo de ser* de todos os segmentos sociais proprietários da riqueza e líderes na determinação da renda nacional e do emprego.

Esse processo deve ser implementado imediatamente pelos Estados nacionais, enquanto obviamente se prossegue com a “interminável” discussão entre as nações sobre a nova arquitetura financeira internacional.

Essa iniciativa é ademais necessária e urgente porque o país que emerge com gigantesco poder econômico-financeiro opera exatamente nos moldes referidos anteriormente, evidentemente que sob uma política, uma institucionalidade, um quadro de direitos proprietários específicos e inimitáveis. É nesta trajetória que a China, ao lado dos Estados Unidos, é hoje poderosa força cuja capacidade competitiva deve ser considerada e enfrentada pelos países que pretendem ter seus projetos nacionais de desenvolvimento – entre estes, o Brasil. As armas são a economia do desenvolvimento, a diplomacia, a negociação e a inserção internacional soberana.

A complexidade do que é necessário ser feito e as condições objetivas presentes do ângulo político-econômico tanto no âmbito dos Estados nacionais como no dos organismos multilaterais autorizam a explicitação de “pessimismo analítico” que se resume na identificação de uma era da indeterminação. Ao mesmo tempo, não autoriza acreditar nas fórmulas que apenas apontam para a correção das “falhas de mercado” ou das “falhas estatais”, uma vez que estas são intrínsecas ao modo da relação entre economia e política neste capitalismo financeirizado. Tampouco é criativo ceder às ilusões de reformas bem-intencionadas, porém infundadas, como as que se originam do esquema analítico “Bretton Woods II” ou de versão da financeirização que, a rigor, se funda em maniqueísmo na interpretação da dinâmica do capital: a finança demonizada e o capital produtivista idealizado.

Nesse sentido, é inescapável neste “momento global” reconhecer que o futuro está aberto à luta que se dará no acontecer histórico das próximas décadas, ao qual a tarefa dos economistas políticos é de oferecer contribuições com o aprofundamento de análises e propostas realistas, baseadas em interpretações críticas no sentido de serem capazes de vislumbrar um novo e melhor amanhã para a atual e as futuras gerações. No horizonte histórico perceptível, nem harmonizações, nem convergências, nem equilíbrio dinâmico, assim como, tampouco, a crise definitiva do capitalismo.

REFERÊNCIAS

- BELLUZZO, L. G. Estratégias nacionais. **Carta Capital**, n. 665, ano 17, p. 31, 28 set. 2011.
- BOWLEY, G. Velocidade é dinheiro em bolsas operadas por máquinas. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 24 jan. 2011.
- BRAGA, J. C. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. **Revista Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 65, jan./abr. 2009.
- _____. **Temporalidade da riqueza**: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: Editora da IE/UNICAMP, 2000.
- CHESNAIS, F. O Capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. *In*: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.
- DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **The revived Bretton Woods system**: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries. Cambridge: NBER, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.332). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10332>>.
- FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o *global shadow financial system*. **Novos Estudos** – CEBRAP, São Paulo, n. 82, p. 35-55, nov. 2008.
- FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook Database**. Washington: FMI, out. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>>.
- _____. **World Economic Outlook Database**. Washington: FMI, set. 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/download.aspx>>.
- GIANNONE, J. A. World's rich got richer amid '09 recession: report. **Reuters**, 22 jun. 2010. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2010/06/22/us-wealthreport-idUSTRE65L36T20100622>>.
- GPG – GLOBAL PROPERTY GUIDE. **US housing market** – Not looking so hot. North America: Global Property Guide, 8 Apr. 2010. Disponível em: <<http://www.globalpropertyguide.com/North-America/United-States/Price-History>>.
- GUTTMANN, R. **A primer on finance-led capitalism**. New York; Paris: Hofstra University; CEPN, May 2008.
- KREGEL, J. **Is regulation of the financial system an oxymoron?** New York: Levy Economics Institute of Bard College, Feb. 2010.

LITAN, R. **In defense of much, but not all, financial innovation.** Brooking Institution. 17 Feb. 2010. Disponível em: <<http://www.brookings.edu/experts/litanr.aspx>>.

MCCULLEY, P. The shadow banking system and hyman minsky's economic journey. **Global Central Bank Focus**, May 2009. Disponível em: <<http://media.pimco.com/Documents/GCB%20Focus%20May%2009.pdf>>.

MGI – MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **Global capital markets: entering a new era.** Sept. 2009, p. 12.

PLIHON, D. As grandes empresas fragilizadas pelas finanças. *In*: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada.** São Paulo: Boitempo, 2005.

PRIEWE, J. What went wrong? Alternative interpretations of the global financial crisis. *In*: DULLIEN, S. *et al.* (Eds.). **The financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries.** New York; Geneva: UNCTAD; University of Applied Sciences Berlin, Dec. 2010.

SCHUTTE, G. R. Evolução do debate sobre a taxaço de fluxos financeiros. *In*: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Org.). **Globalização para todos: taxaço solidária sobre fluxos financeiros internacionais.** Brasília: Ipea, 2010.

TAVARES, M. C. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira.** (1978) Campinas: IE/UNICAMP, 1998. (30 Anos de Economia, n. 8).

TOPOROWSKI, J. **Financial innovation and market liquidity.** *In*: ANNUAL MINSKY CONFERENCE OF THE JEROME LEVY ECONOMICS INSTITUTE. 25., 27 June 2010, Bard College, New York. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/conf_june10/Toporowski2.pdf>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

FOX, J. **The myth of the rational market.** New York: Harper Collins, 2009.

KREGEL, J. **Minsky moments and minsky's proposals for regulation of an unstable financial system.** New York: Levy Economics Institute of Bard College. Disponível em: <www.levy.org>.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura

Marco Aurélio Dias Pires

Revisão

Andressa Vieira Bueno

Hebert Rocha de Jesus

Laetícia Jensen Eble

Luciana Dias

Mariana Carvalho

Olavo Mesquita de Carvalho

Reginaldo da Silva Domingos

Celma Tavares de Oliveira (estagiária)

Patrícia Firmina de Oliveira Figueiredo (estagiária)

Editoração

Aline Rodrigues Lima

Andrey Tomimatsu

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Daniella Silva Nogueira (estagiária)

Leonardo Hideki Higa (estagiário)

Capa

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Livraria

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3315 5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em Adobe Garamond Pro 11/13,2 (texto)
Frutiger 67 Bold Condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em Offset 90g/m²
Cartão Supremo 250g/m² (capa)
Brasília-DF

Missão do Ipea

Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

