

As Transformações no Sistema Monetário Internacional

ipea
For um Brasil desenvolvido

Organizadores
Marcos Antonio Macedo Cintra
Aline Regina Alves Martins

As Transformações no Sistema Monetário Internacional

Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra
Aline Regina Alves Martins

Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República**
Ministro interino Marcelo Côrtes Neri



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.

Presidente

Marcelo Côrtes Neri

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Luiz Cesar Loureiro de Azeredo

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas e
Políticas Internacionais**

Renato Coelho Baumann das Neves

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

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

**Diretor de Estudos e Políticas
Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,
Urbanas e Ambientais**

Rogério Boueri Miranda

**Diretora de Estudos e Políticas Setoriais
de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Rafael Guerreiro Osorio

Chefe de Gabinete

Sergei Suarez Dillon Soares

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ovidoria: <http://www.ipea.gov.br/ovidoria>

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

As Transformações no Sistema Monetário Internacional

ipea

Brasília, 2013

Organizadores

Marcos Antonio Macedo Cintra
Aline Regina Alves Martins

As transformações no sistema monetário internacional /
organizadores: Marcos Antônio Macedo Cintra, Aline
Regina Alves Martins.- Brasília : Ipea, 2013.
389 p. : gráfs.

Inclui bibliografia.
ISBN 987-85-7811-170-0

1. Sistema Monetário Internacional. 2. Finanças
Internacionais. 3. Crise Monetária. I. Cintra, Marcos
Antônio Macedo. II. Martins, Aline Regina Alves. 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	7
PREFÁCIO	9
INTRODUÇÃO	19
CAPÍTULO 1	
O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E SEU CARÁTER HIERARQUIZADO.....	23
Bruno Martarello De Conti	
Daniela Magalhães Prates	
Dominique Plihon	
CAPÍTULO 2	
UM PARAÍSO PERDIDO? O EURO NO PÓS-CRISE	85
Benjamin J. Cohen	
CAPÍTULO 3	
A DEMOCRACIA NA ZONA DO EURO EM TEMPOS DE CRISE	101
Aline Regina Alves Martins	
CAPÍTULO 4	
LIÇÕES DE UMA ANÁLISE COMPARATIVA DAS CRISES FINANCEIRAS.....	127
Roberto Frenkel	
CAPÍTULO 5	
PROPOSTAS DE REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL	147
Luiz Afonso Simoens da Silva	
CAPÍTULO 6	
O DESENVOLVIMENTO DE ZONAS MONETÁRIAS REGIONAIS	175
Luiz Afonso Simoens da Silva	
CAPÍTULO 7	
O PAPEL DO DÓLAR E DO RENMINBI NO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL....	211
Marcos Antonio Macedo Cintra	
Aline Regina Alves Martins	
CAPÍTULO 8	
ALÉM DA TEORIA DA ESTABILIDADE HEGEMÔNICA	323
José Gilberto Scandiucci Filho	

APRESENTAÇÃO

A crise econômica e financeira iniciada em 2008 despertou diversas tensões e questionamentos sobre o funcionamento do sistema monetário internacional ao enfatizar sua natureza instável e assimétrica, assim como ao reproduzir os desequilíbrios globais de balanços de pagamento. Instável por estar sujeito aos humores – euforia e depressão – dos crescentes fluxos internacionais de capitais, que podem culminar em crises financeiras e cambiais. Assimétrico por possibilitar enormes privilégios ao país emissor da moeda nacional que exerce o papel de moeda-reserva internacional – o dólar –, inclusive a ausência de restrição externa aos Estados Unidos. Contradictoriamente, estas características limitam a necessidade de ajuste do país emissor da divisa internacional, com dívida externa líquida e déficit em transações correntes e, por conseguinte, dos países credores líquidos e superavitários na conta-corrente do balanço de pagamento – Japão, Alemanha, China, exportadores de petróleo –, perpetuando os desequilíbrios mundiais. Tais tensões e questionamentos se acentuam com a explicitação dos graves conflitos no interior da área do euro e das fragilidades da moeda única como moeda-reserva internacional.

A fim de enfrentar os impactos domésticos da crise internacional, os Estados Unidos, o Reino Unido, a área do euro e o Japão adotaram políticas monetárias extremamente agressivas, desencadeando um “tsunami” nos mercados financeiros mundiais e agravando a instabilidade da ordem monetária que gira em torno do dólar flexível como moeda-chave. Estas políticas de *flexibilização quantitativa*, implementadas desde 2008 pressionaram o valor das demais moedas, deterioraram a capacidade de exportação dos países e inflaram bolhas de ativos mobiliários e imobiliários.

Em meio a este cenário de incertezas e de anseios por mudanças, compreender a organização do sistema monetário internacional representa um avanço relevante, uma vez que sua importância ultrapassa as relações puramente econômicas, abarcando também aspectos políticos e sociais na ordem internacional. Da mesma forma, a reflexão sobre sua possível reorganização, passando pela busca de uma maior igualdade, cooperação e estabilidade nas relações monetárias internacionais, tornam-se cruciais.

Este livro procura contribuir para o entendimento acerca da estrutura e das transformações do sistema monetário contemporâneo, principalmente após a eclosão da crise internacional, somando elementos para se pensar na conformação

de uma ordem monetária mais estável e menos injusta, voltada aos objetivos de desenvolvimento econômico global, sobretudo dos países menos desenvolvidos. Um sistema monetário internacional menos instável e assimétrico facilita a inserção externa dos países em desenvolvimento, possibilitando, simultaneamente, a expansão do comércio e dos investimentos globais.

Boa leitura.

Marcelo Côrtes Neri
Presidente do Ipea

PREFÁCIO

Na introdução do euro, poucos economistas – europeus ou não – alertaram para as dificuldades da construção de um espaço monetário comum na ausência de um pacto federativo e da criação de um sistema de transferências fiscais. Desde os mercantilistas até os fundadores da moderna economia política, os sistemas monetários se desenvolveram entre as duas dimensões incontornáveis da vida econômica moderna: *i*) a universalização mercantil, que impõe o dinheiro como forma abstrata do valor e da riqueza; e *ii*) o âmbito jurídico-político, em que se abrigam a cidadania e seus direitos definidos pela soberania dos Estados Nacionais. A concomitância entre a expansão do mercado e a soberania dos Estados Nacionais acentua as contradições entre o poder do princípio – o exercício do poder fiscal e monetário em seu território – e as exigências mercantis e capitalistas de uma ordem econômica dominada pela produção de riqueza abstrata.

A partir de 2009, as fragilidades da arquitetura do euro foram sendo paulatinamente expostas. Muitos analistas passaram a diagnosticar a “doença congênita” do euro. É desvairado definir um espaço monetário comum sem o apoio de um arranjo jurídico-político capaz de prover o fundamento fiscal para a gestão de uma moeda fiduciária. Desta vez, parece prudente prestar atenção no que os mercados “dizem”: não é possível prosseguir na moeda única sem que o devedor soberano – e, por conseguinte, o emprestador de última instância – esteja plenamente unificado e atuante.

Em artigo publicado no *Financial times*, em 29 de setembro de 2011, George Soros recomendou que as autoridades se entendessem a respeito da criação do Tesouro comum. Enquanto o acordo não fosse celebrado, três providências deveriam ser tomadas: *i*) os bancos seriam colocados sob a direção do Banco Central Europeu (BCE) em troca de garantias temporárias e permanente capitalização; *ii*) o BCE obrigaria os bancos a manter as linhas de crédito e os empréstimos; e *iii*) o BCE permitiria o refinanciamento temporário a baixo custo de países como Espanha e Itália. “As medidas acalmariam os mercados e dariam tempo para a Europa desenvolver uma estratégia de crescimento, sem a qual o problema da dívida não pode ser resolvido” (Soros, 2011, tradução nossa),¹ concluiu.

Estas soluções têm se revelado mais fáceis de sugerir que de implementar, como sempre, dada a ausência de consenso e a fragmentação da solidariedade intraeuropeia. A crise do euro prossegue. As manchetes oscilam: dia sim,

1. No original: “These steps would calm markets and give Europe time to develop a growth strategy, without which the debt problem cannot be solved.”

o júbilo dos mercados são embalados por um otimismo postiço, dia não, os jubilosos de ontem mergulham os espíritos no pessimismo angustiante. Entre um dia e outro, as lideranças europeias ameaçam soluções e criam dificuldades. Neste ritmo fastidioso, os povos estão cada vez mais aturdidos e inseguros diante das ameaças que, mais que a estabilidade do euro, rondam suas vidas e seus destinos.

Os considerados *experts* no assunto entregam-se a digressões peregrinas sobre as origens da crise. Os conservadores e os sabichões do mundo das finanças acusam os governos e consumidores entupidos de dívidas de irresponsabilidade. Tampouco esquecem os diferenciais de competitividade entre os países. Mas os diferenciais de competitividade não surgiram da noite para o dia. Estavam presentes no momento de criação da moeda única.

Os acusadores, em suas invectivas, descuidam das aratacas armadas para os periféricos na criação de uma moeda única. A introdução do euro concedeu aos periféricos – agora submetidos ao mau humor dos mercados financeiros – as vantagens da emissão de dívidas na moeda comum. Esta prerrogativa até a eclosão da crise garantiu aos países mais frágeis *spreads* bastante razoáveis sobre as taxas de juros pagas pelos títulos do governo alemão. Vale dizer, na aurora do euro, a criação de um mercado de capitais comum permitiu não só a convergência das taxas de juros entre os países, mas também criou novos segmentos e produtos financeiros. Antes do euro, era impossível, na Espanha, a obtenção de empréstimos de vinte anos com taxa fixa. Depois da introdução da moeda única, os espanhóis foram agraciados com uma oferta de crédito em rápida expansão e a taxas e prazos convidativos. Estas condições impulsionaram o mercado imobiliário e sopraram a bolha que gerou a euforia da “década dourada”.

Não há devedores sem credores. São bastante consistentes e insistentes os sinais de que, na era da desregulamentação financeira, a prodigalidade dos devedores-gastadores encontrou assanhada cupidez por parte dos credores-provedores de empréstimos. Em linguagem corrente: os bancos alemães, franceses, holandeses, suecos não perderam tempo e cuidaram de financiar generosamente as famílias gastadoras e os governos “imprudentes”.

Precisa ficar claro, portanto, que, no olho da tormenta, estão as relações entre os países vencedores – Alemanha, Holanda, Finlândia, Áustria – e os demais membros da comunidade comercial e monetária. Já antes da introdução do euro, era notória a superioridade da indústria manufatureira alemã (e da Holanda, centro mercantil-financeiro do gás russo e das *tradings* de *commodities* agrícolas, dado o porto de Roterdã) e de sua capacidade exportadora diante de seus sócios-competidores europeus. Ao longo da primeira década do terceiro milênio, a forte economia alemã ganhou nova musculatura com a adoção da moeda única e

seus benefícios. A redução dos custos de transação propiciados pela moeda comum juntou-se, sob a égide das instituições da economia social de mercado, às políticas de competitividade fiscal e salarial para impulsionar uma nova rodada de eficiência. Contudo, não se pode ignorar: na marcha vitoriosa das divisões industriais germânicas, o apetite de seus bancos pela dívida dos consumidores e governos dos PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha) precipitou bolhas de consumo; déficits crescentes em conta-corrente; e por último, mas não menos importante, o agravamento da situação fiscal.

Entre 1996 e 2008, as exportações em volume da Alemanha cresceram a uma velocidade duas vezes maior que as vendas externas dos parceiros europeus. No mesmo período, o superávit comercial da Alemanha com os “sócios” da Europa passou de € 20 bilhões para € 100 bilhões por ano. A outra face deste movimento de ganhos expressivos nas transações intraeuropeias é a manutenção, em nível elevado, do emprego na indústria manufatureira, mesmo diante do deslocamento de muitas fábricas para os países do Leste Europeu e da escalada chinesa. A Alemanha sustentou 20% do emprego total na manufatura, enquanto os demais países da zona do euro estão abaixo dos 16% e caindo. Nestas regiões, a perda de partes do mercado para as exportações alemãs levou ao “inchaço” do emprego de baixa produtividade e pouco exigentes no que diz respeito à qualificação da mão de obra. Isto, nos perdedores europeus, tem produzido conflitos entre as aspirações do cidadão “sobre-educado” e as oportunidades de emprego que lhe são oferecidas.

Simpatizo com os que se debruçam sobre as inconveniências da constituição de um espaço monetário comum desarmado das condições políticas que pudessem assegurar não só a unificação do espaço fiscal como a execução de políticas comuns de reequilíbrio industrial. Há um grão de verdade nestas lamentações. Elas dão conta de questões importantes, mas, em geral, ignoram que estes aspectos são apenas formas de manifestação de um processo mais profundo de *reprodução de desequilíbrios e assimetrias no interior da Eurolândia*. Não é possível a convivência entre um espaço monetário comum e a manutenção da concorrência psicopata entre as regiões.

Os alemães e outros vencedores da moeda única prosseguem na estratégia de apertar os vizinhos. Procuram impor aos países da área um pacto de competitividade, na verdade, uma nova tentativa de empurrar goela abaixo dos ditos periféricos reduções de salários, cortes de benefícios e demissões no setor público. O economista Wolfgang Munchau escreveu em sua coluna no *Financial Times* que os alemães cultivam uma narrativa conveniente sobre a crise europeia. Para eles, a explicação é simples: irresponsabilidade fiscal e falta de competitividade. “Se há uma crise, ela é fiscal e a resposta é a austeridade.”

A comunidade de negócios e os círculos acadêmicos alemães entraram em forte convergência a respeito das políticas a serem adotadas para enfrentar a crise dos vizinhos. A eles juntaram-se o Bundesbank (banco central) e o Bundestag (Parlamento) para rejeitar categoricamente a emissão de títulos europeus e sua aquisição pelo European Stability Mechanism (ESM). Wolfgang Munchau, assim como outros analistas, entendem que o ESM poderia converter-se em uma agência europeia de reestruturação de dívidas, “a contraparte financeira da união econômica”. Os alemães respondem de forma monocórdia. Insistem na necessidade de ajustes, que supostamente vão aproximar os países em dificuldades, do padrão de competitividade germânico.

A DIMENSÃO FINANCEIRA DA CRISE

O desenvolvimento da crise demonstra, ainda, que a eficácia dos instrumentos de “intervenção” do Estado, leia-se, a carga tributária, os níveis de gasto e de endividamento do governo, estão submetidos à preservação do poder privado de acumular riqueza social. A “confiança” dos controladores privados do crédito é decisiva para conferir força e legitimidade à política fiscal e de endividamento público. Se o desequilíbrio fiscal e o crescimento do débito público na composição dos patrimônios privados tornarem-se, na visão dos mercados, fenômenos profundos e duradouros, a desconfiança dos possuidores de riqueza se desloca das desgraças da finança privada para a situação financeira do Estado. Neste momento, os senhores do universo, salvos pela vigorosa intervenção do Estado, consideram insustentáveis a trajetória das dívidas privadas e públicas, passivos que criaram generosamente na etapa da euforia inconsequente. O estoque de liquidez injetada nas reservas bancárias para adquirir a massa de ativos privados podres se recusa a produzir os novos fluxos de crédito para governos, empresas e famílias. J. M. Keynes chamou isso de “armadilha da liquidez”, o predomínio absoluto do estoque de riqueza monetária e abstrata sobre o impulso a produzir novo valor, criando renda e emprego.

Relatório do Economic European Advisory Group (EEAG) procurou demonstrar que a convergência das taxas de juro e das demais condições de crédito determinou um forte afluxo de capitais para os países da dita periferia europeia, superaquecendo suas economias. Na esteira da unificação monetária, “a competição entre os bancos alemães, franceses, suecos, austríacos e ingleses promoveu um impressionante ‘movimento de capitais’ intraeuropeu”. A maioria dos ditos PIIGS caiu na farra do endividamento privado, facilitado, entre outras coisas, pela redução dos *spreads* entre os títulos alemães, o *benchmark*, e os custos incorridos na colocação de papéis públicos e privados dos países, cujas moedas, se existissem, não proporcionariam tal facilidade.

Como sugerido, nesse movimento de capitais, tiveram papel relevante os empréstimos dos bancos dos países vencedores às instituições financeiras espanholas, gregas, portuguesas e irlandesas. Em todos estes países, o superaquecimento da economia produziu taxas de inflação muito superiores àquelas observadas nos vencedores. Daí a valorização relativa do “euro” espanhol, grego e português, o que resultou em déficits elevados de balanço de pagamentos. Na área fiscal, à exceção da Grécia, a maioria dos países de economia “menos competitiva” apresentava superávits ou déficits aceitáveis. Até 2007, os resultados fiscais eram superavitários na Espanha e Irlanda, fruto do superaquecimento de economias embaladas pela explosão do gasto privado. Nos demais, os déficits mantiveram-se dentro dos critérios do Tratado de Maastricht (1992), que definiram como limite déficits de 3% do produto interno bruto (PIB).

Posteriormente, houve uma violenta reversão da situação fiscal em países como Espanha e Irlanda, que absorveram com maior intensidade o fluxo de capitais e ingressaram em uma trajetória de riscos crescentes. Isto vale tanto para suas instituições financeiras nacionais, como as Cajas espanholas, quanto para as famílias envolvidas no movimento de valorização de ativos imobiliários e na aceleração dos gastos de consumo. França e Holanda são exemplos de reação à crise produzida pela operação dos chamados “estabilizadores automáticos”: a queda das receitas, induzida pela recessão, é acompanhada de um aumento das despesas com os programas de proteção social, como o seguro-desemprego.

Nos meios financeiros europeus, todos sabem que os testes de estresse realizados pelos bancos centrais foram *pro forma*. Nesta matéria, o celebrado Bundesbank preferiu esconder a exibir as feridas dos bancos públicos alemães e, muito provavelmente, escolheu encobrir também as escaras produzidas nos bancos privados, que se enfiaram de corpo e alma na farra de empréstimos intraeuropeus.

Enfim, na Europa do euro 2012, os mercados de dívida soberana transferem a turbulência para os bancos. Depois dos gregos, foi a vez dos espanhóis. Os italianos atemorizaram-se. Quanto aos franceses e alemães, financiadores dos irmãos periféricos, é questão de tempo. A crise financeira europeia chega ao seu estágio supremo.

Tudo começou quando os sopradores da bolha imobiliária perderam o fôlego em 2008, em função da queda dos preços dos imóveis e da desvalorização dos ativos financeiros originados e distribuídos a partir dos pacotes de créditos hipotecários. Na posteridade do colapso, escancarou-se um estoque de endividamento “excessivo” das famílias gastadoras e das instituições financeiras montadas em estruturas “alavancadas”.

No caso das famílias espanholas, por exemplo, o peso da dívida tornou-se insustentável, quer calculado em relação aos fluxos esperados de rendimentos, quer comparado ao valor cadente das residências. Por um lado, o avanço do desemprego

anunciava a queda da renda dos devedores e, portanto, o aumento da inadimplência. Por outro, o patrimônio das famílias (o preço das casas) caía drasticamente.

A dívida dos governos aumentou, cevada pela queda das receitas, pela ampliação automática das despesas e pelo socorro aos bancos moribundos. Aliviadas da carga de ativos podres do setor privado – graças à ação dos bancos centrais –, as instituições financeiras, em um primeiro momento, acolheram mais dívida soberana em seus balanços. Logo depois partiram para a desalavancagem agressiva: trataram de acumular reservas excedentes e de evitar novos empréstimos aos privados, até mesmo às suas congêneres.

As famílias com patrimônio negativo e as empresas sobrecarregadas de capacidade correram para os confortos da liquidez e do reequilíbrio patrimonial. Os países e as regiões se engalfinharam: uns para reverter os déficits externos, outros para manter seus superávits. Os governos – os europeus germanizados e os americanos atormentados pelas tolices republicanas – adotam políticas de austeridade fiscal.

A essa gente e a seus acólitos no resto do mundo não ocorre pensar que tais decisões são “racionais” do ponto de vista microeconômico e virtuosas sob a ótica da gestão das finanças domésticas, mas perversas para o conjunto da economia. Se todos pretendem cortar gastos, realizar superávits e tornarem-se líquidos ao mesmo tempo, o resultado só pode ser a queda da renda, do emprego e o crescimento do peso das dívidas, cujo valor está fixado em termos nominais. É o paradoxo da desalavancagem, também conhecido como o inferno das boas intenções, cujas chamas crepitam no conhecido, mas sempre descuidado território das falácias de composição. Se bem interpretadas, as falácias poderiam nos aconselhar a discernir os fundamentos macroeconômicos da microeconomia.

A NATUREZA ESTRUTURAL DA CRISE

J. M. Keynes escreveu a *Teoria geral* para explicar um momento de “ruptura de expectativas” – a Grande Depressão – e não a ocorrência de simples flutuações cíclicas da economia capitalista. Nas flutuações cíclicas, a contração do investimento e do consumo deprime a acumulação interna das empresas e a renda das famílias, suscitando problemas de endividamento e risco que podem ser resolvidos com mudanças suaves na política monetária e na velocidade e intensidade do gasto público.

Nas crises, ocorre o colapso dos critérios de avaliação da riqueza que vinham prevalecendo. As expectativas de longo prazo capitulam diante da incerteza e não é mais possível especificar os ativos. Os métodos habituais que permitem avaliar a relação risco-rendimento dos ativos sucumbem diante do medo do futuro. A obscuridade total paralisa as decisões e nega os novos fluxos de gasto.

Na perspectiva keynesiana, a estabilização do investimento e a regulação da finanças – com o propósito de impedir as crises deflacionárias e a queda abrupta da renda e do emprego – deveriam estar inscritas de forma permanente nas políticas do Estado. Disse J. M. Keynes, em uma resposta irada a James Meade: “Você acentua demais a cura e muito pouco a prevenção. A flutuação de curto prazo no volume de gastos em obras públicas é uma forma grosseira de cura, provavelmente destinada ao insucesso”.

A geração de déficits monumentais e as políticas exasperadas de liquidez são “formas grosseiras” e danosas de sustentação do lucro macroeconômico e de proteção dos portfólios privados. Mas, diante da fuga desatinada para a liquidez e para a segurança, tornam-se inevitáveis o desequilíbrio fiscal, a ampliação do espectro de ativos privados a serem absorvidos pelo balanço do banco central e o crescimento do débito público na composição dos patrimônios privados.

Todavia, os meios de comunicação insistem em batizar o calvário da Eurolândia de “crise das dívidas soberanas”. Não custa repetir aqui: esta qualificação é tão falsa quanto uma nota de € 15. Depois da introdução da moeda única, a competição entre os bancos – alemães, franceses, suecos, austríacos, ingleses – promoveu um caudaloso “movimento de capitais” que fluía do centro para a periferia da Europa. Eliminado o risco cambial pela adoção da mesma moeda por gregos e troianos, despencaram os *spreads* entre os títulos alemães e os custos incorridos na colocação de papéis públicos e privados dos países da chamada periferia. Não é preciso explicar ao leitor que a queda dos juros e a ampliação dos prazos deflagraram uma orgia de endividamento privado na Espanha, Irlanda, Portugal e quejandos. Estes países viveram a euforia das bolhas imobiliárias e as delícias do consumo das famílias “enriquecidas” com a valorização das casas.

Fecundada nas entradas da desregulamentação e legitimada pelas patranhas acadêmicas dos mercados eficientes, a organização da finança contemporânea gerou uma bateria de incentivos perversos. No rol de suas proezas estão a alavancagem abusiva, a obsessão pelo volume, a concorrência sem peias e as remunerações generosas para os executivos e assemelhados.

A crise europeia é uma aula sobre a privatização dos ganhos e socialização das perdas. Diante do colapso dos preços dos ativos, os bancos centrais foram compelidos a tomar medidas de provimento de liquidez e de capitalização dos bancos encalacrados em créditos irrecuperáveis. Para curar a ressaca imobiliária, os governos engoliram o estoque de dívida privada e expeliram uma montanha de títulos públicos, que hoje infestam as carteiras dos bancos e dos investidores institucionais. *A crise dos governos é a crise dos bancos. A crise dos bancos é a crise de crédito. A crise de crédito é a crise do gasto. E a crise do gasto é a crise da renda e do emprego.*

Como mostrou Michel Aglietta, nesse ambiente baixista os mercados de seguro de crédito se “autonomizam”: os preços dos Credit Default Swaps (CDS) deixam simplesmente de aferir o risco de crédito – a probabilidade de inadimplemento – e se “descolam” das dívidas que os originaram. Tornam-se virulentamente especulativos e invertem as relações de determinação: em vez de refletir o risco de crédito, passam a causar a elevação do risco. Os detentores de CDS apostam na derrocada das dívidas. Nessa cavalgada dos valquírios, os riscos de *default* soberano e de falências bancárias na periferia (ou, o que dá na mesma, de saída do euro) aumentam significativamente. Assustados, os investidores cobram juros cada vez mais elevados para rolar os compromissos vincendos ou para absorver dívida nova de bancos e governos. A confiança entra em colapso e o espectro da recessão prolongada assola a Europa. O crédito seca. Cúmplices do desastre das hipotecas *subprime*, as agências de classificação de risco distribuem suas notas de reprevação aos bancos europeus e às dívidas soberanas.

Diante dos riscos de o país abandonar o euro, os capitais escapam da Grécia. Assustados com o possível retorno do dracma e no afã de proteger o valor de suas reservas líquidas e de seu patrimônio, os investidores – cidadãos e empresas – sacam dos bancos locais os depósitos e transferem as aplicações ainda denominadas na moeda única.

Na maioria dos casos, o recurso deságua para a Alemanha; então, o dinheiro dos gregos dá impulso à valorização dos títulos alemães – os *bunds* – e engorda os depósitos dos bancos. Em 2011, o balanço de capitais da Grécia fechou o ano com saldo negativo de € 35,4 bilhões. Os bancos gregos, sôfregos de liquidez, buscam amparo na ajuda financeira do BCE, que não parece disposto a dar mais fôlego para os trôpegos. O argumento é o de sempre: em uma situação de desconfiança sem remissão, o salva-vidas vai funcionar como salvo-conduto para a fuga de capitais. Por isso, radicaliza-se o debate sobre a conveniência de se permanecer na moeda única ou escapar da “prisão” que, na opinião de muitos, impede a “liberdade” das desvalorizações cambiais.

A Grécia vive os tormentos de uma crise terminal. A crueldade que atormenta há cinco anos os assalariados dos setores privado e público, submetidos à tirania de uma austeridade que só agravou o problema, ameaça agora se transmutar em uma colossal desvalorização da riqueza. A evolução da crise demonstra seu caráter impessoal: as tentativas individuais de proteção e a “fuga para qualidade” jogam o jogo da destruição da riqueza coletiva.

A CRISE RECORRENTE

O truque de salvar os bancos e evitar a reestruturação das dívidas soberanas não vai dar certo. Em vez disso, vai prolongar a agonia de espanhóis, italianos, portugueses e irlandeses açoitados pela recessão em marcha forçada e pelo desemprego em alta. Em estado de perplexidade, o cidadão medianamente informado tem o direito de

indagar se a recessão e o desemprego não vão jogar mais devedores sem renda e sem trabalho na lista vermelha dos inadimplentes, aumentando o percentual de ativos podres na carteira dos bancos.

O presidente francês François Hollande proclamou a necessidade de uma ação monetária e fiscal construída em torno dos objetivos comuns que inspiraram a formação da União Europeia. Os apelos e advertências morreram na rejeição peremptória da senhora Angela Merkel ao programa de “coletivização” da dívida (a substituição dos títulos soberanos de cada país por um título garantido por todos os governos). Como sugerido, a recusa alemã nasce de uma convicção pelo menos duvidosa: a Alemanha é a âncora do euro e não pode sancionar as imprudências dos gastadores. Com esta visão, os alemães vão lançar a Eurolândia e, provavelmente, o planeta em uma crise sem fim. Nada mais parecido com a marcha da insensatez.

É provável que a crise não atingisse tais culminâncias se as autoridades europeias tivessem admitido *a inevitabilidade de uma reestruturação ordenada da dívida e do controle público do sistema bancário*. Teriam, assim, mitigado as agruras da recessão e bloqueado o avanço contagioso da crise financeira. Trata-se de um caso de psiquiatria política: a opção mesquinha por fazer pouco e devagar – *too little, too late* – transformou-se em uma reação avassaladora do tipo *too much forever*.

Portanto, parece que a definição dos rumos da economia do Velho Mundo continuará a depender das tergiversações e declarações contraditórias das lideranças europeias a respeito das medidas destinadas a estancar a sangria de desconfiança que afeta os mercados financeiros. Há quem reitere a austeridade generalizada como forma de infundir confiança ao setor privado, porquanto as expectativas de longo prazo estão deprimidas diante dos sinais negativos emitidos pelo estado “calamitoso” das finanças dos governos.

Sendo assim, dizem eles, as projeções do setor privado – empresas e famílias – a respeito da evolução do déficit fiscal e do crescimento da dívida pública acentuam as antecipações pessimistas e não conseguem promover o crescimento da produção e do emprego. Trata-se de uma hipótese heroica sobre os “efeitos dinamizadores da austeridade fiscal” que sustenta a irrelevância dos multiplicadores de renda e emprego gerados pela elevação do gasto público. Armados da suposição de que os privados não se deixam tapear pelas manobras do governo, os partidários da austeridade virtuosa sustentam que os indivíduos racionais e espertos antecipam um aumento de impostos no futuro e, cautelosos, pouparam o dinheiro desperdiçado pelos burocratas.

Os advogados da austeridade generalizada acreditam, portanto, que, mesmo em uma situação recessiva ou de crescimento frouxo, a elevação do gasto público “expulsa” o gasto privado, promovendo o que os economistas chamam de *crowding out*. Assim, o reequilíbrio das contas públicas, ainda em uma conjuntura recessiva, infunde confiança e, ao mesmo tempo, libera recursos do setor privado.

Na contramão do pensamento purificador, os keynesianos temem as possibilidades de um duplo mergulho recessivo na Eurolândia, com efeitos desagradáveis na economia global. Ainda que esta trajetória indesejável não se realize, as perspectivas mais otimistas são de baixo crescimento para os próximos anos. Não é difícil imaginar, argumentam, que as políticas de redução do dispêndio e aumento de impostos resultem, ironicamente, na ampliação dos déficits, caso o gasto privado em consumo e investimento não responda à hipótese heroica e improvável dos conservadores a respeito do *crowding out*.

Por isso, multiplicam-se as manifestações populares contra os programas de austeridade. Submetido aos rigores do ajustamento, depois de um período de euforia promovido pelo crédito fácil, gregos, espanhóis, portugueses e até mesmo os ingleses resistem aos ditames do arrocho econômico. O rol de padecimentos inclui a redução de salários, corte dos benefícios sociais, aumento de impostos, desemprego em alta. Desconfiam os renitentes que, aplicado no organismo de uma economia balbuciante, este paliativo poderá deprimir ainda mais o consumo e o investimento privado, contrariando a “reversão de expectativas” almejada pelos que advogam os programas de austeridade fiscal generalizada. Em uma situação de desemprego elevado e capacidade ociosa idem, recusam-se a acreditar nas relações virtuosas entre austeridade fiscal e “recuperação da confiança”.

Surpreendidos pelos efeitos adversos de seus clamores na alma popular, os investidores elevam o prêmio exigido para absorver os papéis de dívida, sejam soberanos, sejam privados. Salvos pela vigorosa intervenção das agências do Estado encarregadas da gestão da moeda, do crédito e das finanças públicas, os senhores da banca cuidaram de transmutar a garantia pública em poder privado. Arguem, como sempre, as razões indisputáveis da ciência econômica – e quiçá os princípios universais da moral e dos bons costumes – para exigir um ajuste fiscal sem precedentes na economia da Eurolândia. Até quando?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo
Professor titular do Instituto de Economia
da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP)

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. The European vortex. **New left review**, n. 75, May-June, 2012.
- EEAG – European Economic Advisory Group. A new crisis mechanism for the euro area. **The EEAG report on the European Economy**. Munich: CESifo, 2011, p. 71-96. Disponível em: <<http://goo.gl/Dg9LO>>.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, coleção Os Economistas, 1985.

INTRODUÇÃO

Os fenômenos monetários não deixam ninguém indiferente. Eles intrigam e inquietam todo mundo. Por um lado, a moeda é cercada de tal aura de mistério que sua manipulação e seu estudo parecem, para o leigo, atividades esotéricas, domínios fora do alcance de sua compreensão. Por outro lado, a moeda é a realidade social que penetra mais intimamente na vida privada de cada um, que dilacera as amizades mais sólidas, que desintegra as resoluções morais mais aguerridas. Diante da face enigmática da moeda, os economistas e os políticos não estão em posição mais vantajosa do que o homem comum (Aglietta e Orléan, 1990, p. 25).

A crise financeira internacional iniciada em 2008 exacerbou o caráter desigual, instável e volátil de uma ordem monetária e financeira internacional sujeita aos ditames da política econômica americana. Em meio a uma forte desvalorização dos ativos e do dólar, o tema da reforma do sistema monetário internacional recobrou fôlego e os questionamentos concernentes à centralidade da moeda americana na economia global ressurgiram com força. Discutiu-se a capacidade de os Estados Unidos fornecerem ativos financeiros de alta qualidade. Pairou uma nuvem de pessimismo no que diz respeito à condição do dólar enquanto reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta (Eichengreen, 2011).

Somadas à crise, mudanças na economia internacional, como a expansão da China e a proeminência de outros países emergentes – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, por exemplo, compondo o grupo BRICS e o grupo Ibas – também fizeram repensar o predomínio da moeda americana globalmente. Com a percepção do surgimento de uma economia cada vez mais multipolar, deduziu-se que o dólar, da mesma maneira, deveria compartilhar seu papel central com outras moedas na ordem monetária. Dessa maneira, foram apontadas as possibilidades de outras moedas compartilharem com o dólar o papel de moeda-reserva internacional. Entre as mais destacadas estavam o euro, o renminbi e os Direitos Especiais de Saque – moeda emitida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

Todavia, o desenrolar da crise foi revelando também a força da moeda americana nas transações mundiais, persistindo as assimetrias na ordem monetária e financeira internacional, bem como os desequilíbrios globais. Neste cenário de instabilidade e de acirramento da concorrência interestatal – poder econômico e financeiro, tecnológico, militar e diplomático –, este livro visa contribuir para a reflexão sobre o sistema monetário-financeiro internacional, principalmente após a eclosão da crise, mas também sobre sua história.

Para tal, este livro está composto por oito capítulos. Inicialmente, em *O sistema monetário internacional e seu caráter hierarquizado*, Bruno Martarello De Conti, Daniela Magalhães Prates e Dominique Plihon discorrem a respeito da hierarquia das diversas moedas nacionais existentes no sistema monetário internacional. Nesse sentido, são destacados os *status* diferenciados que as moedas apresentam no plano internacional, dado o fato de algumas delas exercerem as funções clássicas da moeda enquanto outras não. Também são ressaltados os elementos que motivam a utilização no plano internacional de determinadas moedas. Os autores ainda observam o papel central do dólar na ordem monetária global com o fim do Acordo de Bretton Woods, considerando o caráter dinâmico e ao mesmo tempo inercial do atual sistema monetário internacional.

No capítulo 2, Benjamin J. Cohen, em *Um paraíso perdido? o euro pós-crise*, analisa as perspectivas do euro enquanto moeda internacional após a crise financeira global. Em um primeiro momento, o autor apresenta um breve histórico do euro até os dias atuais, para posteriormente apontar suas deficiências estruturais reafirmadas com a crise. A despeito de suas falhas intrínsecas, a moeda conjunta não deixará de existir, dado o imenso compromisso político que ampara sua permanência. Todavia, de acordo com Cohen, as conquistas do euro, enquanto moeda internacional, têm ficado muito aquém do que se espera e a moeda única está destinada a ocupar um distante segundo lugar em relação ao dólar no sistema monetário internacional em um futuro previsível.

A seguir, no capítulo 3, *A democracia na zona do euro em tempos de crise*, Aline Regina Alves Martins debate sobre a recente crise econômica e financeira na zona do euro e suas consequências para a prática democrática na região. A autora destaca como as políticas de austeridade impostas pela *troika* – FMI, Comissão Europeia e Banco Central Europeu – para combater a crise desconsideraram a democracia, não somente em seus aspectos puramente políticos, mas em seu caráter mais amplo, cada vez mais vinculado ao bem-estar e à dignidade humana. Dessa forma, a crise ressalta e acentua os problemas estruturais relacionados à prática democrática em decorrência da complexidade do processo de integração da União Europeia.

No capítulo 4, Roberto Frenkel, em *Lições de uma análise comparativa das crises financeiras*, procura comparar as crises das economias de mercados emergentes com as das economias da zona do euro, apontando suas similaridades e diferenças. Dessa forma, Frenkel busca lições sobre como prevenir a ocorrência de novas crises apontando, por exemplo, a necessidade de se reforçar e estender a regulamentação financeira. Em especial, o autor discorre sobre a crise argentina de 2001, na qual sua resolução envolveu uma grande desvalorização e o resgate e reestruturação do sistema financeiro nacional,

com condições favoráveis para o refinanciamento de dívidas privadas nacionais. Para ele, o caso argentino é particularmente interessante para aqueles que procuram lições sobre resoluções de crise.

No capítulo 5, *Propostas de reforma do sistema monetário internacional*, Luiz Afonso Simoens da Silva discute três alternativas para a reforma do sistema monetário internacional contemporâneo, a saber: a inercial, na qual não se defende mudanças significativas na essência do sistema monetário global centrado no dólar; a utópica, proposta de reforma que busca uma transformação profunda no sistema com a criação de uma moeda de reserva emitida por um banco central global; e a evolutiva, em que se visa o fortalecimento do papel dos Direitos Especiais de Saque com a finalidade de se estabelecer um sistema de reserva global mais estável e equitativo. Para o autor, a definição e a implementação de um padrão monetário possui alto grau de complexidade, demonstrando que a moeda representa não somente poder econômico, mas também político e militar.

No capítulo 6, Luiz Afonso Simoens da Silva contribui novamente com o texto *O desenvolvimento de zonas monetárias regionais*. Neste, é apresentada a evolução de zonas econômicas regionais e o que o Brasil pode aprender com estas experiências com o intuito de avançar na criação de uma zona monetária regional e tornar o real uma moeda internacional. O autor analisa o caso da zona do euro, demonstrando sua estrutura, suas contradições e as possibilidades do euro se consolidar como moeda-reserva internacional. Também avalia a Ásia, mais especificamente a China, e seus avanços monetários e financeiros a fim de transformar o renminbi em moeda conversível em meio a sua estratégia de internacionalização administrada.

No capítulo 7, denominado *O papel do dólar e do renminbi no sistema monetário internacional*, Marcos Antonio Macedo Cintra e Aline Regina Alves Martins discorrem sobre os regimes monetários liderados pela moeda americana e, em seguida, analisam as políticas chinesas de internacionalização controlada de sua moeda. Mostram que o processo de internacionalização do renminbi enfrenta constrangimentos de grande monta, dada a natureza e os desafios do processo de desenvolvimento do país. Por um lado, a China apreende o papel crescente de sua estrutura produtiva e de seu poder econômico e procura fomentar o uso de sua moeda em âmbito internacional, replicando a experiência do euromercado – mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong – e, com isso, diminuir gradualmente sua dependência em relação ao dólar. Por outro lado, a inserção internacional (e regional) de sua economia ocorreu na órbita do dólar, isto é, foi fruto da globalização produtiva e financeira regida pelos Estados Unidos, e seu modelo de desenvolvimento, com elevada autonomia da política monetária, creditícia e cambial, requer a manutenção de sua moeda e de seu sistema bancário com atuação predominantemente doméstica, operando em condições muito especiais. Assim, o modelo de desenvolvimento chinês condiciona o renminbi, pelo menos por ora, a desempenhar, no máximo, um papel de moeda-reserva regional.

No capítulo 8, *Além da teoria da estabilidade hegemônica*, José Gilberto Scandiucci Filho propõe debater a respeito das sofisticações que seriam necessárias à teoria da estabilidade hegemônica com o intuito de compreender eficazmente o sistema monetário internacional no período do padrão dólar-ouro. Para isto, o autor utiliza os trabalhos da escola gramsciana de relações internacionais, especialmente os de Robert Cox. Para a teoria da estabilidade hegemônica, um país dominante precisa existir para garantir a estabilidade nas relações internacionais, incluindo nas relações monetárias. Contudo, Scandiucci Filho defende que a necessidade de uma hegemonia no plano internacional para garantir a estabilidade sistêmica é duvidosa e que a relação entre hegemonia e estabilidade da ordem econômica é muito mais complexa do que apresenta a teoria da estabilidade hegemônica.

Marcos Antonio Macedo Cintra
Aline Regina Alves Martins

Organizadores

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. **A violência da moeda.** São Paulo: Editora Brasiliense, 1990.
- EICHENGREEN, B. **Privilégio exorbitante:** a ascensão e queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

CAPÍTULO 1

O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E SEU CARÁTER HIERARQUIZADO

Bruno Martarello De Conti*
Daniela Magalhães Prates**
Dominique Plihon***

1 INTRODUÇÃO

De acordo com a análise de Aglietta (1986), a economia mundial nunca teve uma moeda internacional, entendida pelo autor como uma moeda emitida e gerida por uma instituição supranacional, para ser utilizada em âmbito global. Mas, ainda que não se possa falar propriamente de uma moeda internacional, os intercâmbios globais estão associados ao uso internacional de certas moedas nacionais. Entretanto, se todas as moedas fossem utilizadas no cenário global, a situação seria caótica e ineficaz, já que “a moeda tem a natureza de um bem coletivo e sua utilidade aumenta com o incremento do número de pessoas que a utilizam” (De Grauwe, 1999). Se todos os países exigissem o uso de sua própria moeda para os intercâmbios internacionais, haveria, evidentemente, uma incompatibilidade. Assim, da mesma maneira que uma moeda facilita as trocas em âmbito nacional, no plano mundial, a escolha de uma (ou algumas) moeda(s) de referência foi essencial para o desenvolvimento dos intercâmbios globais. Segundo Krugman (1991, p. 165), “a atividade econômica internacional, assim como a atividade doméstica, requer o uso da moeda, e as mesmas forças que conduzem à convergência em uma única moeda doméstica conduzem o mundo a convergir em um número limitado de moedas internacionais”.¹ Portanto, se, de um lado, os intercâmbios internacionais poderiam engendrar um espaço monetário internacional fracionado, já que as diversas moedas nacionais tendem a adquirir um uso internacional,

* Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). O autor agradece à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP) e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) pelas bolsas de estudo que permitiram a elaboração da tese de doutoramento de onde deriva este capítulo.

** Professora do Instituto de Economia da UNICAMP.

*** Professor do Centre d’Économie de l’Université Paris-Nord (Université Paris 13).

1. Na realidade, essas “forças que conduzem à convergência em uma única moeda” não são exatamente as mesmas em âmbito interno ou externo, como se verá ao longo do capítulo. A principal diferença é que, no âmbito doméstico, o Estado possui o monopólio legítimo da força física e a prerrogativa de imposição de sua moeda de emissão, enquanto, na esfera internacional, isto não ocorre. De qualquer forma, o ponto destacado pela citação de Krugman (1991) é o fato de que as externalidades positivas geradas pelo uso de uma única moeda são verificadas também em âmbito internacional.

nota-se, por outro lado, que esta tendência é superada por outra força maior (de ordem política e econômica), que determina que somente algumas moedas sejam utilizadas em âmbito internacional (Aglietta, 1979). Ao fim, erige-se uma estrutura hierarquizada entre elas, visto que não desempenham o mesmo papel no cenário mundial.

Algumas moedas, portanto, ainda que emitidas com o propósito precípuo de serem utilizadas no interior de um determinado país, transpõem as fronteiras nacionais e adquirem uso internacional. Esta utilização das moedas no plano internacional (e, consequentemente, as transações monetárias em âmbito supranacional) é pautada pelo conjunto de regras que determina o modo de funcionamento do sistema monetário internacional, a saber, os regimes cambiais vigentes, a infraestrutura concernente (sobretudo os mercados cambiais) e as instituições envolvidas (bancos centrais, Fundo Monetário Internacional – FMI etc.). De acordo com Guillaumin e Plihon (2008, p. 3), os três principais objetivos do sistema monetário internacional são: *i*) assegurar o intercâmbio e a circulação das moedas em âmbito internacional, de acordo com os regimes cambiais e as regras de convertibilidade das moedas; *ii*) permitir o ajuste dos balanços de pagamentos, principalmente no que diz respeito aos desequilíbrios externos; e *iii*) assegurar a liquidez internacional, fornecendo à economia mundial a moeda necessária para os intercâmbios internacionais.

Prates (2002) propõe que os três eixos básicos de um sistema monetário internacional são o regime cambial, o grau de mobilidade de capitais e a forma da moeda internacional. No período em que a economia mundial era regulada pelo Acordo de Bretton Woods – 1945 a 1971/1973 –, havia regras claras e impostas a todos os países signatários com relação a estes três eixos, uma vez que as taxas de câmbio eram fixas em relação ao dólar;² a moeda americana ocupava, portanto, o papel de moeda-chave do sistema; e a mobilidade de capitais era restrita. Com o fim do acordo, os países passam a ter autonomia – ao menos do ponto de vista formal – para escolherem seu regime cambial e o grau de abertura de sua conta financeira,³ de forma que não há mais um padrão único, como aquele verificado anteriormente.⁴ Diante disto, alguns autores denominam o sistema

2. As taxas de câmbio eram fixas, mas com cláusulas de ajustamento na eventualidade de desequilíbrios fundamentais no balanço de pagamentos dos países signatários. Após os ajustes nos primeiros anos do pós-Guerra, contudo, elas foram praticamente fixas. Para mais detalhes, ver Van der Wee, Hogg e Hall (1987) ou Eichengreen (2000).

3. “Abertura financeira” refere-se à eliminação (ou redução) de barreiras à mobilidade dos fluxos financeiros através das fronteiras nacionais.

4. Na prática, existe uma pressão por parte dos países centrais e das instituições multilaterais defendendo a adoção de regimes de flutuação cambial e a abertura das contas financeiras. A desobediência em relação a essas recomendações não significa, no entanto, sanções por parte do FMI, como ocorria na vigência de Bretton Woods. Diante da crise internacional deflagrada pelos *subprimes*, inclusive, esta pressão pela abertura financeira foi bastante reduzida, e as instituições multilaterais têm admitido a possibilidade do uso de controles de capitais por parte dos ditos países emergentes (Blanchard, Dell’ariccia e Mauro, 2010).

monetário internacional atual como um “não sistema” (Faugère e Voisin, 1993; Lago, Duttagupta e Goyal, 2009).⁵ Contudo, apesar de algumas mudanças, há uma característica do sistema monetário internacional que continua sendo verificada após o fim do Acordo de Bretton Woods: seu caráter hierarquizado. O dólar continua sendo a moeda-chave do sistema, e a maioria das moedas nacionais não desempenha suas funções clássicas em âmbito internacional. Prates (2002) sugere ser justamente esta distinção entre as moedas utilizadas – ou não – internacionalmente que define este caráter hierarquizado do sistema monetário internacional.

O presente capítulo tem o intuito de analisar o atual sistema monetário internacional, notadamente sob essa ótica da hierarquia das moedas e seus determinantes. Diante da impossibilidade de se trabalhar com todos os países e moedas do globo, optou-se por concentrar a análise sobre três grupos de países: os centrais, os latino-americanos e os asiáticos. Para cada um destes grupos, foram escolhidos alguns países considerados representativos, quais sejam: Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Suíça, e a zona do euro – ou Alemanha, quando os dados para a zona do euro não estiverem disponíveis – (países centrais); China, Índia, Coreia do Sul e Malásia (países asiáticos); Brasil, Argentina, México e Chile (países latino-americanos). Além desta introdução, o capítulo conta com mais três seções: a seção 2 analisa as funções da moeda em âmbito internacional, suas imbricações e contradições; na seção 3, são apresentadas as moedas que possuem hoje uso internacional, sob a perspectiva de cada uma das funções monetárias que terão sido apresentadas na seção anterior; em seguida (seção 4), procura-se entender quais são os elementos que determinam as moedas que adquirem uso internacional; seguem-se, então, algumas considerações finais.

2 O USO INTERNACIONAL DAS MOEDAS

2.1 As funções da moeda em âmbito internacional

As três funções clássicas da moeda são as de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Em âmbito internacional, diversos autores trabalham com estas três funções, mas defendem a importância de se estabelecer, nas análises, uma diferenciação entre os usos privados e públicos da moeda (por exemplo, Cohen, 1971; Cooper, 1975; Krugman, 1991). Os autores justificam esta decomposição alegando que os “atores oficiais” (e, principalmente, os bancos centrais) têm uma importância crucial para a compreensão da dinâmica que se estabelece.

5. “A sentença ‘sistema monetário internacional’ (SMI) refere-se às regras e às instituições relativas aos pagamentos internacionais. Menos abstratamente, refere-se aos regimes monetários dos países; às regras de intervenção, caso a taxa de câmbio seja fixa ou de alguma forma administrada; e às instituições que dão suporte a essas regras, caso haja algum problema (por intermédio de créditos oficiais, controles ou mudanças nas paridades cambiais). Com o mundo dividido entre uma zona de moedas mais fortes que flutuam livremente e permitem o livre fluxo de capitais, e outra zona com graus variados de controle sobre as taxas de câmbio e os fluxos transfronteiriços, o SMI atual é algo como um ‘não-sistema’” (Lago, Duttagupta e Goyal, 2009).

Esta demanda oficial tem, em geral, características distintas daquela proveniente dos agentes privados. Desta forma, as três funções da moeda são decompostas em seis, de forma a considerar separadamente os usos privados e públicos.

Assim, as funções da moeda no cenário internacional são: meio de pagamento/moeda veicular; moeda de denominação; moeda de investimento e financiamento; moeda de intervenção; moeda de referência (âncora); moeda reserva (quadro 1).⁶

QUADRO 1
As funções da moeda em âmbito internacional

Função	Uso privado	Uso público
Meio de pagamento	Meio de pagamento/moeda veicular	Moeda de intervenção
Unidade de conta	Moeda de denominação	Moeda de referência (âncora)
Reserva de valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda reserva

Fonte: Cohen (1971).

Essas funções estão completamente imbricadas, como será visto na subseção seguinte, mas é possível – e útil para a sequência dos estudos – apresentá-las individualmente:

2.1.1 Usos privados

Meio de pagamento/moeda veicular

O uso privado da moeda enquanto meio de pagamento é chamado por Krugman (1991) de “moeda veicular”. Para os pagamentos internacionais, as moedas não são todas aceitas e, na verdade, há apenas algumas que podem exercer esta função em escala global. Nos intercâmbios econômicos entre dois países desenvolvidos, existem estudos que mostram que a moeda utilizada é geralmente aquela do país exportador (Goldberg e Tille, 2005). Quando um país central realiza negócios com um país periférico, por sua vez, a moeda utilizada é sempre aquela do país central, seja ele o exportador, seja o importador. O padrão mais curioso é o observado nos intercâmbios entre dois países periféricos: como nenhum dos dois considera que a moeda de seu parceiro comercial é uma moeda, já que ela não tem aceitação internacional, eles utilizam como intermediária na operação uma moeda que desempenhe suas funções em âmbito internacional – geralmente o dólar –, ainda que o país emissor desta terceira moeda não tenha qualquer relação com o negócio. Krugman (1991) observa que, para as operações interbancárias, o dólar aparece quase sempre em pelo menos um dos lados da transação, independentemente da nacionalidade dos bancos envolvidos.

6. Em inglês: *means of payment/vehicle currency; price setting/invoice currency; investment and finance currency; intervention currency; reference currency (anchor); reserve currency.*

Moeda de denominação

Para as operações privadas, a lógica subjacente à escolha da unidade de conta é quase a mesma daquela que acaba de ser apresentada para os meios de pagamento; ou seja, a moeda na qual os preços são estabelecidos é, de maneira prioritária, aquela do país exportador ou da maior economia.⁷ Para as *commodities*, no entanto, cujo preço é cotado de maneira centralizada – para todo o mercado global –, a moeda utilizada é o dólar. Para as transações financeiras, a moeda americana é igualmente preponderante. Segundo Krugman (1991, p. 177), há aí um componente arbitrário ou inercial: “o dólar é usado, porque ele é usado”;⁸ neste capítulo, haverá um esforço para explicar este caráter arbitrário por meio da hierarquia do sistema monetário internacional.

Moeda de investimento e financiamento

Os agentes privados utilizam algumas moedas para a preservação intertemporal do valor de seus ativos. Certas moedas são mais procuradas que outras para exercer esta função, mas nota-se também uma preocupação quanto à diversificação do risco entre diferentes moedas (Miotti, Plihon e Quenan, 2008). Krugman (1991, p. 272) destaca o papel das posições bancárias para o cumprimento desta função monetária.

2.1.2 Usos públicos

Moeda de intervenção

Krugman (1991, p. 264) destaca que os bancos centrais nacionais também utilizam moedas estrangeiras como meio de pagamento em âmbito internacional, principalmente com o intuito de intervirem nos mercados de câmbio; dado que seu objetivo – em geral – não é o de realizar lucros, como é o caso para os agentes privados, este uso deve ser tratado de maneira separada. O objetivo dos bancos centrais no que tange a essa função da moeda é, sobretudo, o de interferir nas condições de oferta e de demanda de divisas, seja para aumentar (reduzir) a liquidez disponível, seja para influenciar os movimentos das taxas de câmbio.⁹

Moeda de referência (âncora)

As autoridades monetárias – principalmente dos países periféricos – podem eleger uma moeda central à qual sua moeda nacional será ancorada ou referenciada.

7. “Segundo a ‘Lei de Grassman’ (do nome do economista sueco que estudou a estrutura do comércio exterior da Suécia em 1968), o comércio de bens manufaturados entre países desenvolvidos é denominado principalmente na moeda do país produtor. A denominação na moeda do país exportador lhe permite suprimir a incerteza sobre a taxa de margem de suas exportações, mas transfere essa incerteza ao volume da demanda estrangeira, que varia em função da taxa de câmbio bilateral entre os dois parceiros” (Pouvelle, 2006).

8. Existem inúmeras tentativas de explcação para essa opção de utilizar apenas uma moeda em certos mercados; entre as mais importantes, pode-se citar a economia de escala, a teoria das redes (Aglietta e Deusy-Fournier, 1994) e a teoria das convenções, a serem discutidas ao longo do capítulo.

9. Vale destacar que o *clearing* dos mercados de câmbio está associado também à função reserva de valor, uso público. Como se verá na subseção 2.2, as funções monetárias são completamente imbricadas.

Vinculando sua moeda a esta unidade de conta de referência, os países periféricos tentam conter a volatilidade de suas taxas de câmbio, geralmente elevada no atual contexto de grande mobilidade de capitais.¹⁰

Moeda reserva

As autoridades monetárias mantêm reservas cambiais, estando aptas a intervir nos mercados de câmbio quando necessário ou a oferecer moeda estrangeira em caso de escassez; adicionalmente, as reservas servem para a preservação do valor de seus ativos. Após as crises da década de 1990, muitos países periféricos apresentam uma “demanda precaucional” por reservas (Cunha, Prates e Lélis, 2008).

2.2 As imbricações e contradições entre as diferentes funções monetárias

Embora a definição das três funções da moeda seja importante do ponto de vista analítico, estas funções são completamente imbricadas, tornando necessária, para o prosseguimento dos estudos, a percepção destas interrelações – sobretudo em âmbito internacional, em que o recorte analítico utilizado separa ainda o uso público do uso privado da moeda. Os canais de imbricação são inúmeros, sendo apresentados aqui somente os mais importantes – tendo por base o trabalho de Bénassy-Quéré, Mojon e Schor (1998).

Em primeiro lugar, quando uma moeda nacional está ancorada a uma moeda estrangeira, é absolutamente necessário que a autoridade monetária doméstica disponha de reservas da moeda em questão para ser capaz de intervir no mercado cambial, na busca pela manutenção da paridade. Percebe-se, desde logo, que os três usos públicos da moeda em âmbito internacional – a saber, moeda de intervenção, moeda de referência e moeda reserva – estão completamente imbricados.

A ancoragem de uma moeda, no entanto, não tem influência apenas sobre seu uso público. A escolha de uma divisa de referência interfere também em seus três usos privados, visto que a estabilidade da taxa de câmbio estimula os agentes a denominarem as operações comerciais e financeiras na moeda de referência, a utilizarem-na como moeda veicular e também a reterem ativos denominados nesta moeda.

Quando uma moeda conquista, na cena internacional, o *status* de moeda veicular, seu mercado cambial torna-se maior e mais profundo, o que, *ceteris paribus*, reduzirá os custos de transação desta moeda – medidos pelos *bid-ask spreads* (diferencial entre os preços de mercado para a compra e para a venda da moeda).

10. A ancoragem da moeda a uma divisa internacional é menos frequente hoje do que na época em que Krugman (1991) escreveu seu artigo, já que após as crises financeiras dos anos 1990, a maioria dos países periféricos adotou regimes de câmbio flexível. Entretanto, muitos países continuam tendo o dólar ou o euro como referência – ainda que menos rígida – para a trajetória de suas taxas de câmbio, como se verá na seção 3.

Dado que este *spread* torna-se pequeno, há um estímulo para que os investidores privados adquiram ativos denominados nesta moeda, uma vez que sua troca por outra moeda não implicará perdas relevantes. Pela mesma razão, as autoridades monetárias têm um estímulo para a escolha de tal moeda como instrumento de intervenção no mercado cambial.

O sentido da determinação, no entanto, não é unidirecional. Se, por exemplo, uma moeda é preponderante na denominação das transações comerciais e financeiras de certo país, suas autoridades monetárias terão um grande incentivo para vincular sua moeda nacional a esta divisa, com o intuito de proteger a economia doméstica dos efeitos nefastos de uma flutuação cambial excessiva.

Ademais, a existência de títulos denominados em uma certa moeda – função unidade de conta –, ainda segundo Bénassy-Quéré, Mojon e Schor (1998), estimula a expansão de seus outros usos privados, a saber, como meio de pagamento e reserva de valor.

Torna-se clara, portanto, a existência de uma grande rede de sinergias entre as três funções da moeda, seja em seus usos públicos ou privados, seja na relação entre estas duas esferas. Além disso, como antecipado anteriormente, trata-se de um circuito de influências multidirecionais, uma vez que uma função pode, ao mesmo tempo, estimular e ser estimulada por outra função.

Para além dessa teia de relações de complementaridade entre as funções da moeda, há também um caráter de contradição entre elas. Como discutido por Keynes (1936/1964), a função reserva de valor acaba se sobrepondo em relação às demais, sobretudo em um contexto de importância exacerbada da esfera financeira. O entesouramento da moeda, defende o autor, inibe o exercício de suas demais funções, tornando-a uma unidade intrinsecamente contraditória.

Em âmbito internacional, essa contradição entre as funções da moeda continua válida, com a função reserva de valor se destacando sobre as demais. A diferença é que, na cena internacional, esta contradição interfere inclusive na escolha das moedas por parte dos agentes. Isto porque as questões patrimoniais ou de manutenção/valorização do estoque de riqueza são primordiais entre os critérios de escolha das moedas e, geralmente, esta lógica acaba se sobrepondo em relação àquelas que dizem respeito às outras funções da moeda. Esta racionalidade é clara para os agentes privados, mas tem sido adotada também – em alguma medida – pelo setor público, que vem se adequando paulatinamente à lógica privada de gestão de portfólios (UN, 2009), como se verá a seguir.

Essa preponderância da função reserva de valor, potencializada por um ambiente de finanças liberalizadas, torna a aquisição e a posse das diferentes moedas sujeitas a uma grande instabilidade. Como já mencionado, as moedas com uso

internacional exercem, neste âmbito, as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Na função reserva de valor, no entanto, duas óticas podem ser contempladas, de acordo com o referencial de valor que se considera.

Em primeiro lugar, pode-se considerar a manutenção intertemporal do valor da moeda com relação ao poder de compra em âmbito internacional; em segundo lugar, a manutenção de seu valor diante das outras moedas do sistema monetário internacional. Se uma moeda denomina a maioria das transações internacionais – sendo, portanto, a moeda-chave do sistema –, a primeira ótica é mais facilmente contemplada, já que a moeda deve ser estável apenas em relação a si própria (o que depende somente de uma taxa de inflação moderada). A lógica de escolha da moeda subjacente à função reserva de valor coincide, portanto, com aquela referente às outras duas funções. Ou seja, convém que esta moeda seja mantida no portfólio, já que ela denomina a maioria das transações, é usada para os pagamentos e transfere valor do presente para o futuro – ao menos o valor referente ao poder de compra internacional.¹¹

No que diz respeito à segunda ótica de reserva de valor, relativa às demais moedas do sistema monetário internacional, surge a contradição entre as funções da moeda. Sob esta ótica, a manutenção do valor da moeda significaria a estabilidade de suas taxas de câmbio. Ainda sob o ponto de vista da moeda-chave: se ela está se desvalorizando em relação às demais moedas, mas é a moeda de denominação das transações e de efetivação dos pagamentos em âmbito internacional, um agente que mantenha o estoque que possui desta moeda não sofrerá perdas sob o prisma das funções monetárias de meio de pagamento e unidade de conta. Entretanto, a manutenção deste estoque de moeda-chave passa a implicar perdas quando se incorpora à análise a função reserva de valor sob a ótica da paridade em relação às outras moedas. Isto ocorre porque este estoque passa a ter, segundo a lógica de valorização patrimonial, um “custo de oportunidade”. A função reserva de valor – sob a ótica de seu valor face às outras moedas – gera um estímulo, portanto, para a alocação dos recursos nas moedas que estão se valorizando, ainda que, sob a perspectiva das demais funções, o mais conveniente para o agente em questão fosse a manutenção do estoque que possui na moeda-chave.

A realocação do portfólio demonstra, assim, a preponderância da função reserva de valor sobre as demais. Contudo, esta realocação, que segue a lógica da valorização patrimonial, não é definitiva; havendo qualquer insegurança com relação à conjuntura internacional, os agentes realocarão seus recursos na moeda-chave, seguindo a lógica da liquidez. No atual contexto de mercados financeiros liberalizados, os intervalos entre estes dois momentos de realocação de portfólio

11. Determinado pelos preços dos bens transacionados em âmbito internacional, que são em grande parte cotados na própria moeda-chave.

(aquisição de moedas em valorização e retorno à moeda-chave) estão cada vez mais curtos. Inevitavelmente, esta dinâmica contribui para a volatilidade dos fluxos de capitais e para a instabilidade das finanças internacionais.

Em suma, propõe-se que, apesar das imbricações verificadas entre as distintas funções da moeda em âmbito internacional, existe simultaneamente uma contradição entre a função reserva de valor – sob a ótica da paridade em relação às outras moedas – e as demais funções monetárias. Ou, alternativamente, pode-se vislumbrar a questão como uma contradição entre as duas facetas da função reserva de valor, uma delas conectada às demais funções monetárias, e outra delas isolada, como um fim em si mesmo.

A contradição entre a função reserva de valor e as demais funções monetárias existe também em âmbito nacional, como proposto por Keynes (1964) e anunciado anteriormente. Na esfera internacional, porém, surge esta outra dimensão da reserva de valor, qual seja, em relação às outras moedas do globo; havendo duas referências de valor (por um lado, os bens e serviços denominados na moeda em questão; por outro lado, as demais moedas nacionais), fica determinada, então, uma contradição adicional específica deste ambiente de coexistência de distintas moedas nacionais. Em âmbito nacional, a função meio de pagamento pode ser sobrepujada pela função reserva de valor, interferindo no processo de “circulação monetária”. Na esfera internacional, esta última função não apenas coloca aquela em segundo plano, como também determina que esta “reserva de valor” possa ser realizada em moedas estranhas ao país em questão, as moedas estrangeiras (e os títulos nelas denominados). A interferência no processo de gestão e circulação da moeda nacional é, portanto, ainda maior.

Tendo estudado as funções da moeda em âmbito internacional, passa-se, na seção seguinte, a uma análise empírica sobre as moedas que são atualmente utilizadas nesta esfera global.

3 O CARÁTER HIERARQUIZADO DO ATUAL SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Como já mencionado, o desenvolvimento dos intercâmbios globais no contexto de ausência de uma moeda propriamente internacional esteve associado à aquisição de um uso internacional por parte das moedas nacionais. Entretanto, o benefício do uso de uma moeda provém de sua utilização também pelos outros atores do mercado, tornando inviável que todas as moedas nacionais sejam usadas em escala mundial.¹² Nota-se, então, que a dinâmica subjacente ao uso internacional das moedas determina que se forme apenas um pequeno grupo de moedas que desempenham suas funções neste âmbito. A presente seção tem o propósito de verificar quais são estas moedas.

12. Segundo a tradicional comparação, a moeda é como a linguagem, ou seja, só é útil se as outras pessoas também a utilizam.

Não existem dados consolidados para as seis funções da moeda discutidas na seção anterior. Assim, recorre-se aqui a dados de inúmeras fontes na tentativa de delinear o quadro atual relativo ao uso das moedas nacionais em âmbito internacional. Inicialmente, são apresentadas todas as moedas disponíveis nos bancos de dados acessados, de modo a fornecer um panorama geral do atual sistema monetário internacional. Na sequência da análise, porém, o foco recará sobre um grupo menor de países e moedas, considerados representativos para o estudo que se faz.

3.1 Função meio de pagamento – uso privado

Não há estatísticas específicas para o uso das moedas enquanto meio de pagamento em âmbito internacional. A análise dos mercados cambiais globais, entretanto, oferece uma ideia aproximada deste uso, visto que as moedas mais transacionadas nos ditos mercados são, muito provavelmente, as mais usadas neste âmbito para a função de meio de pagamento. Os dados divulgados trienalmente pelo Banco de Compensações Internacionais (em inglês, Bank for International Settlements – BIS) são eloquentes, indicando que a quase totalidade das transações cambiais envolve o dólar – em abril de 2010, a moeda estadunidense teve participação de 84,9% no giro¹³ cambial médio (tabela 1). Este valor é expressivo, porque o dólar é a moeda mais usada para os pagamentos internacionais (tanto de ordem comercial como financeira), mas também porque ele atua como a “moeda veicular” das transações internacionais. Neste papel, o dólar é utilizado meramente como a moeda intermediária de uma operação, ou seja, o pagamento não é feito em dólar, nem tampouco a recepção dos recursos, mas o dólar viabiliza a troca entre as duas moedas que estão nas pontas da operação.¹⁴

Em um segundo patamar de importância nas transações monetárias internacionais, encontra-se o euro, que, desde sua criação, representa parcelas próximas a 40% do giro médio das operações cambiais. Em seguida, encontram-se o iene, a libra esterlina, o dólar australiano, o franco suíço e o dólar canadense, todos com fatias do giro cambial superiores a 5%. Além deles, há uma série de outras moedas que são também transacionadas nos mercados cambiais globais, mas com importância reduzida face ao total das operações verificadas (tabela 1).

13. O termo em inglês é *turnover*.

14. Se, por exemplo, uma empresa brasileira de um setor não comercializável deseja importar bens de uma sul-coreana, ela deverá trocar os reais que possui por dólares e efetuar o pagamento, em dólares, a uma importadora. Esta empresa intermediária fará a conversão destes dólares por won e os entregará à empresa sul-coreana. Estas etapas são necessárias, pois o real não é aceito como moeda pela empresa sul-coreana e o won tampouco o é, sob a ótica da empresa brasileira.

TABELA 1
Giro nos mercados cambiais globais – participação das moedas
 (Em %)¹

Moeda	1998	2001	2004	2007	2010
Dólar americano	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9
Euro	-	37,9	37,4	37,0	39,1
Marco alemão	30,5	-	-	-	-
Franco francês	5,0	-	-	-	-
ECU e outras moedas da zona do euro	16,8	-	-	-	-
Iene	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0
Libra esterlina	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9
Dólar australiano	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6
Franco suíço	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4
Dólar canadense	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3
Dólar Hong Kong	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4
Coroa sueca	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2
Dólar neozelandês	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6
Won coreano	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
Dólar Singapura	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4
Coroa norueguesa	0,2	1,5	1,4	2,1	1,3
Peso mexicano	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3
Rúpia Indiana	0,1	0,2	0,3	0,7	0,9
Rublo russo	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9
Zloty polonês	0,1	0,5	0,4	0,8	0,8
Lira turca	-	0,0	0,1	0,2	0,7
Rand sul-africano	0,4	0,9	0,7	0,9	0,7
Real brasileiro	0,2	0,5	0,3	0,4	0,7
Coroa dinamarquesa	0,3	1,2	0,9	0,8	0,6
Dólar Taiwan	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5
Forint húngaro	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
Renminbi chinês	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3
Ringgit malaio	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
Baht tailandês	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Coroa tcheca	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Peso filipino	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Peso chileno	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Rúpia indonésia	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Shekel israelense	-	0,1	0,1	0,2	0,2
Peso colombiano	-	0,0	0,0	0,1	0,1
Riyal Arábia Saudita	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Outras moedas	8,9	6,6	6,6	7,7	5,3
Total	200	200	200	200	200

Fonte: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity de 2001, 2004, 2007 e 2010 (BIS, 2002; 2005; 2007; 2010c).

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Percentual da média diária, para os meses de abril.

Obs.: 1. Visto que as transações cambiais envolvem duas moedas, a soma das participações é de 200%.

2. (-) Informação não disponível.

A tabela 1 mostrou os percentuais do “giro” no total das operações cambiais, incluindo, portanto, as operações realizadas no interior dos países emissores das moedas em questão. É interessante analisar, de maneira complementar, apenas as operações realizadas nos mercados transfronteiriços,¹⁵ ou seja, externos ao país emissor da moeda. A análise específica destas operações fornece uma ideia sobre o grau de internacionalização das moedas ou, dito de outra forma, do quanto elas são utilizadas – e, portanto, transacionadas – em âmbito internacional. Estes dados são mostrados na tabela 2 e corroboram a percepção sobre a hegemonia do dólar como meio de pagamento internacional, o destaque secundário do euro e a importância relativa de algumas outras moedas.

TABELA 2
Giro nos mercados cambiais globais transfronteiriços – médias diárias
(Em US\$ milhões)

Moeda	2001	2004	2007	2010
Dólar americano	599.943	959.424	1.552.539	2.106.951
Euro	270.559	433.506	727.770	973.224
Iene	145.722	201.689	316.909	460.102
Libra esterlina	82.918	170.484	262.436	302.851
Dólar australiano	26.259	55.591	121.524	186.486
Franco suíço	41.754	70.494	125.884	165.516
Dólar canadense	29.824	41.874	78.117	132.091
Dólar Hong Kong	12.414	19.172	56.382	61.668
Coroa sueca	6.058	8.158	16.376	61.218
Dólar neozelandês	4.863	11.292	37.362	40.828
Coroa norueguesa	12.000	19.078	49.286	36.299
Dólar Cingapura	586	2.784	5.237	34.839
Peso mexicano	5.783	13.120	23.677	32.519
Won coreano	2.425	6.456	12.285	21.757
Zloty polonês	4.740	5.269	14.198	21.240
Rand sul-africano	4.229	10.333	22.458	17.647
Lira turca	705	2.684	10.746	15.038
Rublo russo	1.282	4.781	7.257	14.740
Coroa dinamarquesa	9.137	11.222	14.283	13.467
Renminbi chinês	64	796	4.196	13.076
Rúpia Indiana	160	692	5.119	12.672
Real brasileiro	492	771	4.075	11.966
Forint húngaro	35	2.803	5.729	10.988
Dólar Taiwan	724	1.280	2.135	7.538
Coroa tcheca	1.396	2.035	4.468	5.274
Rúpia indonésia	131	1.014	1.327	3.129

(Continua)

15. O termo em inglês é *cross border*.

(Continuação)

Moeda	2001	2004	2007	2010
Peso filipino	59	197	1.112	2.726
Baht tailandês	323	1.220	3.559	2.560
Outras moedas	41.693	70.636	97.233	16.624

Fonte: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity de 2001, 2004, 2007 e 2010 (BIS, 2002; 2005; 2007; 2010c).

Elaboração dos autores.

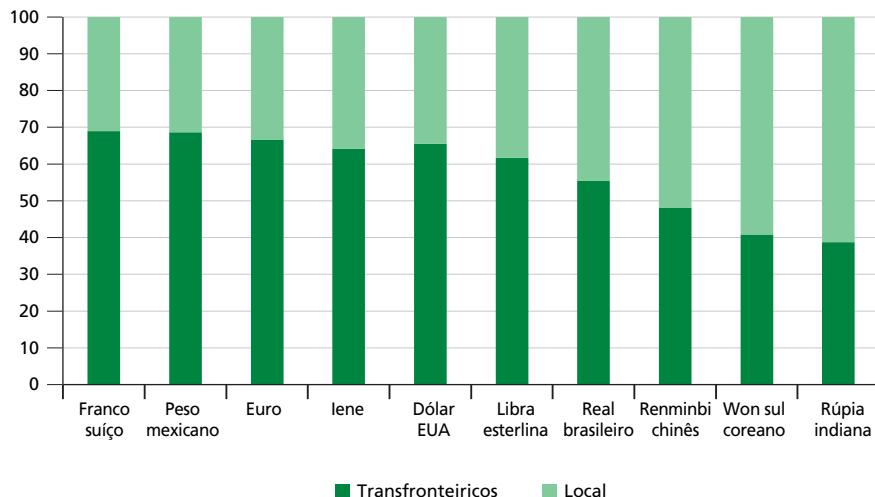
Obs.: 1. O total do giro cambial transfronteiriço refere-se à soma das operações *spot*, *outright forwards* e *foreign exchange swaps* realizadas em mercados transfronteiriços.

2. Os países estão ordenados segundo os valores de 2010.

Além dos dados da tabela 2, que mostram o volume de transações cambiais transfronteiriças em números absolutos, é importante verificar também a relação entre as transações nos mercados locais e naqueles transfronteiriços. Em vez de se trabalhar com o conjunto de moedas listado na tabela, optou-se por apresentar apenas as moedas consideradas mais representativas entre os países centrais, os latino-americanos e os asiáticos – entre as moedas para as quais há dados disponíveis. É interessante notar que, em alguns países, as transações envolvendo suas moedas ocorrem preponderantemente nos mercados transfronteiriços, enquanto, em outros, elas são feitas majoritariamente nos mercados cambiais locais, como mostra o gráfico 1.

GRÁFICO 1

Transações cambiais realizadas nos mercados local e transfronteiriços (abr. 2010)¹
(Em %)



Fonte: BIS (2010b).

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Giro cambial diário médio.

Nota-se um padrão claramente definido, com os países centrais contabilizando mais de 60% das transações cambiais de suas moedas em mercados transfronteiriços, enquanto os periféricos têm a maior parte do giro em mercados locais. A exceção é o México, já que a integração econômica (formal, mas também informal) com os Estados Unidos infla o intercâmbio de pesos no território estadunidense.

A partir do verificado nas tabelas 1 e 2, pode-se sugerir a existência de três situações distintas: *i*) os agentes de um determinado país realizam operações internacionais na moeda local; *ii*) os agentes realizam tais operações em uma moeda estrangeira, mas podem acessar os mercados cambiais transfronteiriços para os intercâmbios cambiais necessários; e *iii*) as operações são realizadas em uma moeda estrangeira e os agentes só conseguem trocá-la pela moeda nacional nos mercados locais. As três situações referem-se, respectivamente, a moedas que: *i*) são usadas como meio de pagamento em âmbito internacional; *ii*) não puderam ser usadas naquela operação específica como meio de pagamento, mas têm alguma função em âmbito internacional, já que são ofertadas e demandadas em volumes significativos nos mercados cambiais transfronteiriços; e *iii*) não exercem suas funções em âmbito internacional e, por isso, não são – ou praticamente não são – transacionadas nos mercados cambiais transfronteiriços.

Outros dados que revelam a importância do dólar como meio de pagamento internacional são fornecidos por Goldberg (2010) e apontam que 60% do estoque de dólar físico, ou seja, das cédulas de dólar existentes, circulam fora dos Estados Unidos (dados do Federal Reserve – Fed para 2006). Em março de 2009, este montante de cédulas de dólar circulando fora de seu país de emissão atingiu US\$ 580 bilhões. É razoável supor que a maioria absoluta deste montante seja usada como meio de pagamento, já que a função reserva de valor é geralmente exercida por títulos e não por dólar físico.

3.2 Função meio de pagamento – uso público

Como mostram alguns estudos (Calvo e Reinhart, 2000), em diversos países, as autoridades monetárias intervêm sobre os mercados cambiais para influenciar no processo de determinação da taxa de câmbio ou de sua trajetória. Na maioria dos países, a taxa de câmbio mais importante é aquela da moeda nacional contra o dólar, como será visto na seção 3.4. Logo, a quase totalidade das intervenções sobre os mercados cambiais é feita por meio da compra ou venda de dólares.¹⁶

16. As funções meio de pagamento e unidade de conta, uso público, são completamente imbricadas, já que as intervenções feitas sobre os mercados cambiais pelas autoridades monetárias de um país são, evidentemente, na moeda que elas têm como referência para sua taxa de câmbio. Assim, para evitar repetições, os dados em questão serão mostrados apenas na subseção 3.4. Ademais, o *clearing* dos mercados cambiais está associado também à função reserva de valor, uso público, como destacado anteriormente.

De acordo com um documento do Banco Central Europeu – BCE (em inglês, European Central Bank – ECB),

o dólar estadunidense tem um alcance global como moeda âncora, de reserva e de intervenção, desempenhando um papel em políticas cambiais de autoridades monetárias de diversos continentes, não apenas no Ocidente, mas também na Comunidade dos Estados Independentes (CEI) e – de forma mais importante – na Ásia (ECB, 2002).

3.3 Função unidade de conta – uso privado

Não só o pagamento, mas também a denominação das operações internacionais – sejam elas de ordem comercial, sejam financeiras – é realizada em um número reduzido de moedas nacionais. Não existem dados agregados para o total das operações mundiais, mas as tabelas a seguir mostram a participação das principais moedas na denominação das transações comerciais (tabela 3) e da dívida externa (tabela 4) de certos países.

A tabela 3 mostra que as exportações e importações, tanto de países centrais como de periféricos, são denominadas em grande proporção nas moedas da tríade (dólar, euro ou iene). No caso dos Estados Unidos, dos países da zona do euro ou do Japão, é natural que suas transações comerciais sejam denominadas, em proporções consideráveis, na moeda que emitem, já que isto reduz o risco cambial envolvido nas operações.¹⁷ Como mostra a tabela, a quase totalidade das transações comerciais internacionais dos Estados Unidos é denominada em dólar (95% das exportações e 85% das importações). Nos países da zona do euro, a hegemonia da moeda local é menor, mas ainda assim existente: na França, Espanha e Portugal, cerca de metade das transações comerciais externas à zona do euro são denominadas em euro. No Japão, cerca de um terço das exportações e um quarto das importações são denominadas em iene, mostrando uma participação ainda relevante da moeda nacional, mas já menor que a do dólar, que denomina uma parcela muito maior das exportações e importações japonesas.

Com relação aos demais países asiáticos apresentados na tabela, nota-se uma participação extremamente expressiva do dólar americano na denominação de suas transações comerciais internacionais. Somando-se a participação do iene, chega-se a 92% das exportações sul-coreanas, 74,8% das malaias e 92,2% das tailandesas, com proporções semelhantes para as importações. Fica claro, portanto, que um percentual bastante reduzido do comércio internacional destes países é denominado nas respectivas moedas nacionais.¹⁸ Não foram encontrados dados

17. Sob a ótica dos agentes nacionais dos países em questão. Sobre o importador, portanto, incide o risco cambial.

18. Até mesmo porque os valores aqui apresentados não contabilizam o percentual do comércio desses países denominado em euro – em função da inexistência de dados.

para a América Latina, mas o quadro seria seguramente semelhante,¹⁹ revelando a incapacidade destas moedas emitidas em países periféricos de exercerem, em âmbito internacional, a função privada de unidade de conta.

TABELA 3

**Moedas de denominação do comércio internacional (anos selecionados)
(Em %)**

Moeda	Exportações			Importações		
	US\$	Euro	Iene	US\$	Euro	Iene
Estados Unidos ¹	95	-	-	85	-	-
Alemanha ²	32,3 ⁵ /18,1	45,9 ⁵ /70,5	0	37,9 ⁵ /21,2	45,5 ⁵ /73,0	0,0 ⁵ /0,0
Reino Unido ³	29	15	-	38	10	-
França ²	34,2 ⁵ /21,2	55,8 ⁵ /71,6	-	43,2 ⁵ /25,0	48,6 ⁵ /70,0	-
Bélgica ²	31,9 ⁵	54,2 ⁵	0,5 ⁵	33,5 ⁵	54,2 ⁵	1,5 ⁵
Grécia ²	71 ⁵	24,1 ⁵	0,2 ⁵	62,0 ⁵	30,7 ⁵	1,0 ⁵
Portugal ²	33,4 ⁵	48,1 ⁵	0,4 ⁵	34,5 ⁵	57,8 ⁵	0,9 ⁵
Espanha ²	32,8 ⁵	58,1 ⁵	0,6 ⁵	39,5 ⁵	54,7 ⁵	0,8 ⁵
Japão ³	52,4	-	36,1	70,7	-	23,5
Coreia do Sul ³	84,9	-	7,1	88,2	-	9,8
Malásia ⁴	66	-	6,8	66	-	6,8
Tailândia ⁴	83,9	-	8,2	83,9	-	8,2
Austrália ²	67,9	1,4	1	50,1	8,7	4

Fonte: Goldberg e Tille (2005).

Notas: ¹ Últimos dados disponíveis referentes a 2003.

² Últimos dados disponíveis referentes a 2002.

³ Últimos dados disponíveis referentes a 2001.

⁴ Últimos dados disponíveis referentes a 1996.

⁵ Transações externas à zona do euro.

Obs.: (-) indica informações não disponíveis.

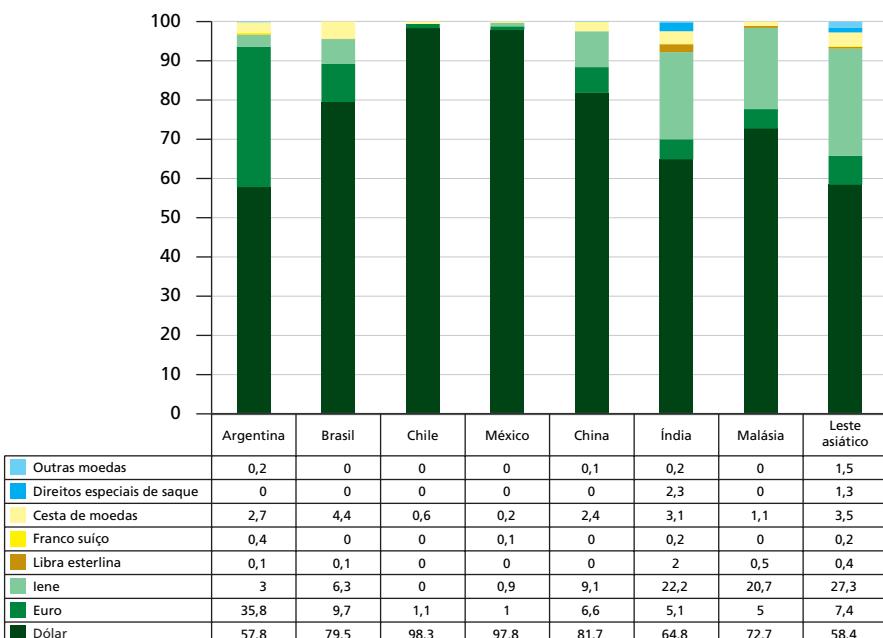
Segundo Goldberg e Tille (2005), há duas razões principais para que as exportações de um país sejam denominadas em dólar: *i*) as exportações são para os Estados Unidos; e *ii*) as exportações são de bens homogêneos, que possuem, portanto, uma grande elasticidade-preço da demanda. Neste último caso, se as exportações de certo país são denominadas em sua própria moeda, uma variação ínfima de sua taxa de câmbio fará com que a demanda internacional por seus bens diminua enormemente. Isto estimula um comportamento coletivo por parte dos produtores, que denominam seus produtos em uma moeda comum, a “moeda veicular” – e esta moeda é quase sempre o dólar.

19. Goldberg e Tille (2005) mostram que, para a Europa do leste, por exemplo, o quadro é bastante semelhante ao verificado nos países asiáticos. Ademais, afirmam os autores, o comércio externo da América Latina com os Estados Unidos é quase inteiramente denominado em dólar.

Complementando a análise sobre o uso privado das moedas enquanto unidade de conta em âmbito internacional, vale observar também a participação das distintas moedas na denominação da dívida externa. Diferentemente dos dados sobre comércio internacional, estes dados sobre composição da dívida externa são sistematizados pelo Banco Mundial e divulgados de forma atualizada para uma série de países periféricos. Entre os países para os quais os dados são disponíveis, foram escolhidos para a análise os quatro países latino-americanos e os quatro asiáticos julgados mais representativos.

O gráfico 2 mostra que, à semelhança do que ocorre no comércio internacional, o dólar é a moeda mais usada na denominação da dívida externa dos países periféricos. No México e no Chile, cerca de 98% da dívida externa são denominados na moeda americana. No Brasil e na China, este percentual está em torno de 80%. Na Argentina, o fim do *currency board* – que determinava uma paridade fixa para a taxa de câmbio entre o peso e o dólar – e a crise de 2002 fizeram com que a dívida dolarizada passasse a ser evitada; o que se vê, no entanto, é que ela não passou a ser contratada na moeda local, mas foi substituída pela dívida em euro, que hoje representa mais de um terço do total. Na Índia, Malásia e no chamado Leste Asiático (cujo país mais significativo é a Coreia do Sul), além da dívida em dólar, há uma parcela expressiva denominada em iene.

GRÁFICO 2
Composição da dívida externa (2008)
(Em %)



Fonte: World Development Indicators do Banco Mundial (World Bank, 2008).
Elaboração dos autores.

Nota-se, destarte, que, uma vez mais, as moedas da tríade são – de longe – as mais utilizadas enquanto unidade de conta, com a libra esterlina e o franco suíço ocupando um lugar bastante minoritário. As demais moedas, mesmo somadas, têm uso absolutamente marginal e apenas no Leste Asiático chegam a ultrapassar 1%.

No total dos países do mundo, essa preponderância do dólar é um pouco menor, mas ainda grande: do estoque de empréstimos internacionais²⁰ em dezembro de 2009, 53,9% eram denominados em dólar; 20,3%, em euro; 2,2%, em iene; e 23,6%, em outras moedas (ECB, 2010).

É evidente que se pudessem denominar – mesmo que parcialmente – seu comércio internacional e sua dívida externa em moeda nacional, os países periféricos o fariam, reduzindo o problema do descasamento monetário (*currency mismatch*)²¹ e facilitando de forma geral o cálculo econômico e a capacidade de honrar seus compromissos. Se não o fazem, é porque suas moedas não são reconhecidas, em âmbito internacional, como unidades de conta, revelando, uma vez mais, o caráter hierarquizado do sistema monetário internacional.

Além dos dados recém-apresentados sobre a denominação do comércio internacional e da dívida externa, outros dados informativos sobre o uso das moedas como unidade de conta ao setor privado são aqueles referentes à moeda de denominação dos títulos emitidos internacionalmente (bônus, *notes*, *commercial papers* etc.). Como visto na seção 2, entretanto, as funções da moeda estão completamente imbricadas, e estes dados sobre os títulos dizem respeito também à função reserva de valor, já que um agente privado, quando escolhe um título para compor seu portfólio, está, no fundo, escolhendo em que moeda deseja preservar sua riqueza, ou seja, transferir valor do presente para o futuro. É bem verdade que alguns títulos são denominados em uma moeda e pagos em outra, de forma que a moeda de denominação do título exerce unicamente a função de unidade de conta. Quando, porém, a denominação e os pagamentos são feitos em uma mesma moeda, ela está exercendo simultaneamente as três funções clássicas da moeda. Optou-se, neste capítulo, por analisar os títulos sob a ótica da função monetária de reserva de valor, entendendo que a dinâmica da procura por estes títulos é fortemente pautada pela lógica da preservação e valorização da riqueza, como se explicará adiante.²²

20. *Outstanding international loan – all cross border loans*.

21. O descasamento monetário refere-se aos problemas decorrentes da posse de passivos e ativos denominados em moeda distintas. Basicamente, o risco de depreciação da moeda que denomina o ativo, em relação àquela que denomina o passivo. Para mais detalhes sobre a literatura concernente, ver Biancareli (2007).

22. Krugman (1991) associa a função unidade de conta, uso privado, à denominação do comércio internacional e dos empréstimos internacionais; e a função reserva de valor, uso privado, aos ativos que compõem o portfólio dos agentes internacionais. O BIS se refere aos bônus internacionais como indicadores do desempenho internacional da função monetária de reserva de valor: "No mercado internacional de bônus, o dólar e o euro apresentam relativa similaridade em sua importância como reserva de valor: 45% para o dólar e 32% para o euro no fim de 2008, de acordo com os dados do BIS e do Banco Central Europeu" (BIS, 2010b, p. 57). Da mesma forma, Goldberg (2010, p. 5) avalia as moedas de emissão dos títulos considerando-as como *financing currencies*, ou seja, reservas de valor em seu uso privado.

3.4 Função unidade de conta – uso público

Durante a vigência do Acordo de Bretton Woods, a cotação do dólar era fixa em relação ao ouro e as moedas dos demais países signatários tinham taxas de câmbio fixas em relação ao dólar, podendo variar apenas no interior de estreitas margens de flutuação (1%) ou mediante autorização do Fundo Monetário Internacional (no caso de desequilíbrios fundamentais no balanço de pagamentos). Consequentemente, as taxas de câmbio de todos os países signatários eram relativamente fixas entre si. Em 1971, porém, as autoridades monetárias americanas determinaram que fosse abandonada a conversibilidade do dólar em ouro, iniciando um processo que conduziria ao fim do regime internacional de taxas de câmbio fixas, em 1973.²³

O desmonte de Bretton Woods significou o fim da obrigatoriedade dos regimes de câmbio fixo, mas os países podiam, por conta própria, buscar a estabilidade cambial, mesmo que de maneira menos rígida que outrora. Nas décadas seguintes, portanto, inúmeros países do globo alternaram seus regimes cambiais, com momentos de maior flexibilidade e momentos de defesa das paridades. Poucos são os países, porém, que negligenciam em absoluto esta movimentação das taxas de câmbio, já que os efeitos de uma variabilidade cambial excessiva são nocivos à economia doméstica. Entre estes efeitos, vale destacar: *pass-through* da taxa de câmbio aos preços; problemas decorrentes do descasamento monetário; e redução da confiabilidade dos cálculos econômicos de médio e longo prazos etc. Destarte, grande parte das autoridades monetárias nacionais continuou atenta aos movimentos cambiais, elegendo uma moeda internacional como uma âncora rígida ou simplesmente como uma referência para evitar os movimentos excessivos da taxa de câmbio.²⁴

De acordo com o *Annual report on exchange arrangements 2009*, publicação anual do Fundo Monetário Internacional – FMI (IMF, 2009), cerca de 60% dos países possuem atualmente regimes cambiais que contêm algum tipo de controle cambial (*currency board, conventional peg, stabilized arrangement, crawling peg, horizontal bands ou other managed*).²⁵ Mas, tendo em vista que o arcabouço atual não mantém fixa toda a multiplicidade de taxas de câmbio do globo – como em Bretton Woods –, é preciso eleger as moedas em relação às quais deve haver algum tipo de controle das variações cambiais. Uma vez mais, as moedas eleitas são, quase que exclusivamente, o dólar e o euro, moedas de

23. Para maiores detalhes, ver Eichengreen (2000), Faugère e Voisin (1993).

24. Ver Calvo e Reinhart (2000), Miotti, Plihon e Quenan (2002), entre outros. Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro (2010) também destacam a tentativa da maioria dos países emergentes de intervir na trajetória de suas taxas de câmbio. Aglietta e Landry (2007, p. 144) radicalizam o argumento, afirmando que nenhum país emergente permite que sua taxa de câmbio seja determinada meramente pelos mecanismos de mercado.

25. É importante notar que esse número é subestimado, já que muitos países declaram possuir regimes de taxas de câmbio flutuantes, mas perseguem implicitamente paridades predefinidas.

referência, respectivamente, de um pouco menos de dois terços e de aproximadamente um terço dos países que possuem regimes de administração cambial (Cartapanis, 2009; Bertuch-Samuels e Ramlogan, 2007).²⁶ A ancoragem ao euro é encontrada em alguns países europeus externos à zona do euro (sobretudo aqueles que podem aderir à união monetária no futuro) e em algumas ex-colônias francesas na África; a ancoragem ao dólar é mais disseminada, sendo verificada na América Latina, na Ásia, no Oriente Médio e na África.²⁷

Os estudos que tentam avaliar o uso do dólar como moeda de referência para as taxas de câmbio apresentam cifras divergentes, principalmente em função da escolha de considerar na análise os regimes cambiais *de facto* ou aqueles *de jure*. Segundo Goldberg (2010), de um total de 207 países avaliados em 2007, 104 tinham o dólar como moeda de referência. Tendo em vista a representatividade do grupo de países avaliados, pode-se dizer, de acordo com esse estudo, que cerca da metade dos países do globo possuem o dólar como moeda de referência para as variações de suas taxas de câmbio. Apesar das diferenças entre os estudos, torna-se claro, então, que a função de unidade de conta em sua dimensão pública é exercida, em âmbito internacional, preponderantemente pelo dólar e, em um segundo nível de importância, pelo euro.

3.5 Função reserva de valor – uso privado

Por fim, chega-se à função monetária de reserva de valor. Em que moeda os agentes privados internacionais estocam sua riqueza? Em que moeda realizam investimentos? Os investidores internacionais costumam buscar a diversificação de seus portfólios no que diz respeito aos ativos adquiridos e mantidos, aos mercados em que atuam e também às moedas nacionais em questão. Esperar-se-ia, portanto, uma participação mais pulverizada das diversas moedas nacionais no exercício internacional da função reserva de valor. Não é, entretanto, o que se observa na prática, já que são poucas as moedas utilizadas para esta função, de forma semelhante ao que se verifica com as demais funções monetárias.

A globalização financeira abriu imensas possibilidades aos agentes privados na escolha da alocação de sua riqueza, na medida em que facilitou o investimento no exterior e em mercados outrora pouco acessados. Na tentativa de perceber quais são as moedas que exercem atualmente a função de reserva de valor em âmbito internacional (em sua dimensão privada), opta-se aqui por analisar, portanto, três mercados internacionais, a saber, o bancário, o de títulos e o de derivativos.

26. Inúmeros estudos mostram a tentativa de alguns países de balizarem o movimento de suas taxas de câmbio diante do dólar e do euro. Algumas referências são Calvo e Reinhart (2000) e Miotti, Plihon e Quenan (2002).

27. É normal também que se busque estabilidade cambial com relação aos principais parceiros econômicos. Em muitos casos, porém, eles são Estados Unidos, zona do euro ou, ainda, países cuja taxa de câmbio está atrelada ao dólar ou ao euro, reforçando esta tendência.

3.5.1 Mercado internacional bancário

Os bancos trabalham de forma crescente em âmbito internacional, possuindo, muitas vezes, um número expressivo de operações no exterior. Mesmo em âmbito local, possuem uma parte de seus ativos e passivos denominados em moedas estrangeiras.

A tabela 4 mostra a composição das posições bancárias no exterior, no que diz respeito a suas moedas de denominação. Como se vê, a maioria dos ativos e passivos bancários no exterior é em dólar ou euro. Em um segundo nível, vê-se um percentual razoável em iene, libra esterlina e – minoritariamente – franco suíço.

TABELA 4
Ativos e passivos bancários no exterior (dez. 2010)
(Em %)

Moeda de denominação	Moeda estrangeira		Moeda local	
	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Dólar americano	57,8	60,7	26,0	28,9
Euro	20,7	18,4	58,2	52,7
Libra esterlina	5,1	4,9	5,8	8,3
Iene	3,3	3,9	5,8	3,5
Franco suíço	2,3	2,3	0,8	1,0
Outras	10,7	9,7	3,4	5,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: BIS (2011).

Elaboração dos autores.

Obs.: a referência para a definição de "moeda local" e "moeda estrangeira" é o país de localização do banco em questão.

Nos ativos e passivos em moeda local, a preponderância do euro se deve, provavelmente, à contabilização como “posições bancárias no exterior” de ativos e passivos de países da zona do euro em outros países da própria zona do euro. Quando se consideram apenas as posições no exterior em uma moeda estrangeira, constata-se novamente a hegemonia do dólar.

Mesmo em âmbito local, os bancos possuem uma parte de suas posições denominada em moedas estrangeiras. Excluindo os ativos e passivos denominados em moeda nacional e considerando-se apenas as posições bancárias denominadas em moeda estrangeira, nota-se que o dólar é, mais uma vez, a moeda mais utilizada. Em seguida, aparece o euro e, um patamar abaixo, o franco suíço, o iene e a libra esterlina (tabela 5).

TABELA 5

Ativos e passivos bancários locais, em moeda estrangeira (dez. 2010)
 (Em %)

Moeda de denominação	Ativo	Passivo
Dólar americano	44,4	45,7
Euro	24,7	20,2
Franco suíço	6,3	2,8
Iene	4,3	3,1
Libra esterlina	3,9	3,5
Outras	6,8	11,3
Não identificada	9,7	13,5
Total	100	100

Fonte: BIS (2011).

Elaboração dos autores.

3.5.2 Mercado internacional de títulos²⁸

Mercado monetário

No caso dos *commercial papers* e outros instrumentos monetários, notam-se patamares bem delimitados: o euro e o dólar são as moedas mais usadas, seguidas – de longe – pela libra esterlina e, um nível abaixo, por iene e franco suíço (tabela 6).

TABELA 6

Instrumentos do mercado monetário²⁹ (dez. 2010)

(Em %)

Moeda	Participação
Euro	41,29
Dólar americano	37,19
Libra esterlina	13,71
Iene	2,34
Franco suíço	1,64
Dólar Hong Kong	1,00
Dólar australiano	0,99
Zloty polonês	0,29
Coroa sueca	0,27
Dólar neozelandês	0,24
Dólar Cingapura	0,22

(Continua)

28. Como destacado anteriormente, a moeda de denominação dos títulos pode também exercer a função de unidade de conta, de forma que a análise que se segue reflete também, em certa medida, o uso relativo a esta função.

29. Majoritariamente *commercial papers*.

(Continuação)

Moeda	Participação
Dólar canadense	0,20
Rublo russo	0,11
Coroa norueguesa	0,07
Coroa dinamarquesa	0,07
Rand sul-africano	0,02
Outras	0,31
Total	100,00

Fonte: BIS (2011).
Elaboração dos autores.

Mercado de capitais

O estoque verificado ao fim de 2010 de bônus e *notes* internacionais revela um padrão semelhante ao do mercado monetário, com o euro ocupando o primeiro lugar, com 44,1% da participação, e o dólar logo em seguida, com 39,2% do montante (tabela 7). A libra esterlina também desponta como uma moeda importante na denominação de tais títulos e uma proporção razoável do total é composta ainda por iene, franco suíço, dólar canadense e dólar australiano. O restante das moedas, como se vê, tem participação bastante reduzida no mercado internacional de bônus e *notes*.

TABELA 7
Bônus e *notes* internacionais (dez. 2010)
(Em %)

Moeda	Participação
Euro	44,06
Dólar americano	39,23
Libra esterlina	7,80
Iene	2,84
Franco suíço	1,50
Dólar canadense	1,32
Dólar australiano	1,22
Coroa sueca	0,34
Coroa norueguesa	0,24
Dólar Hong Kong	0,22
Dólar neozelandês	0,14
Rand sul-africano	0,13
Dólar Cingapura	0,13
Coroa tcheca	0,06

(Continua)

(Continuação)

Moeda	Participação
Rublo russo	0,06
Zloty polonês	0,05
Coroa dinamarquesa	0,015
Baht tailandês	0,015
Dólar Taiwan	0,005
Peso argentino	0,002
Outras	0,63
Total	100,00

Fonte: BIS (2011).

Elaboração dos autores.

As informações divulgadas trimestralmente pelo BIS a respeito do mercado internacional de capitais fornecem dados apenas para o conjunto de moedas constantes da tabela 7. Publicações de 2007 (BIS, 2007a; 2007b), no entanto, permitem análises mais específicas para as moedas do conjunto de países chamado pelo BIS de “emergentes” e, ainda, uma desagregação das moedas sobre as quais recai o foco deste trabalho. Os dados em questão demonstram claramente o caráter absolutamente marginal das moedas de países periféricos no mercado internacional de capitais. Os bônus e *notes* internacionais denominados em moedas emitidas por países emergentes representavam, em 2006, apenas 0,58% do estoque total (tabela 8). Para efeitos de comparação, destaca-se que o franco suíço, sozinho, representava à época 1,44% destes títulos.³⁰

TABELA 8
Bônus e *notes* internacionais (dez. 2006)

Grupo	Moeda	US\$ bilhões	(%)
Países centrais	Euro	8.304,0	47,28
	Dólar	6.401,1	36,45
	Libra esterlina	1.448,4	8,25
	Iene	486,4	2,77
	Franco suíço	253,6	1,44
Países latino-americanos	Peso argentino	0,8	0,00
	Real brasileiro	10,7	0,06
	Peso chileno	0,2	0,00
	Peso mexicano	9,9	0,06

(Continua)

30. Vale destacar que, após essa publicação do BIS, Brasil e Colômbia lograram um aumento moderado da emissão de títulos denominados em suas moedas nacionais no mercado internacional (sobretudo em 2007 e 2010). Em relação ao estoque total de bônus e *notes*, no entanto, estes títulos emitidos em moedas nacionais continuam extremamente marginais.

(Continuação)

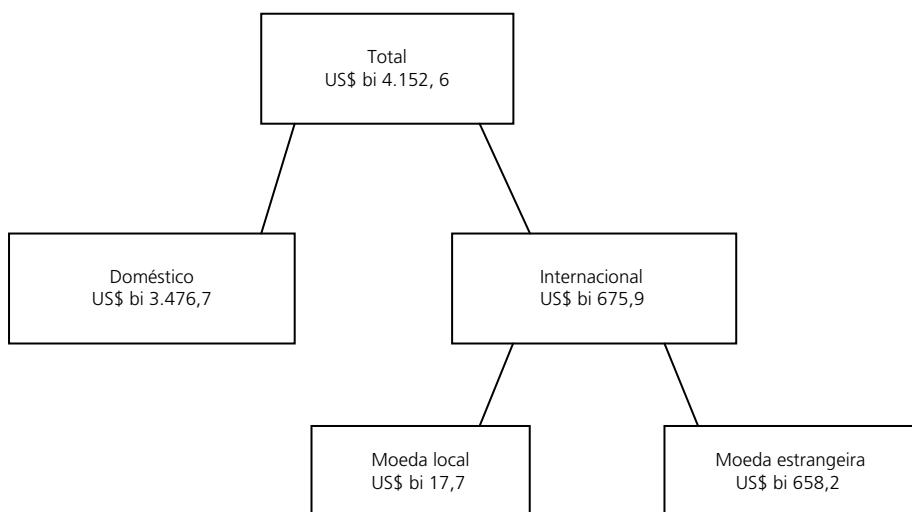
Grupo	Moeda	US\$ bilhões	(%)
Países asiáticos	Renminbi chinês	1,7	0,01
	Rúpia Indiana	0,1	0,00
	Won sul-coreano	1,2	0,01
	Ringgit malaio	1,4	0,01
Total dos emergentes		102,1	0,58
Total		17.561,6	100,00

Fonte: BIS (2007a; 2007b).

Elaboração dos autores.

Isso ocorre, porque os ditos países emergentes emitem volumes menores de bônus e *notes* do que os países centrais, mas também – e aí está o ponto crucial – porque encontram dificuldades para emitir-los em suas moedas nacionais, que não são aceitas pela maior parte dos agentes internacionais.³¹ Dados do BIS para 2006 mostram que, do estoque de bônus e *notes* emitidos por residentes de países emergentes nos mercados internacionais, apenas 2,6% eram nas respectivas moedas nacionais, enquanto 97,4% eram em moedas estrangeiras (figura 1).

FIGURA 1

Bônus e *notes* emitidos por residentes de países emergentes (2006)

Fonte: BIS (2007a).

Obs.: a figura indica apenas os bônus e *notes* emitidos por residentes dos países emergentes, por isso a diferença em relação ao total verificado na tabela 8.

31. Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003).

Mercado de derivativos

No mercado internacional de derivativos, nota-se a mesma heterogeneidade no que diz respeito ao uso das diferentes moedas nacionais, seja nos derivativos cambiais, seja nos de juros. Como revela a tabela 9 a quase totalidade do estoque de derivativos cambiais envolve o dólar americano. Em ordem decrescente de importância, aparecem euro, iene, libra esterlina, franco suíço, dólar australiano, dólar canadense e coroa sueca.

TABELA 9
Estoque de derivativos cambiais – mercado de balcão (dez. 2010)
(Em %)

Moeda	Estoque de derivativos cambiais
Dólar americano	84,33
Euro	37,94
Iene	21,76
Libra esterlina	11,40
Franco suíço	7,26
Dólar australiano	5,51
Dólar canadense	4,19
Coroa sueca	2,75
Dólar Hong Kong	0,66
Coroa dinamarquesa	0,40
Coroa norueguesa	0,42
Dólar neozelandês	0,03
Baht tailandês	0,003
Outros	23,36
Total	200

Fonte: BIS (2011).

Obs.: a soma é 200%, pois os derivativos cambiais envolvem duas moedas na operação.

Nos derivativos de juros, a participação do euro é ligeiramente superior àquela do dólar estadunidense (tabela 10). De qualquer forma, a concentração em algumas poucas moedas é ainda maior do que a verificada nos derivativos cambiais, já que 91,7% do estoque são compostos por apenas quatro moedas (dólar, euro, iene e libra esterlina) – a despeito do crescimento recente dos mercados de derivativos nos países periféricos.

TABELA 10
Estoque de derivativos de juros – mercado de balcão (dez. 2010)
(Em %)

Moeda	Estoque de derivativos de juros
Euro	38,22
Dólar americano	32,58
Iene	12,79
Libra esterlina	8,13
Franco suíço	1,10
Coroa sueca	1,10
Dólar canadense	0,91
Dólar australiano	0,90
Coroa norueguesa	0,16
Dólar Hong Kong	0,08
Coroa dinamarquesa	0,07
Dólar neozelandês	0,03
Outros	3,93
Total	100

Fonte: BIS (2011).

O estudo dos mercados bancário, de títulos e de derivativos deixa claro, portanto, quais são as moedas escolhidas pelos agentes privados para exercerem, em âmbito internacional, a função de reserva de valor: dólar americano e euro são as moedas mais utilizadas, com o primeiro lugar variando de acordo com o mercado ou o ativo em questão; iene e libra esterlina se alternam na terceira e quarta posições; franco suíço apresenta sistematicamente uma proporção não desprezível; dólar australiano, dólar canadense e coroa sueca têm também participação razoável em alguns mercados, embora bastante minoritária.

3.6 Função reserva de valor – uso público

Assim como os agentes privados, os agentes públicos também utilizam a moeda enquanto reserva de valor. Acumulam, então, reservas internacionais, utilizadas basicamente para transferir valor do presente para o futuro. Tais reservas servem, assim, para compensar eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos e para possibilitar intervenções nos mercados cambiais (seja para reduzir a volatilidade cambial, seja no esforço por determinar um patamar adequado para a taxa de câmbio). Como visto na seção 2, muitos países periféricos, após as crises dos anos 1990, possuem uma “demanda precaucional” por reservas internacionais. Uma pequena parcela destas reservas constitui-se de ouro e de direitos especiais de saque (DES) – a moeda contábil do FMI –, sendo o grosso dela denominado em moedas nacionais.

Como mostra a tabela 11, a moeda mais utilizada como reserva cambial é o dólar, cuja participação no estoque total continua sendo superior a 60%, apesar da queda verificada nos últimos anos. O euro é a segunda moeda mais usada para esta função, representando hoje pouco mais de um quarto das reservas oficiais de câmbio. Por características regionais ou de grau de integração econômica com Reino Unido e Japão, a libra esterlina e o iene também são mantidos como reservas por algumas autoridades monetárias. As demais moedas nacionais, mesmo somadas, não constituem fração representativa deste estoque de reservas.

TABELA 11
Composição das reservas oficiais de câmbio
(Em %)

	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010
Dólar americano	62,1	69,3	71,1	67,1	65,9	65,5	64,1	61,5
Euro	-	-	18,3	23,8	24,8	25,1	26,4	26,2
Libra esterlina	2,7	2,7	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	4,0
Marco alemão	14,7	13,8	-	-	-	-	-	-
Franco francês	1,8	1,6	-	-	-	-	-	-
Iene	6,7	6,2	6,1	4,4	3,8	3,1	3,1	3,8
Franco suíço	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Guilder holandês	0,2	0,3	-	-	-	-	-	-
ECUs	7,1	1,3	-	-	-	-	-	-
Outras divisas ¹	4,3	4,5	1,5	1,6	1,9	1,8	2,2	4,4

Fonte: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves – Cofer, do FMI.³²

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Sobretudo: dólar australiano, dólar de Hong Kong e coroa dinamarquesa.

Percebe-se, portanto, que apesar de a lógica privada ser diferente da lógica pública no que diz respeito à constituição do portfólio que transferirá valor intertemporâneamente, as moedas escolhidas como ativos são basicamente as mesmas.

3.7 A hierarquia monetária explicitada

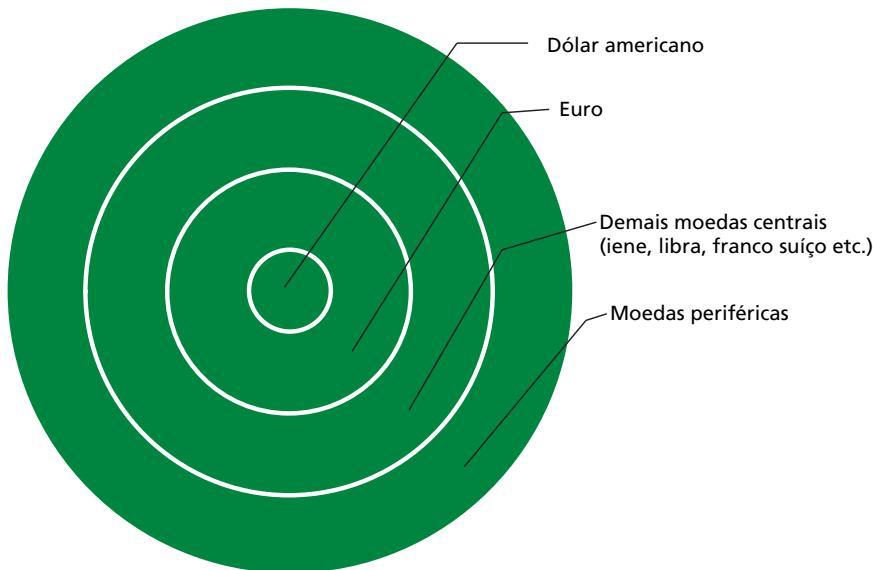
Os dados mostrados ao longo da seção revelam, portanto, que nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional e que, mesmo entre aquelas que o são, sua importância relativa é bastante heterogênea. Não há dúvidas de que, apesar das mudanças recentes no sistema monetário internacional, derivadas essencialmente do surgimento do euro, o dólar continua sendo a moeda mais utilizada na esfera internacional (sobretudo nas funções de meio de pagamento; unidade de conta, uso público; e reserva de valor, uso público); Aglietta e Landry (2007, p. 144) propõem, inclusive, que o sistema monetário internacional atual possa ser caracterizado como

32. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>>.

um “semipadrão dólar”. Em seguida, posiciona-se a moeda comum europeia, com importância crescente desde sua criação até a eclosão da crise da zona do euro, sobretudo no exercício privado das funções reserva de valor e unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o iene, a libra esterlina e – um pouco abaixo – o franco suíço, o dólar canadense e o dólar australiano, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além destas, percebe-se que outras moedas podem eventualmente apresentar uso internacional, mas em caráter absolutamente marginal (ou mesmo excepcional).

Cohen (1998),³³ Prates (2002), Carneiro (2002), entre outros, propõem que, justamente em função da capacidade ou incapacidade de exercerem suas funções em âmbito internacional,³⁴ as diferentes moedas nacionais possam ser ordenadas, explicitando o caráter hierarquizado do sistema monetário internacional. Com base nos dados analisados acima, propõe-se que o sistema monetário internacional atual apresente a hierarquia apresentada na figura 2.

FIGURA 2
A hierarquia do atual sistema monetário internacional



Fonte: Prates (2002) e Carneiro (2002).
Elaboração dos autores.

33. Cohen (1998) propõe que a hierarquia monetária não reflete apenas a capacidade de exercício das funções clássicas da moeda, mas também o “domínio” ou “influência” que exercem em cada região (*authoritative domain*).

34. Cohen (1998) sugere que a hierarquização do sistema monetário internacional deve levar em conta a capacidade das moedas de exercerem suas funções em âmbito internacional, mas também na esfera nacional, já que algumas moedas frágeis deixam de fazê-lo – sobretudo a função reserva de valor. Esta consideração é certamente importante, até mesmo porque o grupo das moedas periféricas é bastante heterogêneo, mas foge ao escopo deste trabalho, que procura avaliar apenas o uso internacional das moedas.

De acordo com essa classificação, portanto, são estabelecidos quatro elos no sistema monetário internacional atual: *i*) ao centro, o *dólar americano*, a moeda-chave do sistema; *ii*) a seguir, o *euro*, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas ainda sem atingir o *status* do dólar; *iii*) em um terceiro elo, as demais *moedas centrais*, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; e *iv*) por fim, o grupo que se denomina aqui como *moedas periféricas*, a saber, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional – a não ser em caráter excepcional.³⁵

Com relação ao euro, algumas considerações suplementares podem ser feitas, permitindo, assim, o anúncio de certas proposições. Nos anos seguintes ao seu nascimento, a moeda europeia rapidamente conquistou uma grande importância no cenário internacional, até mesmo maior que aquela constatada anteriormente pelo conjunto das moedas que ele veio a substituir. Desde 2003, no entanto, a posição do euro no sistema monetário internacional se tornou estável, em um patamar ainda inferior àquele ocupado pelo dólar. O BCE calcula um “indicador do papel internacional do euro” (*summary indicator of the international role of the euro*) que corrobora esta evidência, já que o índice aumentou entre 1999 e 2003 e, desde então, tem apresentado oscilações, mas sempre em torno de um nível determinado (ECB, 2010). Esta posição secundária do euro pode ser analisada sob duas óticas diferentes e complementares: a ótica territorial e a ótica das funções desempenhadas. Sob a primeira ótica, até mesmo o BCE reconhece que a influência do euro é efetivamente grande apenas na Europa e em alguns países africanos; o dólar, por sua vez, é utilizado em escala planetária (Cartapanis, 2009). Sob a segunda ótica, constatou-se, nesta seção, que o euro conquistou uma grande importância em algumas das funções monetárias, mas não em outras.³⁶

Cabe questionar a razão desse fenômeno e da acentuada importância adquirida pelo euro para algumas das funções da moeda em detrimento de outras. Como se percebeu nesta seção, a função reserva de valor, em seu uso privado, é aquela na

35. Prates (2002) e Carneiro (2002) propõem a divisão do sistema monetário internacional em três grupos de moedas, de acordo com o desempenho de suas funções clássicas em âmbito internacional. No centro está o dólar; em um segundo nível, se encontram as moedas que exercem algumas de suas funções em âmbito internacional, mas com menor importância (as moedas chamadas pelos autores de “conversíveis”); e, enfim, as moedas ditas “inconversíveis”, que não desempenham nenhuma de suas funções em âmbito internacional. Para evitar ambiguidades, não são utilizados, neste trabalho, os termos “conversibilidade” e “inconversibilidade” no sentido utilizado por estes autores, embora a ideia geral seja a mesma, a saber, que a hierarquia das moedas é determinada pelo desempenho de suas funções em âmbito internacional. Além disto, estes autores colocam o euro no grupo de “moedas conversíveis”, enquanto optou-se aqui por diferenciá-lo das demais moedas centrais, em função da importância de seu uso no cenário internacional, notadamente nas funções reserva de valor e unidade de conta, uso privado. Uma análise mais detalhada poderia ter dividido o grupo das “moedas periféricas” em subgrupos, já que há algumas moedas que possuem um uso regional, ou seja, nos países vizinhos ao país de emissão. Contudo, este uso regional é ainda marginal e não cria diferenças expressivas na demanda por essas moedas e na dinâmica das taxas de câmbio e juros dos países periféricos, não sendo importantes, portanto, para os objetivos deste trabalho.

36. Pode-se dizer, então, que o dólar é uma moeda mais “completa” em âmbito internacional.

qual o euro conquistou uma importância expressiva, às vezes superior até mesmo à do dólar.³⁷ Não se pode supor, contudo, que, por isso, o dólar não exerce mais a função de reserva de valor da maneira que exercia anteriormente. Visto que o dólar é ainda a moeda que denomina e paga a maioria das transações internacionais (como mostrado na seção 3) e a inflação dos preços em dólar não tem sido expressiva nos últimos anos, ele mantém seu poder de “transferir valor para o futuro”.³⁸ Contudo, os agentes privados querem, evidentemente, preservar o valor de sua riqueza, mas querem também valorizar esta riqueza. Dado que o euro apareceu no cenário internacional como uma moeda segura, líquida e que, além de tudo, oferecia um rendimento maior que o do dólar (em função das taxas de juros e das variações cambiais), ele tornou-se rapidamente uma moeda importante no que diz respeito à função reserva de valor, uso privado.³⁹ Durante uma grande parte da primeira década do ano 2000, a manutenção do dólar (ou de títulos em dólares) nos portfólios, ainda que não significasse exatamente uma perda de valor, significavam um “custo de oportunidade” para os agentes. Retorna-se, aqui, à questão discutida na subseção 2.2 sobre a contradição entre a função reserva de valor e as outras funções monetárias. Do ponto de vista das funções unidade de conta e meio de pagamento, foi (e é) sempre conveniente, para a maioria dos agentes internacionais, reter dólares, por ser esta a moeda mais utilizada para a denominação e o pagamento das operações internacionais. Mas, quando a lógica é de valorização da riqueza, os agentes decidem, por vezes, demandar outras moedas.

Em decorrência, a demanda pelas moedas para o desempenho da função reserva de valor é aquela que sofre as alterações mais frequentes, como indicado em BIS (2010a), Kenen (2002) e Pouvelle (2006) e corroborado pela constatação que acaba de ser feita sobre a importância rapidamente adquirida pelo euro para o desempenho desta função.⁴⁰ Para as funções meio de pagamento e unidade de conta, por sua vez, a inércia é maior.⁴¹ Segundo Tavlas (1998), isto evidencia a contradição supracitada entre a função reserva de valor e as outras funções monetárias. É verdade, mas é possível ir até mesmo um pouco além desta proposição. Se uma moeda é demandada em função do rendimento que ela oferece, ela não é demandada exatamente como uma moeda, mas, sim, como um ativo financeiro.⁴²

37. No que diz respeito aos fluxos, não aos estoques.

38. É bem verdade que os preços em dólar das *commodities* minerais e agrícolas subiram consideravelmente nos últimos anos, mas este movimento manteve-se de certa forma restrito a estes mercados específicos, não se configurando uma inflação generalizada dos preços em dólar.

39. Vale lembrar também que os agentes privados possuem normalmente uma lógica de diversificação de portfólio.

40. É importante perceber, porém, que, apesar destas transformações, a função reserva de valor continua a ser desempenhada exclusivamente pelas moedas centrais.

41. De acordo com BIS (2010a), a inércia é maior na função meio de pagamento, porque as redes de externalidades são mais importantes para esta função do que para as outras.

42. É evidente que o resultado é o mesmo, a saber, a demanda da moeda-ativo, mas a lógica subjacente à escolha monetária é diferente e, para os estudos aqui conduzidos, esta distinção é importante.

Assim, esta demanda é submetida a uma lógica distinta daquela que determina a demanda de uma moeda como moeda (ou seja, uma demanda que vislumbre efetivamente o desempenho de uma das funções monetárias).⁴³ Esta heterogeneidade na dinâmica observada quanto ao uso das moedas em suas diferentes funções revela, então, a contradição entre as funções da moeda, mas também uma contradição ligada à dupla natureza da moeda, qual seja, da moeda como moeda e da moeda como ativo financeiro.

Por enquanto, tendo sido feita a apresentação da hierarquia monetária, resta uma questão: quais são os determinantes desta hierarquia? A seção seguinte procurará analisar as possíveis razões para a determinação da capacidade (ou incapacidade) das moedas nacionais exercerem suas funções em âmbito internacional.

4 DETERMINANTES DO USO INTERNACIONAL DAS MOEDAS

Em uma economia nacional, a moeda é geralmente imposta pelo Estado, segundo a lógica do *fiat money*.⁴⁴ Gozando de soberania sobre o território nacional, o Estado emite a moeda, determina por lei sua aceitação e as regras de seu curso, realiza pagamentos e recolhe taxas, multas e impostos nesta moeda. Para as transações internacionais, por sua vez, nenhuma moeda é explicitamente imposta, até mesmo porque inexiste a figura de um Estado supranacional com tal alcada de poder. Deste modo, as diversas moedas nacionais são – ao menos potencialmente – passíveis de utilização internacional.

A seção 3 mostrou, todavia, que são poucas as moedas que exercem suas funções clássicas em âmbito internacional, caracterizando um sistema monetário internacional nitidamente hierarquizado. Se, por um lado, esta hierarquia fica clara, por outro lado, os motivos por trás da escolha das moedas utilizadas para os negócios mundiais não são tão evidentes e são encontradas diferentes tentativas de explicação para esta determinação. Faz-se necessário, assim, avançar na investigação, com o intuito de apreender as razões que capacitam certas moedas – e não outras – ao exercício internacional de suas funções. Não há na literatura uma resposta consensual para esta indagação e a presente seção procura contribuir com as discussões concernentes.⁴⁵

43. A valorização do valor não é exatamente uma função da moeda, mas, sim, do capital financeiro.

44. Embora essa seja uma proposição aceita por boa parte dos economistas (Knapp, 1905; Lerner, 1943; Goodhart, 1998), ela não é consensual. Orléan (2002) questiona o papel criador da moeda pelo Estado, sugerindo que este pode contribuir para a consolidação de uma moeda, mas que sua ação não é nem necessária, nem suficiente para essa criação monetária. Para uma análise sobre a teoria cartalista da moeda, ver Aggio e Rocha (2009).

45. Apesar de não haver consenso, são inúmeros os trabalhos que – direta ou indiretamente – abordam a questão, tais como: Aglietta e Deusy-Fournier (1994); Aristovnik e Cec (2009); Belluzzo (1997); Bénassy-Quéré e Deusy-Fournier (1994); Béthaud (2009); Bordo, Meissner e Redish (2005); Bourguinat (1995); Cohen (1998; 2000); Eichengreen e Hausmann (2005); Guillaumin e Plihon (2008); Hayek (1976/1990); Herr (2006); Krugman (1991); Lago, Duttagupta e Goyal (2009); Lindert (1969); Miotti, Plihon e Quenan (2002); Prates (2002).

A leitura dos autores que procuram explicar os determinantes do uso internacional das moedas revela a existência da divergência – fundamental e pouco explicitada no debate – acerca de se a capacidade de uma moeda exercer suas funções em âmbito internacional seria determinada primordialmente pelo lado da oferta ou da demanda. Dito de outra forma: não fica claro se são os países emissores das moedas que as tornam internacionais ou se são os agentes internacionais que escolhem as moedas que exercem suas funções nesse cenário.

Cohen (1998) sugere que, mesmo em âmbito nacional, a soberania do Estado na emissão e controle da moeda é dividida com o mercado, pois é nele que são definidas as características da demanda pela moeda. Como em outro mercado qualquer – diz o autor –, a interação entre oferta e demanda é determinante. Quando trata do cenário internacional, o autor dá igualmente grande destaque – embora não exclusivo – às questões ligadas à demanda pelas moedas, afirmando que a internacionalização de uma moeda é fruto de uma competição de mercado que se configura como um processo seletivo darwiniano guiado pelo lado da demanda. Na mesma linha, Krugman (1991) argumenta que as moedas que adquirem uso internacional não obtêm este *status* por imposição, mas como resultado de processos coordenados pela “mão invisível” dos mercados e ratificados – mais que guiados – pelos acordos internacionais. Eichengreen e Hausmann (2005) entendem que a determinação das moedas de denominação dos ativos é fruto da escolha dos investidores internacionais, mediante análises da relação custo-benefício da diversificação dos portfólios;⁴⁶ assim, fica novamente sugerido que a determinação é dada pela demanda. Tavlas (1998, p. 47), na mesma linha, afirma que “a escolha das moedas internacionais é um processo conduzido principalmente pelo mercado”.

Outros autores, porém, tratam da dita “competição entre moedas” dando ênfase maior ao “lado da oferta” na determinação das moedas que possuem um uso internacional, ou seja, à interação entre os países emissores das tais moedas. Bénassy-Quéré e Deusy-Fournier (1994) defendem que não é o mercado que define as moedas que adquirem o *status* de internacionais, mas, sim, uma conjugação de fatores históricos e institucionais. Por sua vez, Aglietta e Deusy-Fournier (1994) sugerem que a estrutura hierarquizada do sistema monetário internacional tem como grande determinante a relação de forças entre os Estados Nacionais e não meramente a livre escolha de mercado por parte dos agentes internacionais. Belluzzo (1997) vai além, sugerindo que a hegemonia do dólar seja imposta pelos Estados Unidos mediante o poder de financiamento de atividades no exterior. Nas palavras do autor, “os bancos da economia dominante impõem naturalmente

46. O trabalho de Eichengreen não diz respeito ao exercício internacional de todas funções da moeda, mas se restringe ao estudo do que chama de “pecado original” (*original sin*), a saber, a incapacidade de certos países de emissão de dívida externa em sua própria moeda (cf. Eichengreen et al., 2003 e 2005).

a moeda de sua emissão aos demais protagonistas ‘soberanos’ do mercado” (*op. cit.*, p. 162). Reforçando a ideia, afirma ainda que “[o]s Estados Unidos usufruindo de seu poder militar e financeiro dão-se ao luxo de impor a dominância de sua moeda” (*op. cit.*, p. 187).

O presente trabalho compartilha da visão do segundo grupo de autores, entendendo que são as características dos países emissores das distintas moedas e a correlação de forças entre estas nações que devam ser encaradas como preponderantes na determinação do uso internacional das moedas. Isto não significa, evidentemente, que a ótica da demanda deva ser ignorada, que a dinâmica de mercado seja inexistente ou que a escolha dos agentes internacionais seja irrelevante.⁴⁷ O que se pretende relativizar aqui é a soberania dos agentes nesta escolha. A demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do sistema monetário internacional. De acordo com Aglietta e Landry (2007), “a alteração das preferências coletivas no domínio da escolha da moeda internacional é completamente dominada pelo político”.⁴⁸ Os agentes têm liberdade na escolha entre as diversas moedas enquanto *ativos internacionais*, mas não das moedas enquanto *moedas internacionais*.⁴⁹ Explicando: os agentes escolhem livremente os ativos e, portanto, também, as moedas que comporão seu portfólio, segundo a lógica que melhor lhes convier. Podem, inclusive, escolher as moedas chamadas aqui de “periféricas” – ou os ativos nela denominados – em função da alta rentabilidade que geralmente oferecem.⁵⁰ Se, em contrapartida, precisam valer-se das funções clássicas da moeda em âmbito internacional, devem escolher uma moeda que já tenha uso internacional. A moeda, como se vê, é um importante instrumento de dominação e a autonomia dos agentes privados na escolha monetária é muito limitada. A dinâmica subjacente à escolha da moeda, portanto, não é a causa da hierarquia monetária, mas, sim, seu sintoma.⁵¹ Dito de outra forma, não são os agentes privados que escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária

47. Vale destacar, por exemplo, a importância das convenções que se formam a respeito de uma moeda e que determinam comportamentos coletivos que, no médio ou longo prazo, podem, sim, ter influência – pelo lado da demanda – sobre o uso internacional das moedas.

48. É importante notar que os autores tratam das preferências *coletivas* (e não *individuais*) dos agentes, pois são elas que realmente importam à determinação do uso internacional das moedas.

49. De acordo com Keynes (1964), uma moeda possui liquidez máxima (l), custo de carregamento nulo (c) e rendimento igualmente nulo (r). Os ativos financeiros, por sua vez, possuem liquidez mais reduzida, custo de carregamento positivo e rendimento também positivo.

50. Em função das elevadas taxas de juros dos ativos denominados em moedas periféricas, mas também da eventual apreciação dessa moeda.

51. E as características ligadas à demanda pelas diferentes moedas, decorrentes justamente do *status* desta moeda em âmbito internacional, servem de canal para que a hierarquia monetária tenha implicações sobre as taxas de câmbio, de juros e sobre a política econômica dos países periféricos. Mais especificamente, as moedas periféricas contam com uma importante demanda especulativa, que será determinante no comportamento das taxas de câmbio e juros destes países. Para mais detalhes, ver De Conti (2011).

estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas, como se verá – é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional.

Volta-se, então, à pergunta original: o que determina esse uso? Como antecipado, as análises são bastante distintas, mas recorre-se aqui aos pontos mais frequentemente apresentados na explicação da determinação do uso da moeda, no intuito de aceitá-los ou refutá-los. São eles: tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial; poder geopolítico; voluntarismo político; instituições fortes e/ou favoráveis; política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos. Serão analisados os mesmos países selecionados na seção anterior, representativos dos três grupos que se quer observar (países centrais, asiáticos e latino-americanos).⁵²

4.1 Tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial

A própria razão de existência das moedas determina que seu uso dependa das externalidades positivas geradas pela quantidade de atores que a utilizam. Dito de outra forma, a utilidade de uma moeda é estreitamente relacionada às economias de rede e de escala que ela determina: *i) economia de rede*: quanto maior a rede de atores presentes no mercado que utilizam certa moeda, maior o estímulo para que novos atores a utilizem também, em função das facilidades de intercâmbio e da redução da incerteza; *ii) economia de escala*: quanto mais volumosas forem as trocas realizadas em certa moeda, mais baixos serão os custos de transação das operações.

Face a essa percepção, é praticamente consenso entre os autores a importância que o tamanho da economia nacional emissora de uma determinada moeda tem na determinação de seu uso internacional.⁵³ Não poderia ser diferente, já que o montante de moeda de uma economia guarda relação com seu tamanho e, em geral, quanto maior a economia, mais volumosos os recursos que transaciona com o resto do mundo,⁵⁴ como se verá nas tabelas 12 e 13. Flandreau e Jobst (2009, p. 662) ousam até mesmo afirmar que, no que diz respeito ao uso internacional das moedas, “o tamanho é tudo”. Mesmo não concordando com esta atribuição exclusiva de causalidade, é inquestionável que há uma relação estreita entre o tamanho de uma economia e o uso de sua moeda em âmbito internacional.

A tabela 12 mostra que, em geral, os países cujas moedas desempenham suas funções em âmbito internacional têm de fato um produto interno bruto (PIB) maior que os demais. O PIB americano representa cerca de um quarto do PIB mundial, e

52. São eles: Estados Unidos, Reino Unido, zona do euro (ou Alemanha, quando a análise de toda a zona do euro não for possível), Suíça, China, Coreia do Sul, Índia, Malásia, Argentina, Brasil, Chile e México.

53. “Para o bem ou para o mal – e as opiniões divergem – a escolha da linguagem e da moeda não é feita com base no mérito ou em valores morais, mas no tamanho” (Kindleberger, 1967 *apud* Flandreau e Jobst, 2009).

54. O volume de recursos que uma economia nacional transaciona com o restante do mundo não depende apenas do tamanho da economia em questão, mas também de sua integração com a economia mundial, como se verá a seguir.

isto é seguramente um dos principais fatores explicativos do papel que desempenha o dólar enquanto moeda-chave do sistema monetário internacional. A soma dos PIBs dos países da zona do euro alcança um valor comparável ao dos Estados Unidos, explicando o fortalecimento do uso da moeda europeia em âmbito internacional e, igualmente, a diferença verificada em relação à importância que tinham isoladamente as moedas nacionais europeias que o euro veio a substituir. O euro tem como *background* as economias alemã, francesa, italiana, entre outras, e isso certamente acentua seu uso internacional. Japão e Reino Unido também possuem PIBs bastante grandes, contribuindo para que suas moedas sejam utilizadas no cenário internacional.

TABELA 12
Produto interno bruto – PIB (2010)
 (Em US\$ bilhões)

País	PIB
Estados Unidos	14.658
Zona do euro	12.168
China	5.878
Japão	5.459
Alemanha	3.316
Reino Unido	2.247
Brasil	2.090
Índia	1.538
México	1.039
Coreia do Sul	1.007
Suíça	524
Argentina	370
Malásia	238
Chile	203

Fonte: World Economic Outlook do Fundo Monetário Internacional (WEO/FMI).
 Elaboração dos autores.

As exceções ao padrão são a China, que obteve, em 2010, o segundo maior PIB do mundo, mas continua tendo uma moeda que não é usada em âmbito internacional – ao menos não de forma expressiva; e a Suíça, que, apesar de não ter um PIB muito grande, emite uma moeda com uso internacional. A análise que se segue até o fim da seção ajudará a explicar o porquê destas exceções.

No entanto, é bom que se destaque que possuir um PIB grande não é condição suficiente para que um país emita uma moeda com uso internacional. O país em questão, por maior que seja seu PIB, pode estar economicamente isolado do restante

do mundo, de forma que sua moeda só tenha uso em âmbito nacional. Faz-se necessário, portanto, analisar também o grau de integração econômica dos diversos países com o restante do mundo, seja sob a ótica comercial, seja sob a ótica financeira.

A análise dessa integração econômica, contudo, não deve ser feita (como se faz usualmente) com base no grau de abertura comercial e financeira dos diversos países, já que o relevante para o estudo em curso não é o quanto cada economia nacional está integrada com o mundo, mas, sim, quanto o mundo recebe de recursos desta economia ou envia para ela. Se uma economia é bastante integrada com o mundo, mas é pequena, a probabilidade de que sua moeda adquira uso internacional é menor que aquela de uma economia com graus de abertura comercial e financeira mais reduzidos, mas com importantes dimensões. O que realmente importa, portanto, é o volume total de recursos negociados por este país com o restante do mundo, ou seja, a dimensão da “rede de transações”⁵⁵ que o país emissor da moeda estabelece com o restante do mundo.

Na tabela 13 são apresentadas as correntes de comércio dos países selecionados, que mostram um padrão bastante semelhante ao verificado com os PIBs. A zona do euro apresenta uma corrente de comércio bastante grande, mas que inclui as exportações e importações internas à própria zona monetária, não interferindo, portanto, no uso da moeda por países que não os próprios participantes da união monetária. Ainda assim, o percentual de seu comércio exterior à zona do euro é também relevante e, sobretudo nas transações com o Leste Europeu e com as ex-colônias africanas, o euro é largamente utilizado. Os Estados Unidos também possuem uma corrente de comércio bastante significativa, “exportando” de certa forma o uso do dólar, junto com seus produtos (como se viu na seção 3). Japão e Reino Unido possuem correntes de comércio menores, mas ainda significativas e, principalmente nas órbitas regionais, isto incita o uso das respectivas moedas nacionais. China e Suíça são novamente as exceções ao padrão, mas pode-se assim mesmo aceitar a proposição de Flandreau e Jobst (2009, p. 662) de que “moeda e comércio são complementares”.

TABELA 13
Corrente de comércio (2010)
 (Em US\$ bilhões)

País	Corrente de comércio
Zona do euro	5.422,8
Estados Unidos	4.175,2
China	3.273,2
Alemanha	2.902,8
Japão	1.668,2

(Continua)

55. Expressão de Helleiner (2008); na versão original *transactional networks*.

(Continuação)

País	Corrente de comércio
Reino Unido	1.381,3
Coreia do Sul	1.063,3
Índia	789,5
México	641,0
Suíça	618,6
Brasil	478,1
Malásia	331,3
Argentina	149,3
Chile	148,8

Fonte: WEO/FMI.

Elaboração dos autores.

Obs: a corrente de comércio é calculada como a soma dos módulos das exportações e importações de bens e serviços.

No que diz respeito aos fluxos de ordem financeira (tabela 14), o padrão se repete e os comentários feitos anteriormente são igualmente válidos. A única diferença relevante refere-se ao posicionamento da China, que serve como uma nova pista para se entender a razão de o renminbi não ser uma moeda com uso internacional: apesar do tamanho da economia chinesa e da importância de seu comércio externo, trata-se de uma economia ainda relativamente fechada e extremamente regulada do ponto de vista financeiro. A Suíça, por sua vez, apesar do tamanho diminuto de sua economia, possui uma corrente financeira relativamente grande, sobretudo em função do papel de centralidade que ocupa o sistema bancário suíço na economia mundial.⁵⁶

TABELA 14
Corrente financeira (2010)
(Em US\$ bilhões)

País	Corrente financeira
Estados Unidos	2.262,8
Zona do euro	1.214,3
Reino Unido	1.066,5
Alemanha	855,8
Japão	772,3
China	589,5
Brasil	216,5

(Continua)

56. Embora o PIB americano em 2010 tenha sido quase trinta vezes maior que o suíço, as posições internacionais bancárias americanas, em dezembro do mesmo ano, eram menos de cinco vezes superiores às suíças (conforme dados do anexo estatístico de BIS, 2011). Além disso, as operações cambiais na Suíça são extremamente concentradas, com apenas dois bancos sendo responsáveis por 75% do giro cambial diário (dados do BIS para abril de 2010), o que confere grande poder a esses bancos.

(Continuação)

País	Corrente financeira
Suíça	172,9
Índia	124,4
México	105,1
Chile	61,2
Malásia	41,4
Argentina	29,8

Fonte: International Financial Statistics (IFS) do FMI.

Elaboração dos autores.

Obs.: 1. Calculada como a soma dos módulos da entrada e saída de capitais pela conta financeira (composta por: investimento direto estrangeiro; investimento de portfólio; outros investimentos; derivativos).

2. Dado ligeiramente subestimado, já que só contabilizou a posição líquida dos derivativos (único dado disponível).

3. Para Índia e Malásia, os dados apresentados são de 2009, últimos dados disponíveis.

Associados a essa integração financeira internacional e à dimensão da economia nacional estão outros dois aspectos importantes para a determinação do uso de uma moeda em escala mundial, a saber, o tamanho e a profundidade do mercado financeiro doméstico. De fato, para que uma moeda adquira uso internacional, é preciso que o mercado financeiro do país em questão seja capaz de absorver e prover de maneira ordenada os fluxos de capitais resultantes dessa internacionalização monetária. Os maiores mercados financeiros do mundo, medidos com base no estoque de ativos financeiros (ações, títulos de dívida – públicos e privados – e depósitos bancários) encontrados no país são os de Estados Unidos, zona do euro, Japão e Reino Unido, como mostra a tabela 15.

TABELA 15
Mercados financeiros (2006)

	Tamanho (US\$ trilhões)	Profundidade (% PIB)
Estados Unidos	56,1	424
Zona do euro	37,6	356
Japão	19,5	446
Reino Unido	10	422
China	8,1	307
Ásia emergente	4,3	250
América Latina	4,2	159
Índia	1,8	202

Fonte: McKinsey Global Institute (MGI, 2008).

A tabela 15 mostra, ainda, a profundidade financeira dos países, calculada como a razão entre o estoque de ativos financeiros e o PIB de cada país (ou região). Nota-se que os países com mercados financeiros mais profundos são Estados Unidos, Japão e Reino Unido. Entre as regiões analisadas, a América Latina é aquela que apresenta o menor resultado.

Conforme constatado, a hegemonia financeira dos Estados Unidos é certamente um elemento central na explicação do *status* do dólar como moeda-chave do sistema.⁵⁷ Entretanto, esta hegemonia não foi construída isoladamente, mas é consequência do tamanho da economia americana, de sua integração com a economia mundial e do poder geopolítico dos Estados Unidos, que será tratado na subseção seguinte. Tentativas de construção de um mercado financeiro grande e profundo que desconsiderem estes outros aspectos (ou pré-requisitos) podem ser contraproducentes.

Nota-se, assim, que o tamanho da economia nacional e sua integração com o restante do mundo parecem de fato interferir na determinação do uso internacional das moedas, apesar de se verificar que China e Suíça fogem, de certa forma, ao padrão. A China possui uma economia grande e bastante integrada com o restante do mundo (ao menos do ponto de vista comercial), mas sua moeda não é utilizada de forma expressiva em âmbito internacional; trata-se, no entanto, de uma questão de escolha política, como se verá na subseção 4.3. A Suíça, em contraste, não possui uma economia extremamente grande, mas sua moeda desempenha algumas funções em âmbito internacional; isto se deve ao papel do sistema bancário suíço, tido historicamente como uma praça segura e um dos mais importantes paraísos fiscais do mundo.⁵⁸

4.2 Poder geopolítico

Outro aspecto destacado por alguns autores como um dos fatores determinantes do uso internacional das moedas é o poder que detêm os diversos países no cenário político mundial, ligado a seu modo de inserção no capitalismo internacional (Prates, 2002; Brunhoff, 2005; Herr, 2006; Aglietta e Deussy-Fournier, 1994; Helleiner, 2008).⁵⁹ Strange (1986) define poder como “a capacidade de uma pessoa ou de um grupo de pessoas de influir sobre o estado das coisas de tal maneira que suas preferências tenham prioridade sobre as preferências dos demais”. As relações geopolíticas são claramente relações de poder e evidenciam uma hierarquia, com alguns países que conseguem – parafraseando Strange – colocar suas preferências acima das preferências dos demais. No que diz respeito às questões monetárias, portanto, os países mais poderosos podem impor aos demais o uso de suas moedas, ainda que, diferentemente do que ocorre em âmbito nacional, esta imposição seja feita de maneira implícita. O poder geopolítico pode estimular

57. Além do tamanho e da profundidade, o “formato” do mercado financeiro também é importante para o assunto em pauta – notadamente o grau de abertura e liberalização dos mercados financeiros. Este ponto será discutido na seção 4.4, quando da avaliação das características institucionais dos distintos países e economias.

58. Na crise atual, que gerou um ambiente de incertezas generalizadas com relação ao dólar e ao euro, o franco suíço revelou-se novamente como uma “moeda refúgio”.

59. Contrariamente a esses autores, Krugman (1991, p. 165) propõe que o uso internacional de uma moeda é preponderantemente uma questão econômica: “O futuro do sistema monetário estadunidense é majoritariamente uma questão política; o futuro do papel internacional do dólar é majoritariamente uma questão econômica”.

o uso de certa moeda de duas maneiras: de maneira direta, principalmente por meio da confiança depositada pelos agentes sobre uma moeda emitida por um Estado poderoso; ou de maneira indireta, a saber, por meio dos efeitos deste poder geopolítico sobre as variáveis econômicas importantes para esse uso (a dimensão da rede de transações do país, as características do mercado financeiro etc.).⁶⁰

Lindert (1969) sugere que essas influências geopolíticas possam ocorrer nas relações bilaterais entre os países, mas também mediante a força das nações mais poderosas sobre as instituições multilaterais. O caso paradigmático é o do Acordo de Bretton Woods – que expandiu e consolidou a hegemonia do dólar no sistema monetário internacional –, mas outras formas de influência também podem ser elencadas. Foi comum em parte do século passado, por exemplo – diz o autor –, que as nações credoras exercessem influência não apenas sobre a composição das reservas internacionais das nações devedoras, mas também sobre aquelas das instituições oficiais. E assim por diante.

O poder geopolítico de cada país não é algo mensurável, mas não há muitas dúvidas sobre quais são os países mais poderosos em âmbito internacional. O quadro 2 apresenta alguns grupos políticos internacionais que apenas expressam este senso comum – para os países que vêm sendo destacados ao longo do trabalho.

QUADRO 2
Participação em grupos políticos internacionais

G7	Conselho de Segurança da ONU	Otan	OCDE	G20
Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos
Reino Unido	Reino Unido	Reino Unido	Reino Unido	Reino Unido
Alemanha	China	Alemanha	Alemanha	Alemanha
Japão			Japão	Japão
			Suíça	Suíça
			Coreia do Sul	Coreia do Sul
			México	México
			Chile	China
				Índia
				Brasil
				Argentina

Elaboração dos autores.

Outro indício do poder geopolítico dos países pode ser dado pelo poder de voto que detêm na Assembleia de Governadores (*Board of Governors*) do FMI, a autoridade decisória máxima da instituição. Este poder de voto está associado à

60. Helleiner (2008) também faz essa distinção entre os efeitos diretos e indiretos das questões de ordem política sobre o uso internacional das moedas, mas de uma maneira diferente da aqui apresentada.

quota de DES que possuem depositados no Fundo e revela nitidamente a supremacia dos países centrais sobre os periféricos, como mostra a tabela 16.⁶¹ Não por acaso, os chamados países emergentes têm pleiteado junto ao órgão um aumento destas quotas, visando à ampliação de seu percentual de votos.⁶²

TABELA 16
Quotas e poder de voto no Fundo Monetário Internacional (jun. 2010)

		Quotas	Votos
		(DES milhões)	(% do total)
Países centrais	Estados Unidos	42.122	16,76
	Japão	15.629	6,24
	Alemanha	14.566	5,81
	Reino Unido	10.739	4,29
	Suíça	3.459	1,40
Países latino-americanos	Brasil	4.251	1,72
	México	3.626	1,47
	Argentina	2.117	0,87
	Chile	856	0,37
Países asiáticos	China	9.526	3,81
	Índia	5.822	2,34
	Coreia do Sul	3.366	1,37
	Malásia	1.774	0,73
Total		238.400	100,00

Fonte: FMI (2011).
Elaboração dos autores.

Por fim, é importante destacar que o poder geopolítico guarda também relação com o poder militar dos distintos países. Embora os governos nacionais não detenham – como ocorre em âmbito nacional – o “monopólio da força” na esfera internacional, esta capacidade militar indubitavelmente interfere na correlação de forças entre os países. Os *rankings* relativos a este poder militar nacional não são exatamente coincidentes, mas colocam quase sempre os Estados Unidos em primeiro lugar e a China em segundo ou terceiro. Levando em conta basicamente

61. Os únicos países que fogem ao padrão são, novamente, China e Suíça.

62. Completando a 14ª Revisão Geral de Quotas, a Assembleia de Governadores do FMI aprovou, em 15 de dezembro de 2010, um pacote de reformas que planeja dobrar as quotas totais, aumentando o percentual relativo aos países emergentes – e, portanto, o poder de voto deste grupo de nações; estipula-se que a participação dos Estados emergentes será elevada em ao menos 6% das quotas totais, colocando China em terceiro lugar e Brasil, Rússia e Índia entre os dez maiores quotistas. A expectativa é que a revisão da fórmula que define as quotas seja completada em 2013 (IMF, 2011).

o tamanho do exército (homens, armas e veículos) e as tecnologias dominadas (entre outros critérios), uma consultoria especializada estabeleceu, para o ano de 2011, o *ranking* mostrado no quadro abaixo.

**QUADRO 3
Poder militar (2011)**

Posição	País
1 ^a	Estados Unidos
2 ^a	Rússia
3 ^a	China
4 ^a	Índia
5 ^a	Reino Unido
6 ^a	Turquia
7 ^a	Coreia do Sul
8 ^a	França
9 ^a	Japão
10 ^a	Israel
11 ^a	Brasil
12 ^a	Irã
13 ^a	Alemanha
30 ^a	México
32 ^a	Argentina

Fonte: Global Fire Power.

Fica claro, portanto, que os Estados Unidos seguem sendo, inquestionavelmente, o país mais influente no cenário político internacional. As nações que compõem a zona do euro – notadamente Alemanha e França – são também atores de peso nas decisões geopolíticas internacionais, mas há uma questão essencial que deve ser destacada: a zona do euro não tem um governo central, o que reduz a força do euro. Ainda que o BCE seja o responsável único pela “governança” do euro, pode haver conflitos entre essa instituição e os governos nacionais dos países membros, fruto da ausência de uma coordenação centralizada. Não há um tesouro europeu e não há um Estado europeu. Enquanto há, nos Estados Unidos, uma “pilotagem homogênea” do dólar, realizada de maneira coordenada pelo Fed, o tesouro estadunidense e outras instituições regulatórias, “o euro não emerge de um Estado, mas de uma construção federal inacabada; sua legitimidade política resulta de um tratado e não de um exercício de soberania nacional” (Cartapanis, 2009, p. 9).

O Japão e o Reino Unido possuem também, já há tempos, uma grande importância geopolítica. A Suíça, por razões históricas, goza de prestígio e privilégios neste âmbito.⁶³ A China, pela importância que adquiriu sua economia,⁶⁴ tem hoje grande poder de voz, tanto nas relações bilaterais – inclusive com os Estados Unidos –,⁶⁵ como naquelas com instituições multilaterais. Os demais países periféricos têm aumentado sua importância nos debates e fóruns internacionais – sobretudo quando atuam de maneira coletiva –, mas seu poder geopolítico está ainda muito aquém daquele dos países centrais.

As iniciativas – ainda bastante incipientes – que procuram estabelecer linhas bilaterais de comércio ou de crédito denominados nas moedas periféricas corroboram a hipótese de que as relações de poder interferem na determinação das moedas com uso internacional, já que se restringem aos próprios países periféricos – ou seja, nenhum dos países com grande poder geopolítico aceita que lhe seja imposto o uso de moedas periféricas.⁶⁶

4.3 Voluntarismo político

Um aspecto negligenciado pela maioria dos autores, mas aventado por Bérthaud (2009) e Cohen (2000), diz respeito àquilo que se optou por chamar neste trabalho de “voluntarismo político”. Um país que reúna as condições acima discutidas para a internacionalização de sua moeda pode interferir no processo por meio de políticas públicas com esta finalidade. Diante da possibilidade de ver sua moeda sendo utilizada em âmbito internacional, as autoridades governamentais devem optar por uma das seguintes atitudes possíveis: esforçar-se para acelerar/amplificar o uso internacional de sua moeda; adotar uma postura neutra; ou intervir no sentido de evitar que sua moeda seja usada no cenário internacional.

Os países que detêm um poder geopolítico importante (e, sobretudo, o país hegemônico) podem de certa maneira impor o uso de suas moedas a outros países ou a instituições multilaterais. Ainda que esta imposição não seja explícita, como aquela que ocorre no interior dos espaços nacionais, os meios de persuasão são numerosos, assim como as medidas que podem ser adotadas para reforçar ou acelerar o processo. O caso do dólar é eloquente, já que os Estados Unidos sempre adotaram uma posição de estímulo ao uso internacional de sua moeda. No início do século XX, uma “Comissão Monetária Nacional” foi criada em Washington

63. A Suíça adota tradicionalmente uma postura neutra nos conflitos geopolíticos internacionais, o que lhe conferiu historicamente um papel importante nesse âmbito.

64. Como visto nas tabelas 12 e 13, a China tinha, em 2010, a segunda maior economia e a terceira maior corrente de comércio do mundo (considerando-se a zona do euro em seu conjunto).

65. Uma evidência são os esforços contínuos – e fracassados – dos Estados Unidos para convencer as autoridades monetárias chinesas a permitirem a valorização do renminbi em relação ao dólar.

66. Um exemplo ilustrativo é a China, que, na condição de “líder regional”, já consegue fazer uma parte de seu comércio com os países vizinhos em sua própria moeda nacional, mas não o faz com países centrais.

para discutir, entre outras questões, os meios de reforçar o papel internacional do dólar (Flandreau e Jobst, 2009). No pós-Segunda Guerra Mundial, a expansão do uso do dólar foi resultante das grandes taxas de crescimento do comércio e dos investimentos americanos no exterior, mas também das assistências financeiras feitas a diversos países⁶⁷ e, sobretudo, da promulgação do Acordo de Bretton Woods, que posicionou formalmente o dólar no centro do sistema monetário internacional. Convém sempre lembrar que os Estados Unidos, durante as reuniões de preparação do acordo, opuseram-se radicalmente à proposta de Keynes de criação de uma moeda supranacional (o *bancor*). Algumas décadas mais tarde, em 1979, diante da desconfiança internacional com relação ao valor da moeda estadunidense, Paul Volcker, o presidente do Fed à época, colocou em prática a “política do dólar forte”, que restabeleceu (e até reforçou) o papel do dólar como a moeda-chave do sistema. Como se vê, portanto, o governo estadunidense sempre agiu para estimular e manter o uso internacional do dólar. De acordo com Cartapanis (2009, p. 8),

há uma verdadeira diplomacia monetária nos Estados Unidos; o papel do dólar é muito claramente percebido como um elemento importante do poder geopolítico e da influência estratégica de Washington; sobretudo quando os interesses econômicos e políticos se juntam.

O governo britânico, nos anos 1960, também adotou ações positivas (e deixou de adotar ações negativas) em prol da reemergência de Londres como centro financeiro internacional, contribuindo para reforçar o uso internacional da libra esterlina.⁶⁸

Na zona do euro, em contrapartida, a posição oficial das autoridades monetárias é de neutralidade com relação à internacionalização do euro. De acordo com o BCE, o uso internacional das moedas é um processo que deve ser puxado pela demanda, ou seja, determinado essencialmente pela iniciativa dos mercados, sem ser nem encorajado, nem desencorajado pelos atores públicos⁶⁹ (Aubin *et al.*, 2007; Pouvelle, 2006; Cartapanis, 2009). Postura similar adotou historicamente o governo japonês, ao não incentivar o uso internacional de sua moeda, temendo os efeitos negativos de um grau excessivo de internacionalização do iene⁷⁰ (Cohen, 1998); no entanto, as autoridades monetárias japonesas tampouco se esforçaram para criar óbices a este processo.

67. “Em muitos países, essas atividades do Estado estadunidense deixaram uma considerável pegada econômica que serviu para cultivar redes transacionais mais amplas para o dólar” (Helleiner, 2008, p. 362). Cartapanis (2009) indica que a presença militar estadunidense em diversos países do mundo é também uma fonte de estímulo ao uso internacional do dólar.

68. Para maiores detalhes, ver Strange (1986) e Helleiner (1994).

69. Ao menos essa é a retórica oficial.

70. Por exemplo, necessidade de abertura financeira e menor controle das autoridades monetárias nacionais sobre a circulação da moeda nacional.

A China, no outro extremo, possui uma política de restrições à abertura de sua conta financeira e de rigor no controle cambial que impede que sua moeda adquira um uso relevante no cenário internacional. Ainda que a China tenha uma grande economia, um importante comércio internacional e um papel político cada vez mais central no mundo, como se notou nas duas subseções precedentes, o renminbi é inconversível e isto é uma escolha política. Qualquer prognóstico futuro é baseado apenas em suposições, mas parece provável que, reduzidas essas barreiras autoimpostas pelas autoridades chinesas, o renminbi tenderá a ser usado em âmbito internacional de forma mais expressiva, em função do peso econômico e político que o país adquiriu no cenário mundial.⁷¹ Já há indícios, inclusive, de que o governo chinês tem planos para o médio prazo que apontam nesta direção (Carneiro, 2010; Stevens, 2009). Será mais um evento que poderá corroborar – ou desmontar – a hipótese aqui levantada de que o voluntarismo político é um aspecto-chave na determinação do uso internacional das moedas, como mostrado pelas experiências históricas.

É importante notar, no entanto, que os efeitos desse voluntarismo político estão condicionados – evidentemente – pelo poder geopolítico de cada país. Alguns países podem agir no sentido de contribuir para que sua moeda seja usada em âmbito mundial; outros, porém, só conseguem exercer este tipo de influência em âmbito regional; por fim, há aqueles que nem nesta esfera conseguem estimular o uso de sua moeda, de forma que qualquer tipo de voluntarismo político nesta direção torna-se vazio.

4.4 Instituições fortes e/ou favoráveis

Diversos autores ressaltam a questão da institucionalidade adequada à internacionalização das moedas (Krugman, 1991; Bourguinat, 1995; Cohen, 1998; Herr, 2006; Tavlas, 1998). Nota-se, porém, que, por trás deste conceito, há duas abordagens distintas. A primeira delas, mais ampla, diz respeito à defesa que se dissemina entre as instituições multilaterais sobre a construção de “instituições fortes” ou “sólidas”. A segunda refere-se à definição de características institucionais específicas ao favorecimento do processo em questão, ou seja, que colaboraram para que uma moeda passe a ser utilizada em âmbito internacional. Serão analisadas aqui as duas abordagens.

No que se refere à solidez do aparato institucional em um sentido mais amplo (primeira abordagem), o argumento utilizado é o de que ela garantiria a confiabilidade necessária, por parte dos agentes internacionais, que promoveria a aceitação, em âmbito internacional, da moeda emitida pelo país em questão. Mas o que seriam

71. É evidente que a política macroeconômica chinesa não é praticada com um olhar exclusivo sobre a questão da internacionalização das moedas. As prioridades são outras e essas ditas “barreiras” são um subproduto das políticas vigentes.

estas “instituições sólidas”? O Banco Mundial define como instituições: as regras, os mecanismos que fazem cumprir estas regras e as organizações mediante as quais elas se realizam. Neste sentido, as instituições seriam um meio de apoiar a realização de transações de mercado.⁷² Desta forma, as instituições ajudam na transmissão de informações; no reconhecimento e respeito aos direitos de propriedade e aos contratos; e na organização da livre concorrência.⁷³ Diz-se, então, que as instituições favorecem as transações de mercado quando atuam em ao menos uma destas finalidades.⁷⁴

Com o intuito de pautar a política pública da totalidade dos países do globo, o Banco Mundial sugere seis indicadores de “boa governança”, que tentam, de alguma forma, mensurar aspectos que deveriam ser perseguidos pelos governos nacionais para a construção desta tão propalada solidez institucional. Os indicadores, apresentados por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2010), referem-se a seis dimensões distintas de governança e são assim descritos: *i) voz e representação*: grau em que os cidadãos de um país participam da escolha de seus governantes; *ii) estabilidade política e ausência de violência*: percepção do risco de que o governo seja deposto ou desestabilizado por meios violentos ou inconstitucionais; *iii) efetividade do governo*: qualidade dos serviços públicos e civis; independência destes últimos em relação a pressões políticas, qualidade de formulação e implementação de políticas públicas, e credibilidade em relação ao compromisso do governo com tais políticas; *iv) qualidade regulatória*: capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulações que promovam o desenvolvimento do setor privado; *v) poder das leis*: grau de confiança dos agentes em relação às regras da sociedade e, em particular, em relação aos contratos, à polícia e ao sistema jurídico; e *vi) controle da corrupção*: grau em que o poder público é exercido com vistas ao ganho privado, incluindo pequenas e grandes formas de corrupção, bem como a captura do Estado pelas elites e interesses privados.⁷⁵

O Banco Mundial realiza pesquisas de forma a obter uma avaliação dos seis indicadores supracitados para os mais diversos países, com o intuito de orientá-los a respeito das dimensões de governança sobre as quais devem agir com mais atenção. O primeiro dos indicadores (voz e representação) não pode ser considerado como importante na determinação do uso internacional da moeda nacional, mas os outros todos seriam relevantes, dentro da lógica que aqui se avalia, de gerar confiança aos olhos dos agentes internacionais. É interessante, então, analisar os dados mais recentes, apresentados no gráfico 3.

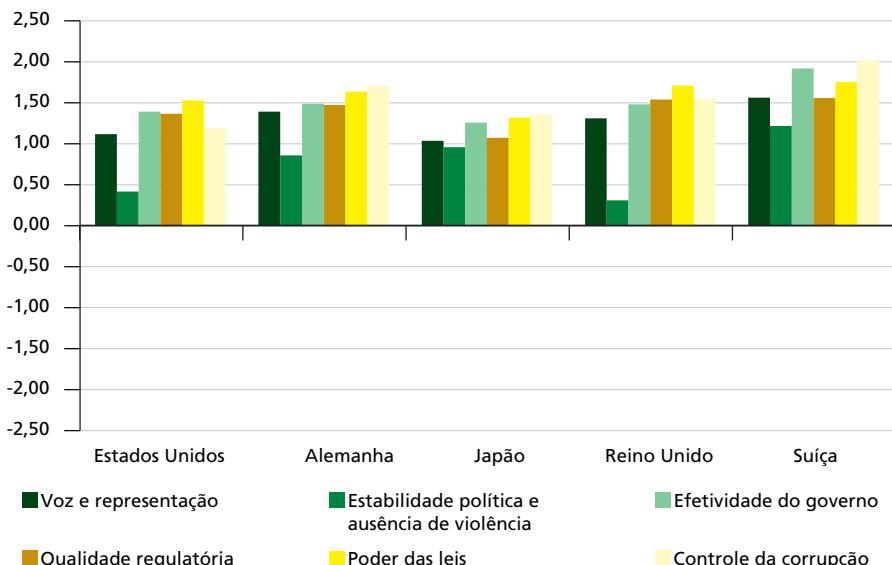
72. Essa definição de instituições está baseada em North (1990).

73. No sentido de reduzir os custos de transação, segundo a conceituação de Coase (1937) e de permitir a organização econômica, conforme Williamson (1981).

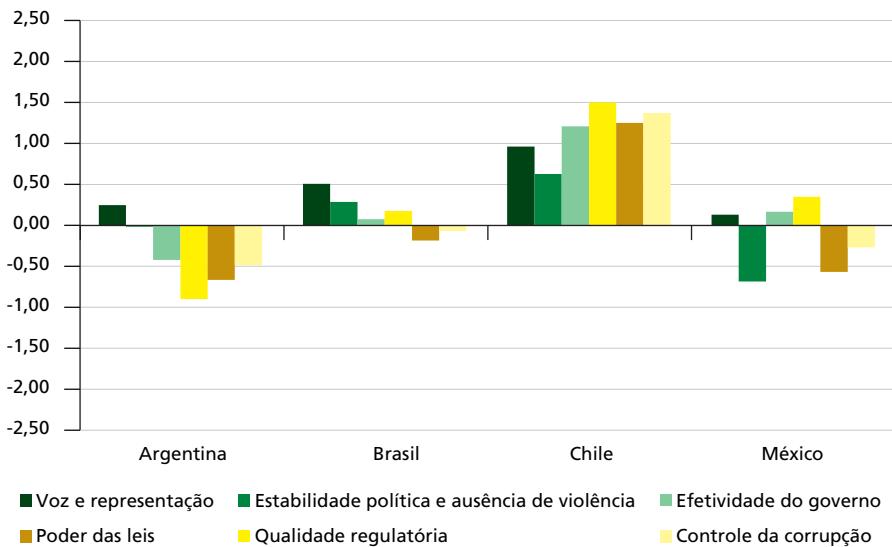
74. Para maiores detalhes, ver Alonso et al. (2007).

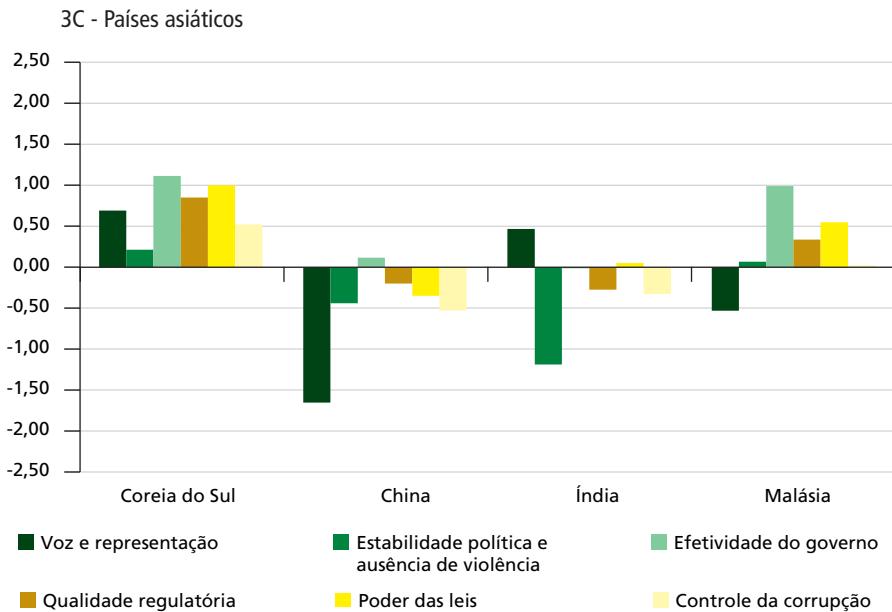
75. Os termos em inglês para essas seis dimensões são: *i) voice and accountability; ii) political stability and absence of violence; iii) government effectiveness; iv) regulatory quality; v) rule of law; vi) control of corruption*.

GRÁFICO 3
Indicadores de “boa governança” (2009)
3A - Países centrais



3B - Países latino-americanos





Fonte: Banco Mundial.

Elaboração dos autores.

Obs.: de acordo com o Banco Mundial, os indicadores são fruto da compilação estatística de respostas dadas por cidadãos, empresas e experts e variam entre -2,5 e 2,5, sendo os maiores valores correspondentes aos melhores resultados.⁷⁶

Em uma primeira análise, parece fazer sentido a defesa de que boa governança e solidez institucional promovem o uso internacional da moeda, já que os países centrais possuem indicadores mais bem avaliados que os periféricos. O ponto a ser destacado, no entanto – conforme argumenta Eichengreen e Hausmann (2005) – é que não há necessariamente uma relação de causalidade entre as constatações.⁷⁷ Os países centrais possuem instituições mais fortes e têm maior capacidade de emitir dívida externa em sua própria moeda, mas uma coisa não necessariamente gera a outra. Isto fica indicado pela análise dos países periféricos, que revela que o Chile possui indicadores semelhantes aos dos países centrais, enquanto a China é um dos destaques negativos da amostra. Apesar disto, é inquestionável que se algum dos dois países possui possibilidades concretas de, no médio prazo, ter sua moeda usada em âmbito internacional de forma expressiva, este país é a China, em função do tamanho de sua economia (tabelas 12 e 13) e do seu poder geopolítico (tabelas 15 e 16; quadros 2 e 3), discutidos anteriormente.

76. Para detalhes, ver Kauffmann, Kraay & Mastruzzi (2010). Os dados e artigos relacionados estão disponíveis em: <www.govindicators.org>.

77. Vale lembrar, novamente, que os estudos de Eichengreen e Hausmann (2005) dizem respeito apenas ao *original sin*, ou seja, à capacidade de emissão de dívida externa em moeda nacional. O raciocínio, porém, continua válido no que concerne ao exercício internacional das demais funções da moeda.

As recomendações do Banco Mundial e dos autores que adotam linha de argumentação correlata vão sempre no sentido de que seja criada a institucionalidade necessária para permitir uma operação eficiente dos mercados. Caminha-se, então, em direção à segunda abordagem mencionada, que converge com a primeira no que diz respeito ao arcabouço teórico, mas, em vez de tratar das instituições em sentido amplo, como se fez até agora, restringe seu foco a aspectos mais diretamente relacionados à questão do uso e intercâmbio de moedas.

Esses autores (Lago, Duttagupta e Goyal, 2009; Bertuch-Samuels e Ramlogan, 2007; Tavlas, 1998) defendem que, para que uma moeda seja usada em âmbito internacional, os mercados financeiro e cambial locais devem ser abertos e liberalizados, permitindo que a moeda nacional participe da concorrência internacional. De acordo com De Grauwe (1999, p. 33), “para que uma moeda nacional possa ser aceita como meio de pagamento em âmbito internacional, o controle sobre sua compra ou sobre sua venda deve ser reduzido ao mínimo”. Ora, a concorrência entre moedas que possuem *status* diferenciados na cena internacional não conduzirá aquelas de reputação mais baixa a um patamar superior, mas, pelo contrário, evidenciará e reforçará a distinção entre os diferentes grupos de moedas. É inegável que, para ser usada em âmbito internacional, uma moeda precisa ser autorizada a circular nesta esfera, o que exige de fato um grau razoável de abertura da conta financeira e certa permissividade do ponto de vista das transações cambiais.⁷⁸ O ponto que se quer destacar, porém, é que a simples abertura financeira e liberalização dos mercados cambiais⁷⁹ não é, por si só, indutora da internacionalização de uma moeda e, pelo contrário, pode inclusive ser responsável pela fragilização de seu uso em âmbito doméstico, dada a competição desigual com as moedas centrais (Belluzzo e Carneiro, 2003).

Sugere-se, então, que o arcabouço institucional sólido, defendido pela primeira abordagem discutida e relativo à estabilidade política, qualidade regulatória, confiança nas regras e etc. não parece guardar relação direta com a determinação do uso internacional de uma moeda. Por sua vez, a segunda abordagem – que pode, de certa forma, ser derivada da primeira, mas que concentra sua atenção sobre aspectos mais específicos – é correta quando destaca a necessidade de mercados financeiros e cambiais minimamente abertos e permissivos para que uma moeda seja usada em âmbito internacional. É preciso ter em conta, entretanto, que esta é uma condição necessária, mas não suficiente para a internacionalização de uma moeda.⁸⁰ Trata-se, portanto, de um aspecto que pode ser colocado num

78. As restrições de ordem financeira e cambial talvez sejam a principal razão pela qual a moeda chinesa ainda não é usada de maneira expressiva em âmbito internacional.

79. “Liberalização cambial” diz respeito à redução de restrições ou à eliminação de normas que regulam o mercado cambial.

80. Cartapanis (2009) destaca que a profundidade e a eficiência dos mercados financeiros são importantes, mas não suficientes para a internacionalização de uma moeda.

segundo plano hierárquico, já que as condições discutidas acima, sobre o tamanho da economia e o poder geopolítico dos diferentes países, são muito mais importantes na determinação de quais moedas serão usadas em âmbito internacional.⁸¹

4.5 Política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos

Por fim, alguns autores (Herr, 2006; Lago, Duttagupta e Goyal, 2009) sugerem que as moedas usadas em âmbito internacional são aquelas emitidas em países que contam com uma política econômica “responsável”, ou seja, com estabilidade macroeconômica, disciplina fiscal, política monetária transparente e crível, equilíbrio no balanço de pagamentos etc. A lógica subjacente é a mesma do argumento que defende a necessidade de “instituições fortes”, a saber, que os agentes escolhem as moedas de acordo com o grau de confiança que depositam na economia emissora.

A experiência, no entanto, não corrobora a hipótese. Como se sabe, os países periféricos são impelidos à prática dessas ditas políticas responsáveis com o intuito de demonstrar confiabilidade aos mercados. Os países centrais, no entanto, não se submetem a estas recomendações e apresentam resultados macroeconômicos que seriam considerados perigosos nos países periféricos. Os dados sobre isto poderiam ser mostrados à exaustão, tendo sido selecionados aqui apenas alguns indicadores ilustrativos. São apresentados, na tabela 17, a taxa de inflação ao consumidor, a relação dívida pública/PIB e o saldo do balanço de transações corrente (como porcentagem do PIB).

**TABELA 17
Indicadores macroeconômicos selecionados – média (2001 a 2010)**

		Taxa de inflação ao consumidor (%)	Dívida pública bruta (% PIB)	Saldo do balanço de transações correntes (% PIB)
Países centrais	Alemanha	1,6	66,9	4,5
	Estados Unidos	2,4	66,6	-4,6
	Japão	-0,3	186,0	3,4
	Suíça	0,9	62,7	11,0
	Reino Unido	2,1	48,0	-2,2
Países latino-americanos	Argentina	9,7	88,1	2,7
	Brasil	6,7	70,1	-0,6
	Chile	3,3	9,1	1,1
	México	4,7	42,1	-1,1

(Continua)

81. Referindo-se ao *original sin*, Eichengreen e Hausmann (2005, p. 254) afirmam que “políticas e instituições fortes em âmbito nacional são claramente necessárias para escapar do problema. Mas elas podem ser insuficientes ao longo do horizonte relevante para decisões políticas práticas”.

(Continuação)

		Taxa de inflação ao consumidor (%)	Dívida pública bruta (% PIB)	Saldo do balanço de transações correntes (% PIB)
Países asiáticos	China	2,2	18,0	5,8
	Coreia do Sul	3,2	25,9	2,3
	Índia	6,5	75,9	-0,8
	Malásia	2,2	45,8	13,3

Fonte: WEO e IFS, do FMI.

Elaboração dos autores.

Obs.: os dados sobre dívida pública líquida não estão disponíveis para todos os países da tabela, mas para aqueles apresentados o padrão é bastante semelhante ao verificado na dívida pública bruta.

A tabela deixa clara a inexistência de qualquer relação entre esses indicadores macroeconômicos e a capacidade das moedas nacionais de exercerem suas funções clássicas em âmbito internacional. O único dos indicadores em que se nota uma diferença desfavorável aos países latino-americanos é a taxa de inflação; os valores verificados, no entanto, embora superiores aos dos países centrais, não configuram nenhuma grave ameaça à estabilidade macroeconômica.⁸² Nos demais indicadores, no entanto, verifica-se, em muitos casos, a situação contrária, já que os valores encontrados para os países periféricos são muitas vezes “melhores” que aqueles referentes aos países centrais. À exceção da Suíça, todos os países centrais elencados apresentam uma elevada relação dívida pública/PIB; o caso extremo é o do Japão, onde este índice é de 178,3%. O saldo do balanço de transações correntes não apresenta qualquer padrão, apresentando altos valores positivos em alguns países centrais (por exemplo, Alemanha) e altos valores negativos em outros (por exemplo, Estados Unidos). Não se pode afirmar, portanto – como faz Herr (2006) –, que a capacidade de uma moeda de exercer suas funções em âmbito internacional está vinculada à obtenção de superávits em conta-corrente.⁸³

Com relação às taxas de inflação, uma ressalva deve ser feita. Se uma determinada moeda é usada em âmbito internacional como reserva de valor e os preços nesta moeda passam a aumentar expressiva e continuamente, o desempenho desta função reserva de valor, no longo prazo, será prejudicado, e a moeda será progressivamente menos demandada em âmbito internacional.⁸⁴ Porém, o contrário não é verdadeiro, e a percepção de baixas taxas de inflação em um país, mesmo que por longos períodos, não estará, por si só, estimulando o uso internacional de sua moeda.

82. O nível máximo que deve ser tolerado para a taxa de inflação não é objeto de consenso entre os analistas, mas o importante a constatar é que as taxas de inflação de dois dígitos, frequentes entre os países periféricos até a década de 1990, não são mais comuns na maioria dos países.

83. Os cálculos foram realizados também para o balanço de pagamentos como um todo e, de forma semelhante, não são verificados resultados melhores para os países centrais; pelo contrário, são os países asiáticos aqueles que apresentam os maiores saldos (como percentual do PIB).

84. Carneiro (2010) destaca a estabilidade monetária como um dos elementos centrais para que uma moeda exerça o papel de moeda-chave do sistema monetário internacional.

Corroborando a análise aqui realizada, Bordo, Meissner e Redish (2005) e Eichengreen e Hausmann (2005) mostram, mediante análises empíricas e testes econôméticos, que responsabilidade fiscal e credibilidade monetária não parecem ter relação com a capacidade que um país tem de emitir dívida externa em sua própria moeda. De acordo com Eichengreen e Hausmann (2005, p. 240):

De fato, pode ser apontado um grande número de mercados emergentes que tem mantido baixa inflação, evitado grandes déficits orçamentários, e seguido as diretrizes internacionais para um desenho eficiente de suas instituições monetárias e fiscais – Chile é um caso para a América Latina, enquanto Coreia do Sul é um bom exemplo para a Ásia –, mas são, apesar disso, cronicamente incapazes de contrair empréstimos no exterior em suas próprias moedas.

No que diz respeito à questão fiscal, dizem os autores, os dados mostram um sentido de causalidade contrário, já que nos países periféricos o setor público tem menor capacidade de se endividar, e isto pode ser explicado, em grande parte, pelo *original sin*. Ou seja, o não exercício das funções da moeda em âmbito internacional é elemento-chave na compreensão do desempenho macroeconômico de um país, e não o contrário.

4.6 Considerações finais sobre os determinantes do uso internacional das moedas

Para além dos cinco aspectos discutidos, há ainda uma questão essencial a ser destacada, não com relação à determinação do uso internacional de uma moeda, mas com relação a sua manutenção. Trata-se da existência de um forte componente de inércia e de histerese,⁸⁵ que faz com que a situação do sistema monetário internacional se mantenha durante longo tempo, ainda que os determinantes tenham se alterado (Miotti, Plihon e Quenan, 2002; Pouvelle, 2006). A hegemonia do dólar, por exemplo, só foi estabelecida de forma efetiva no pós-Segunda Guerra Mundial, décadas depois da consolidação dos Estados Unidos como a principal potência do planeta. De acordo com Aglietta e Landry (2007), “foram necessárias duas guerras mundiais e os sobressaltos da grande depressão que resultou no repúdio ao padrão-ouro para que a libra esterlina fosse destronada pelo dólar”.

Essa inércia é fruto de um *path dependence* ligado às externalidades, à economia de escala e a efeitos de rede promovidos pelo uso das moedas que já têm uma circulação internacional, e também às convenções que se estabelecem e levam tempo para mudar. Nesta linha, Bénassy-Quéré e Deusy-Fournier (1994, p. 114) propõem que:

Os fatores históricos e políticos, assim como as “qualidades” monetárias não são suficientes para explicar o grau de internacionalização das moedas. O *status* de moeda internacional é submetido a economias de escala, externalidades positivas e efeitos de rede que não apenas podem exacerbar a vantagem (eventualmente transitória) de uma certa moeda no que concerne aos critérios acima definidos, mas podem perenizar uma dada situação.

85. Fenômeno relativo à manutenção dos efeitos após o desaparecimento das causas.

Salvo no caso improvável de uma complexa concertação internacional para a transformação integral do *status quo*, é evidente, portanto, que os atores ou países que quiserem utilizar moedas alternativas em âmbito internacional sofrerão a perda dos efeitos (positivos) de rede e de escala (apresentados na seção 3), o que reduz o estímulo às transformações e contribui à inércia e à histerese verificadas.⁸⁶

Sintetizando a análise realizada ao longo da seção, os aspectos essenciais na determinação do uso internacional de uma moeda são os listados a seguir.

- 1) *Tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial:* economias grandes e com alto grau de integração comercial e financeira com os demais países do globo têm – em geral – sua moeda utilizada em âmbito internacional, em função do volume dos fluxos de recursos que recebem e enviam a outros países e – talvez até como elemento mais importante – do volume do estoque de ativos que detêm interna e externamente e que acaba estimulando a formação de estoques nessa mesma moeda por parte dos agentes estrangeiros.
- 2) *Poder geopolítico:* capacidade dos países, em meio à correlação de forças em âmbito internacional, de impor suas preferências sobre as dos demais, ou seja, de impingir – ainda que de maneira implícita – o uso de sua moeda na esfera internacional.
- 3) *Voluntarismo político:* uso do poder geopolítico para incentivar o uso internacional de sua moeda; vale lembrar, porém, que o voluntarismo político isolado não é condição suficiente para a internacionalização das moedas, já que está submetido às condições geopolíticas vigentes.

No que diz respeito ao quarto item discutido nesta seção, a busca pela construção de um aparato institucional forte e adequado surge como um elemento não desprezível, mas secundário e até mesmo ambíguo na capacidade que tem de fortalecer o uso de uma moeda, já que a abertura financeira e a liberalização cambial podem, por vezes, reduzir o uso da moeda nacional, mesmo em âmbito doméstico. No que diz respeito ao quinto item, ou seja, à prática de políticas econômicas “responsáveis” e à obtenção de bons resultados macroeconômicos, sugere-se que o sentido da causalidade é inverso, estando eles submetidos à capacidade ou incapacidade de uma moeda de exercer internacionalmente suas funções clássicas e não o contrário.⁸⁷

86. Descrevendo o que chama de “custo de transição” (*switching cost*), Tavlas (1998) afirma que, para alavancar o uso internacional de uma moeda, é preciso inicialmente convencer os outros atores a fazerem o mesmo.

87. Pode-se estabelecer um círculo vicioso entre essas variáveis, já que o não uso internacional de uma moeda afeta negativamente o desempenho macroeconômico de um país, podendo reforçar a incapacidade desta moeda de exercer suas funções em âmbito internacional. De qualquer forma, o ponto que se quer ressaltar é que um “bom” desempenho macroeconômico não determina o uso internacional de uma moeda e, inversamente, um desempenho macroeconômico “ruim” não necessariamente implica o abandono do uso de uma moeda nessa esfera internacional.

Nota-se, assim, que os pontos que realmente importam são aqueles ligados ao que se chamou no início da seção de “lado da oferta”, ou seja, os fatores que interferem ativamente nas condições de oferta da moeda. Do outro lado, encontram-se os fatores aqui chamados “de demanda”, que influem de maneira passiva nas condições da concorrência internacional entre as moedas, segundo a lógica de mercado de tornar a moeda em questão atraente aos agentes internacionais – e esses agentes, valendo-se de suas preferências subjetivas, decidiriam utilizar a dita moeda. Estes aspectos de mercado não são irrelevantes, mas estão num segundo plano. Os países devem, sim, buscar instituições fortes e políticas econômicas “responsáveis”, mas devem fazê-lo sabendo que não será isso que mudará o *status* internacional de sua moeda. Percebendo estas instituições sólidas e políticas responsáveis, os agentes internacionais de fato tenderão a aumentar a demanda por estas moedas periféricas; o ponto central, porém, é que estas moedas continuarão sendo demandadas enquanto ativos financeiros e não enquanto moedas, de forma que seguirão incapazes de exercer suas funções clássicas em âmbito internacional. E este aumento da procura pela moeda enquanto ativo financeiro pode até ser prejudicial à economia local, já que amplia o caráter especulativo dos fluxos de capital que se direcionam a estes países.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho analisou a atual configuração do sistema monetário internacional, com o intuito principal de perceber e explicar seu caráter hierárquico. Como se viu, as distintas moedas nacionais apresentam *status* diferenciados no cenário internacional, já que algumas são capazes de exercer as funções clássicas da moeda, enquanto outras – a maioria – não o são. Propõe-se, então,⁸⁸ que este fosse o critério para a divisão das moedas em dois grupos: o das moedas centrais, utilizadas em âmbito internacional; e o das moedas periféricas, que não são utilizadas no exterior das fronteiras nacionais de seu país de emissão.

No sistema monetário internacional atual, o dólar americano é a moeda-chave, sendo a moeda mais usada em âmbito internacional em praticamente todas as funções da moeda – como visto na seção 3. Num segundo plano, encontra-se o euro, moeda também muito utilizada, sobretudo no que diz respeito a algumas das funções da moeda (em especial, reserva privada de valor). A seguir, colocam-se as demais moedas centrais, também usadas no cenário internacional, mas de forma menos expressiva; destacam-se, entre elas, o iene, a libra esterlina, o franco suíço e, num plano inferior, o dólar canadense e o dólar australiano. Por fim, nota-se um imenso grupo de moedas que desempenham suas funções em âmbito nacional, mas não na cena internacional. Os exemplos estudados neste trabalho foram o

88. De acordo com Carneiro (2002) e Prates (2002).

peso argentino, o real brasileiro, o peso chileno, o peso mexicano, o renminbi chinês, o won sul-coreano, a rúpia indiana e o ringgit malaio.

É importante destacar que a configuração que acaba de ser delineada descreve uma fotografia do sistema monetário internacional atual, mas que as características e a hierarquia desse sistema não são estáticas. É bem verdade que as transformações desse contexto são de longo prazo, sobretudo em função das já aventadas inércia e *path dependence* que caracterizam o posicionamento das moedas no sistema monetário internacional – principalmente em função das convenções que se estabelecem e levam tempo para mudar. Numa perspectiva de longo prazo, porém, a tendência é que o papel das moedas no sistema monetário internacional vá se transformando, em função de evoluções nos determinantes do uso internacional das moedas.⁸⁹ Cabe lembrar, no entanto, que tais transformações são fruto de alterações no contexto geopolítico e geoeconômico mundiais, não sendo jamais derivadas de uma mera decisão nacional. Embora as decisões internas possam, como visto, acelerar ou frear certos processos, é importante notar que o alcance destas ações nacionais é sempre condicionado pelo contexto internacional vigente. Na formulação de políticas nacionais, portanto, os distintos governos devem levar em consideração este arcabouço monetário hierarquizado – que é dinâmico, mas é também inercial e complexamente determinado – e as limitações por ele impostas.

REFERÊNCIAS

- AGGIO, G. O.; ROCHA, M. A. Dois momentos para a teoria cartalista da moeda: de Knapp a Goodhart. **Revista economia**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 153-168, jan./abr. 2009.
- AGLIETTA, M. La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique. **Revue économique**, v. 30, n. 5, p. 808-844, 1979.
- _____. **La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale**. Paris: La Découverte, 1986.
- AGLIETTA, M.; DEUSY-FOURNIER, P. Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire. **Économie internationale**, n. 59, 3^e trimestre 1994.

89. Algumas análises indicam, inclusive, que o surgimento do euro, a crise financeira nos Estados Unidos e o aumento da importância econômica dos ditos “países emergentes” apontam para uma reconfiguração do sistema monetário internacional, com o possível fim da hegemonia do dólar e – eventualmente – o surgimento de polos monetários regionais. Essas hipóteses são bastante controversas e uma avaliação profunda do tema foge ao escopo deste trabalho. Para diferentes análises sobre o assunto, ver: Carneiro (2010), Ocampo (2009), Stiglitz (2009), Cohen (2009) e Eichengreen (2009).

AGLIETTA, M.; LANDRY, Y. **La Chine vers la superpuissance.** Paris: Económica, 2007.

ALONSO, J. E. S. et al. **Getting institutions better:** novo paradigma desenvolvimentista para a América Latina? In: COLÓQUIO DE LA SOCIEDAD LATINOAMERICANA DE ECONOMIA POLÍTICA, 2., 2007.

ARISTOVNIK, A.; CEC, T. **Compositional analysis of foreign currency reserves in the 1999-2007 period:** the euro *versus* the dollar as leading reserve currency. 30 Mar. 2009. (MPRA Paper, n. 14.350).

AUBIN, C. et al. **L'euro comme monnaie d'endettement international.** In: CONGRÈS DE L'AIELF, 55., Varsovie, 21-23 mai 2007.

BELLUZZO, L. G. M. 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.

BELLUZZO, L. G. M.; CARNEIRO, R. M. O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas. **Boletim política econômica em foco**, maio-ago. 2003. (Suplemento 1).

BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; DEUSY-FOURNIER, P. La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973. **Économie internationale**, n. 59, 3^e trimestre 1994.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; MOJON, B.; SCHOR, A-D. **The international role of the euro.** Paris, 1998. (Document de travail CEPII, n. 98-03).

BERTHAUD, P. **La question du change et de la devise clé.** In: COLLOQUE D'EPI DE POITIERS, 14-15 mai 2009.

BERTUCH-SAMUELS, A.; RAMLOGAN, P. The euro: ever more global. **Finance and development**, v. 44, n. 1, Mar. 2007.

BIANCARELI, A. M. **Integração, ciclos e finanças domésticas:** o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, UNICAMP, 2007.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Foreign exchange and derivatives market activity in 2001.** Basel: BIS, Mar. 2002. (Triennial Central Bank Survey). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/rpfx02.htm>>.

_____. **Foreign exchange and derivatives market activity in 2004.** Basel: BIS, Mar. 2005. (Triennial Central Bank Survey). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>>.

_____. **Financial stability and local currency bond markets.** Basel, June 2007a. (CGFS Papers, n. 280). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf>>.

- _____. **Quarterly review**, Basel, Mar. 2007b.
- _____. **Foreign exchange and derivatives market activity in 2007**. Basel: BIS, Mar. 2007c. (Triennial Central Bank Survey). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/rpfxf07t.htm>>.
- _____. **80th annual report**, Basel, June 2010a.
- _____. **Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2010**. Basel, Dec. 2010b.
- _____. **Foreign exchange and derivatives market activity in 2010**. Basel: BIS, Mar. 2010c. (Triennial Central Bank Survey). Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/rpfxf10t.htm>>.
- _____. **Quarterly review**, Basel, June 2011.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. Washington: IMF, Feb. 2010. (IMF staff position note). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>>.
- BORDO, M.; MEISSNER, C.; REDISH, A. How Original sin was overcome. In: EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. **Other people's money**: debt denomination and financial instability in emerging market economies. Chicago: University of Chicago Press, 2005.
- BOURGUINAT, H. **Finance internationale**. Paris: PUF, 1995.
- BRUNHOFF, S. A instabilidade monetária internacional. In: CHESNAIS, F. **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.
- CALVO, G. A.; REINHART, C. M. **Fear of floating**. Cambridge: NBER, 2000. (NBER Working Paper, n.7.993).
- CARNEIRO, R. M. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP, 2002.
- _____. **O dólar e seus rivais**. Observatório da economia global, abr. 2010. (Textos avulsos, n. 1).
- CARTAPANIS, A. Le dollar incontesté? Economie politique d'une monnaie internationale. **Revue d'économie financière**, n. 94, mar. 2009.
- COASE, R. H. The nature of the firm. **Econômica**, v. 4, p. 386-405, 1937.
- COHEN, B. J. **The future of sterling as an international currency**. London: Macmillan, 1971.
- _____. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

_____. Life at the top: international currencies in the twenty-first century. **Essays in international economics**, n. 221, Dec. 2000

_____. The future of reserve currencies. **Finance & development**, v. 46, n. 3, Sept. 2009.

COOPER, R. Prolegomena to the choice of an international monetary system. **International organization**, v. 29, 1975.

CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; LÉLIS, M. T. C. Ajustes nas contas externas e a demanda precaucional por reservas no Brasil. **Indicadores econômicos FEE**, v. 34, p. 93-118, 2008.

DE CONTI, B. M. **Políticas cambial e monetária**: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. 2011. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, 2011.

DE GRAUWE, P. **La monnaie internationale**. Bruxelles: De Boeck Université, 1999.

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **Review of the international role of the euro**. 2002. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurointernationalrole2002en.pdf>>.

_____. **International role of the euro**. ECB publications, July 2010.

EICHENGREEN, B. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. 34. ed. São Paulo, 2000.

_____. The dollar dilemma. **Foreign affairs**, Sept.-Oct. 2009.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. **Other people's money**: debt denomination and financial instability in emerging market economies. Chicago: The University of Chicago Press, 2005.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. **Currency mismatches, debt intolerance and original sin**: why they are not the same and why they matter. Cambridge: National bureau for economic research, Oct. 2003. (NBER Working Paper, n. 10.036).

FAUGÈRE, J.; VOISIN, C. **Le système financier et monétaire international**: crises et mutations. Paris: Nathan, 1993.

FLANDREAU, M.; JOBST, C. The empirics of international currencies: network externalities, history and persistence. **The economic journal**, v. 119, p. 643-664. Apr. 2009.

GFP – GLOBAL FIRE POWER. **GFP ranking 2011**. Disponível em: <<http://www.globalfirepower.com>>.

GOLDBERG, L. S. Is the international role of the dollar changing? **Federal Reserve Bank of New York:** current issues in economics and finance, v. 16, Jan. 2010.

GOLDBERG, L. S.; TILLE, C. **Vehicle currency in international trade.** 2005. (NBER Working Paper Series, n. 11.127). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11127>>.

GOODHART, C. A. E. Two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. **European journal of political economics**, v. 1, n. 407, p. 32, 1998.

GUILLAUMIN, G.; PLIHON, D. Les monnaies dans la mondialisation. In: SUR, S. et al. **Questions internationales:** mondialisation et crises financières, nov.-déc. 2008. 2008. n. 34.

HAYEK, F. **Denationalization of money.** London: IEA, [1976] 1990.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance:** from Bretton Woods to the 1990's. Ithaca; London: Cornell University Press, 1994.

_____. Political determinants of international currencies: what future for the US dollar? **Review of international political economy**, v. 15, n. 3, p. 354-378, Aug. 2008.

HERR, H. **Theories of financial globalization.** In: GLOBAL LABOUR UNIVERSITY CONFERENCE, University of Kassel, 2006.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Annual report on exchange arrangements 2009.** Washington: IMF Press, 2009.

_____. **IMF Quotas.** 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 2 out. 2011.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. **The worldwide governance indicators:** a summary of methodology, data and analytical issues. 2010. (World Bank Policy Research Working Paper, n. WPS 5430).

KENEN, P. The euro versus the dollar: will there be a struggle for dominance? **Journal of policy modeling**, v. 24, p. 347-54, 2002.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money.** 14. ed. London: MacMillan, [1936] 1964.

KNAPP, G. F. **The state theory of money.** 1905. San Diego: Simon Publications, 2003.

KRUGMAN, P. The International role of the Dollar: theory and prospects. In: CURRENCY and crises. MIT Press, 1991.

- LAGO, I. M.; DUTTAGUPTA, R.; GOYAL, R. **The debate on the international monetary system.** Washington: IMF, Nov. 2009. (IMF Staff Position Note).
- LERNER, A. P. Functional finance and the Federal debt. **Social research**, v. 10, 1943.
- LINDERT, P. H. **Key currencies and gold 1900-1913.** Princeton: Princeton University, 1969. (Princeton studies in international finance, n. 24)
- MGI – MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. Mapping global capital markets. **Fourth annual report**, Jan. 2008.
- MIOTTI, L.; PLIHON, D.; QUENAN, C. **The dollar, the euro and exchange rate regimes in Latin America.** Coral Gables: Miami European Union Center, 2002. (Jean Monnet/Robert Schuman Paper Series, v. 1, n. 10). Disponível em: <<http://aei.pitt.edu/8096/1/quenan.pdf>>.
- NORTH, D. C. **Institutions, institutional change and economic performance.** New York: Cambridge University Press, 1990.
- OCAMPO, J. A. 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, 2009.
- ORLÉAN, A. La monnaie contre la marchandise. In: BRETON, S. **Questions de monnaie** avril-juin 2002, n. 162, p. 27-48. (Numéro spécial de *L'Homme*).
- POUVELLE, C. Le rôle international de l'euro depuis 1999: facteurs et enjeux. **Bulletin de la Banque de France**, n. 147, Mars 2006.
- PRATES, D. M. **Crises financeiras nos países “emergentes”:** uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, Campinas, 2002.
- STEVENS, J. Reserve currency dilemma – the paradox of parochial concerns. **Economics international insights**, July 2009.
- STIGLITZ, J. E. Death cometh for the greenback. **The national interest online**, 27 Oct. 2009.
- STRANGE, S. **Casino capitalism.** Oxford: Basil Blackwell, 1986.
- TAVLAS, G. The International use of currencies: the U.S. Dollar and the Euro. **Finance and development**, June 1998, p. 46-49, 1998.
- UN – UNITED NATIONS. United Nations Conference on Trade and Development. **Trade and development report.** New York; Geneva: United Nations Publications, 2009.

VAN DER WEE, H.; HOGG, R.; HALL, M. R. **Prosperity and upheaval:** world economy, 1945-80. London: Penguin Books, 1987.

WILLIAMSOM, O. E. The economics of organization: the transaction cost approach. **The American journal of sociology**, v. 87, n. 3, p. 548-577, Nov. 1981.

WORLD BANK. **World development indicators 2008**. Washington: World Bank, Dec. 2008. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/products/data-books/WDI-2008>>

CAPÍTULO 2

UM PARAÍSO PERDIDO? O EURO NO PÓS-CRISE*

Benjamin J. Cohen**

1 INTRODUÇÃO

Até recentemente, o futuro global da moeda conjunta europeia parecia seguro. Entretanto, hoje se questiona se o euro ainda pode exercer as funções de uma moeda internacional. De acordo com seus entusiastas, seria apenas uma questão de tempo para que o euro ultrapassasse o dólar americano como moeda internacional preeminente (Chinn e Frankel, 2008; Papaioannou e Portes, 2008; Dehesa, 2009). Pesquisas feitas no final de 2008, pouco antes do décimo aniversário do euro, indicaram que a maioria dos europeus esperava que a sua moeda ultrapassasse o dólar dentro de apenas cinco anos. O paraíso da liderança compartilhada com a moeda dos Estados Unidos – talvez até mesmo o domínio global do euro – parecia iminente, uma luz brilhando no horizonte.

Porém, isso foi antes da grande crise que atingiu a economia mundial em 2008, quando os europeus estavam se preparando para celebrar a primeira década do euro. Desde então, uma série de problemas de dívidas soberanas na periferia da União Econômica e Monetária da União Europeia (UEM) abalou severamente a confiança na moeda. A questão da sobrevivência da UEM estava agora sobre a mesa (Krugman, 2011; Rodrik, 2011). Paul Volcker alertou dramaticamente sobre uma potencial desintegração do euro. De repente a perspectiva de um desafio bem-sucedido ao dólar parecia muito mais incerta – talvez até mesmo condenada. Será que o paraíso havia se perdido?

Para alguns, a visão sedutora de um euro dominante no âmbito global não passava de uma miragem. A visão defendida neste capítulo é de que a moeda europeia sofre de uma série de deficiências estruturais, o que limita seu apelo como uma moeda internacional (Cohen, 2003; 2009; 2011). A experiência recente serviu simplesmente para justificar tal ceticismo. O paraíso, poder-se-ia afirmar, não foi perdido: não se pode perder algo que nunca se teve. A realidade é que o euro não conseguiu ser um concorrente bem-sucedido ao dólar e a tendência é que a moeda continue ocupando um distante segundo lugar em um futuro previsível, por mais que seus entusiastas esperem o contrário.

* Capítulo elaborado com informações disponíveis até abril de 2011.

** Professor do Departamento de Ciéncia Política da Universidade da Califórnia.

O objetivo deste capítulo é avaliar as implicações da crise global para as perspectivas do euro como uma moeda internacional. Inicia-se com um breve olhar sobre o histórico do euro até os dias atuais, que mostra claramente o quanto as conquistas desta moeda em seu uso internacional têm ficado aquém das aspirações, seguido de um resumo sobre as deficiências estruturais que têm sido responsáveis por este resultado decepcionante. Foca-se, então, na experiência agonizante da UEM desde o início da crise global, que golpeou e feriu o euro. Dessa forma, o euro parece estar mais distante que nunca do paraíso.

2 HISTÓRICO DO EURO ATÉ OS DIAS ATUAIS

O paraíso antevisto pelos entusiastas do euro sempre foi um pouco vago. Pode-se perguntar o que significa ultrapassar o dólar. De acordo com a visão defendida neste capítulo, ultrapassar o dólar corresponde a superá-lo quanto ao grau ou à extensão do seu uso para diversos objetivos internacionais, isto é, ultrapassá-lo no que é comumente chamado de “internacionalização” da moeda. Esperava-se que o uso do euro crescesse para além das fronteiras da Europa. No entanto, a noção de internacionalização da moeda é um conceito ambíguo. Em termos práticos, há pelo menos três dimensões envolvidas: *trajetória, escopo e domínio*. Para avaliar as conquistas do euro e suas perspectivas no cenário mundial, todas as três dimensões devem ser consideradas.

Chama-se de *trajetória* o caminho traçado pelo euro à medida que sua utilização mundial aumenta. Poder-se-ia perguntar se a ampliação do seu uso continuaria sempre crescendo até que se igualasse ao dólar ou até mesmo o ultrapassasse, ou se existiria algum limite para o crescimento que impediria o alcance desta meta. *Escopo* refere-se à gama de categorias funcionais de uso. A questão é se a utilização do euro poderia aumentar e abarcar todas as funções que uma moeda internacional pode exercer, ou somente algumas delas. Finalmente, por *domínio* entende-se a escala geográfica do uso. Questiona-se se a utilização do euro poderia se expandir para a maior parte do mundo ou para apenas um número menor de países ou regiões.

Os entusiastas do euro confiantemente esperavam que a moeda europeia pudesse ter um bom resultado nas três dimensões. Acreditavam que o uso transfronteiriço do euro não encontraria um limite no que se refere tanto à função como à geografia. Assim, em pouco tempo o euro iria alcançar todo o globo, igualando ou até mesmo ultrapassando o dólar em *escopo e domínio*. Porém, a realidade acabou sendo muito mais sombria. A visão dos entusiastas da moeda se tornou inatingível. Para uma percepção mais ampla do que realmente aconteceu, não há fonte com mais autoridade que a análise do papel internacional do euro publicada anualmente pelo Banco Central Europeu – BCE – (ECB, 2010).

Os dados fornecidos mostram o resultado nas três dimensões. No que diz respeito a todas elas, as conclusões do BCE são inequívocas e contundentes. O alcance do euro, pelo que parecia, excedeu em muito a sua capacidade.

Levando em conta a *trajetória*, o BCE observa que o uso internacional do euro desacelerou notavelmente e parece ter se estabilizado há mais de meia década. Um rápido começo foi certamente esperado, uma vez que os atores do mercado foram convencidos de que o euro estava aqui para ficar. Desde a sua criação, a nova moeda europeia claramente desfrutou de muitos dos atributos necessários para um sucesso competitivo. Entre eles estão a grande base econômica na composição da zona do euro, inicialmente composta por onze países¹ – incluindo algumas das economias mais ricas do mundo – e agora constituída por dezessete parceiros.² Também estão inclusas a inquestionável estabilidade política e uma taxa invejavelmente baixa de inflação, apoiadas por uma autoridade monetária conjunta, o BCE, que estava completamente empenhado em preservar a confiança no valor futuro da moeda. Além disso, havia razões para acreditar que, mais cedo ou mais tarde, a posição global ocupada pelo dólar enfraqueceria, devido ao persistente déficit no balanço de pagamentos e na crescente dívida externa. Muitos temiam que, em algum momento, a dívida externa de grandes proporções de Washington causaria um colapso de confiança no dólar. Por isso, não era nenhuma surpresa que nos primeiros anos do euro o seu uso parecesse expandir gradativamente. “O ímpeto levou ao aumento de importância do papel internacional do euro”, proclamou o BCE em 2002 (ECB, 2002, p. 11, tradução nossa). Mas, posteriormente, é claro, o ímpeto diminuiu de maneira considerável. Após a rápida inserção, a qual pareceu ter seu pico vivido por volta de 2003-2004, “a participação do euro no mercado internacional”, o BCE admite com tristeza, “tem se mantido relativamente estável se comparado à de outras moedas internacionais” (ECB, 2010, p. 13, tradução nossa).

Na realidade, o euro não fez muito mais do que se manter estável, se comparado à quota de mercado agregada das antigas unidades monetárias nacionais dos países da União Europeia. Dado que a velha moeda alemã, o marco, já havia alcançado a segunda posição nas relações monetárias globais, atrás do dólar, nada menos teria sido um verdadeiro choque. Mas, além disso, um limite de fato pode existir. Não parece haver garantia de extrapolar a aceleração inicial do euro no futuro.

Do mesmo modo, no que diz respeito ao *escopo*, é evidente que o aumento do uso do euro tem sido desigual entre categorias funcionais. A expansão de seu uso internacional tem sido especialmente expressiva na emissão de títulos da dívida,

1. Esses onze países correspondiam a Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal e Espanha.

2. Além dos onze membros originais, foram incluídos Chipre, Estônia, Grécia, Malta, Eslováquia e Eslovênia.

refletindo a integração crescente do mercado financeiro da União Europeia. Tem havido também um modesto crescimento na participação do euro nas transações comerciais e nas reservas monetárias dos bancos centrais. Mas, em outras categorias, como mercado de câmbio comercial ou bancário, a dominância do dólar mantém-se maior que nunca. A maneira educada de o BCE (ECB, 2008, p. 7) colocar isso foi afirmando que a utilização do euro tem sido “heterogênea nos diversos segmentos do mercado”.

Essa realidade também é clara no que diz respeito ao *domínio*, o qual é nitidamente bifurcado. Para a maioria, a internacionalização do euro está restrita a países com estreitos laços geográficos ou institucionais com a zona do euro – podendo ser considerados a zona de influência natural³ da União Europeia. “O território do euro”, denomina o economista Charles Wyplosz (Wyplosz, 1999, p. 89). Entre estes países estão os mais novos membros da União Europeia,⁴ todos destinados a aderir à união monetária, assim como outros Estados candidatos (por exemplo, Montenegro) e vizinhos que não são membros da União Europeia, como Noruega e Suíça. Este “território do euro” também inclui muitos dos países do entorno do litoral mediterrâneo e uma boa parte da África Subsaariana.⁵ Nesses países, nos quais os laços comerciais e financeiros são profundos, o euro certamente possui uma vantagem especial. Em outros lugares, entretanto, sua escala de uso cai bruscamente, e a moeda europeia continua muito à sombra do dólar. Isto, conclui o BCE (ECB, 2010, p. 7), claramente confirma “o caráter fortemente regional do papel que o euro exerce no cenário internacional”.

3 DEFICIÊNCIAS ESTRUTURAIS

As razões para o resultado decepcionante do euro como uma moeda internacional são agora familiares (Cohen, 2003; 2009; 2011). A moeda europeia está limitada por várias deficiências críticas, todas com caráter estrutural que restringe severamente o seu apelo como um rival para o dólar. Entre estas deficiências estão os custos relativamente elevados de transação, um sério viés anticrescimento e, o mais importante, ambiguidades no seio da estrutura de governança da união monetária.

3.1 Custos de transação

Os custos de transação correspondem ao custo de fazer negócios em euro. Eles afetam diretamente a atratividade de uma moeda como meio para operações

3. Para mais detalhes, ver Cohen (2009).

4. Novos membros que ainda não ingressaram na zona do euro são Bulgária, República Tcheca, Hungria, Letônia, Lituânia, Polônia, Romênia e Croácia.

5. Isso se aplica em particular aos quinze membros da zona do franco CFA, a qual está intimamente ligada ao euro. Esses quinze países são: Benim, Burquina Faso, Camarões, República Centro-Africana, Chade, Comores, República do Congo, Guiné Equatorial, Gabão, Guiné-Bissau, Costa do Marfim, Mali, Nigéria, Senegal e Togo.

de câmbio ou investimentos internacionais. Desde o começo, estava claro que o dólar seria favorecido por sua vantagem natural de incumbência, a menos que o custo de transação do euro, que começou relativamente alto se comparado ao do dólar, pudesse ser reduzido a um nível mais competitivo. Isto, por sua vez, dependeria diretamente do que poderia ser feito para melhorar a eficiência estrutural dos mercados financeiros da Europa. Em termos práticos, muito tem sido feito para unir mercados nacionais anteriormente segmentados, particularmente nas operações no atacado.⁶ Os ganhos de eficiência têm sido substanciais. No entanto, mesmo com tantos esforços, a vantagem de custo do dólar persiste, desestimulando assim uma utilização mais ampla do euro.

O principal problema há muito tem sido evidente. Muitos observadores, como Cooper (1999), enfatizam que o euro foi condenado a permanecer em desvantagem em relação ao dólar, visto que a UEM foi incapaz de oferecer um instrumento financeiro universal que pudesse competir com os títulos do Tesouro americano em termos de liquidez e conveniência. Esta foi uma deficiência difícil de corrigir, uma vez que a zona do euro, com seus diversos governos nacionais, carecia de uma contrapartida como o governo federal em Washington. O mercado de dívida pública foi fragmentado não só em um, mas em mais de uma dúzia de mercados separados, sem nada em comum entre eles além da moeda de denominação. O melhor que os europeus poderiam esperar era incentivar a criação selecionada de títulos de referência para ajudar nas transações. Aos poucos, três títulos de referência da zona do euro surgiram, incluindo o título italiano de dois anos, o título francês de cinco anos e, mais importante, o título alemão de dez anos. Mas esta abordagem fragmentada ficou muito aquém de criar um mercado único tão grande e líquido quanto o mercado de títulos do governo americano. A maior amplitude e conveniência dos títulos do Tesouro norte-americano deram ampla vantagem ao dólar.

3.2 Viés anticrescimento

A segunda deficiência é um sério viés anticrescimento que aparenta estar integrado à estrutura institucional da UEM. Por impactar negativamente os rendimentos dos ativos denominados em euros, poder-se-ia esperar que este viés afetasse diretamente o apelo da moeda como um investimento de médio e longo prazo.

Quando surgiu o euro, eliminando os riscos de câmbio dentro da região europeia, uma grande mudança foi prevista na alocação das poupanças globais, se comparada com as retenções de ativos europeus no passado. Mas, como o BCE repetidas vezes observou em seus relatórios anuais, gestores de carteiras internacionais vagarosamente se comprometeram com a moeda conjunta europeia.

6. Para mais detalhes, ver Cohen (2003; 2009).

Fundos de maior liquidez foram atraídos quando houve uma perspectiva de apreciação cambial de curto prazo. Porém as preferências dos investidores subjacentes quase não mudaram, em boa parte porque ainda havia dúvidas sobre as perspectivas de crescimento a longo prazo de países da UEM os quais apresentavam uma tendência de queda ao longo de décadas. Como se sabe, muitos fatores contribuem para a desaceleração da taxa de expansão da Europa – o envelhecimento da população, que limita o aumento da força de trabalho e sobrecarrega os sistemas previdenciários; a rigidez no mercado de trabalho, que dificulta a adaptabilidade econômica; e a regulamentação governamental extensiva, que pode restringir a inovação e o empreendedorismo. A UEM, lamentavelmente, acrescentou ainda mais um freio ao crescimento.

O problema central aqui está nas disposições institucionais da UEM que regem as políticas monetária e fiscal, dois determinantes-chave dos resultados macroeconômicos. Em nenhuma delas é dada prioridade para a produção. Em vez disso, em cada uma, enfatizam-se outras questões que tendem à contenção, produzindo um viés anticrescimento para a zona do euro como um todo. No lado da política monetária, o BCE se concentrou exclusivamente no combate à inflação, mesmo que ao longo do tempo isto pudesse ser feito às custas do retardamento do crescimento. Da mesma forma, no lado da política fiscal, os membros buscaram instituir regras formais para evitar o endividamento público exacerbado por meio da poupança comum da zona do euro, mesmo que isso pudesse ser à custa da inibição de políticas contracíclicas quando necessário. Embora a primeira tentativa da união monetária a este respeito – o controverso Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que estabeleceu um estrito limite sobre os déficits públicos de 3% do produto interno bruto (PIB) – tenha sido um fracasso, a procura por restrições orçamentárias eficazes se mantém e tem sido uma grande prioridade. Não é de se admirar, então, que a mudança antecipada da poupança global tenha se tornado ilusória.

3.3 Governança

Finalmente, existe a estrutura de governança da UEM, que, para a perspectiva do euro como moeda internacional, pode ser considerado o maior obstáculo de todos. Uma questão básica é saber quem está no comando. A resposta, lamentavelmente, nunca foi óbvia. Efetivamente, o euro não é uma moeda de um único país nem a expressão de um poder soberano, mas o produto de um tratado entre Estados. Para estrangeiros, portanto, o dinheiro europeu pode ser considerado somente tão bom quanto o acordo político subjacente a ele. Desde o início, a incerteza reinou entre os governos nacionais e as instituições da União Europeia sobre a delegação de autoridade no seio da UEM.

Considere-se, por exemplo, a questão da estabilidade financeira. Não há clareza quanto a que autoridade, em última instância, deveria ser responsável

pela prevenção ou gestão dos choques financeiros. Nos termos do Tratado de Maastritch, documento fundador da UEM⁷ nenhuma tarefa específica foi atribuída ao BCE para ajudar a evitar crises. Embora fosse esperado que as conexões entre mercados financeiros crescessem, ampliando o risco de o contágio causar distúrbios, o princípio regulador permaneceu sendo a descentralização, também conhecido como subsidiariedade – a noção de que se o nível mais baixo de governo é capaz de eficientemente executar uma função, deve fazê-lo. A autoridade formal para uma supervisão e regulação prudencial continuou residindo no plano nacional, como já existia antes da UEM. Cada membro permaneceu responsável pelas suas respectivas instituições financeiras existentes dentro de suas fronteiras nacionais. Observadores atentos repetidamente alertaram sobre os riscos desta estrutura de governança fragmentada, o que deixou a UEM consideravelmente despreparada para lidar com qualquer grande ruptura. Nas palavras do Fundo Monetário Internacional (FMI): “o principal problema é a tensão entre o impulso para a integração, por um lado, e a preferência por uma abordagem descentralizada, por outro (...) esta resolução exclui uma eficiente e eficaz gestão e resolução de crises”. Ninguém, ao que parecia, era diretamente responsável pela estabilidade da zona do euro como um todo. O risco de que as autoridades reguladoras pudessem trabalhar inadvertidamente de forma descoordenada, provocando ou agravando uma crise, foi efetivamente desconsiderado (IMF, 2007, p. 12).

Considere-se agora a questão da política fiscal. Desde a criação do euro em 1999, a responsabilidade pela política monetária foi consolidada em uma única instituição, o BCE. A política fiscal, no entanto, manteve-se decisivamente nas mãos de governos individuais, ficando sujeitas apenas ao PEC ou outras tentativas de regulação. De fato, algum grau de coordenação fiscal foi buscado pelo Eurogrupo, o comitê informal de ministros de finanças da zona do euro, que logo começou a se reunir regularmente. Mas desde que o princípio governante dentro do Eurogrupo é o consenso, dando efetivamente a cada participante o poder do voto, estava claro que o comitê não poderia impor sua vontade sobre os membros individuais. O Eurogrupo não era, obviamente, o substituto para um verdadeiro governo econômico para a UEM.

Por fim, havia a questão da representação externa. O Tratado de Maastritch não tinha previsão sobre quem era o porta-voz da zona do euro em questões macro-econômicas, tais como coordenação de políticas, gestão de crise ou reformas da arquitetura financeira internacional. Nenhum órgão foi formalmente designado para representar o bloco nas discussões internacionais. Como resultado, a Europa estava em uma desvantagem permanente em qualquer esforço de exercer influência.

7. Assinado em 1992, o Tratado de Maastricht definiu os termos para a criação e funcionamento da união econômica e monetária da União Europeia. É, de fato, a constituição da zona do euro.

No FMI, por exemplo, os dezessete membros da zona do euro estão divididos em nada menos que oito grupos separados, tornando extremamente difícil a articulação de uma posição política única. Igualmente, no G20 não há um assento único para a zona do euro e também não há um assento para cada membro individual. A União Europeia, lamenta o entusiasta do euro Fred Bergsten (2005, p. 33), “fala com uma multiplicidade, até mesmo com uma cacofonia de vozes (...). Por isso, se dissipava muito do potencial para a realização de um papel internacional chave”. No mínimo, o silêncio do tratado agravou uma confusão sobre quem estava no comando. Na pior das hipóteses, ele condenou a zona do euro ao estatuto de segunda classe permanente, visto que limita a habilidade do grupo de projetar poder sobre questões monetárias.

4 A CRISE

A crise global serviu como um teste que reprovou a estrutura de governança da União Europeia, para desgosto dos entusiastas do euro. Enquanto o Tesouro e o Banco Central americanos reagiram ao desenrolar da crise pronta e decisivamente – embora nem sempre com grande eficácia –, os governos europeus permaneceram divididos e vacilantes. O BCE fez o que podia para injetar liquidez no sistema – mas, sob o Tratado de Maastricht, isto era tudo o que podia fazer. As autoridades nacionais, entretanto, se apegaram a uma abordagem fragmentada, que certamente tem feito pouco para aumentar a confiança na moeda conjunta europeia. O acordo político subjacente à UEM, afirmou um jornalista alemão proeminente citado pelo *The New York*, mostrou-se um mecanismo que só funciona em períodos de bonança, incapaz de lidar com a crise que pairou sobre a Europa a partir de 2008. Todas as deficiências estruturais da União Europeia vieram à tona (Erlanger e Castle, 2009).

Inicialmente, os europeus estavam propensos a ter um pouco de alívio. A união monetária, eles sentiam, de fato havia reduzido a sua vulnerabilidade ao tipo de *tsunami* financeiro que estava dominando as nações. No passado, uma crise como esta poderia ter desencadeado ondas de especulação contra as moedas mais fracas da União Europeia, causando um turbilhão de instabilidade monetária. Mas, com uma única moeda substituindo um grupo de moedas nacionais, os participantes não tinham mais que temer o risco de distúrbios na taxa de câmbio dentro de seu bloco, e em conjunto estavam mais bem protegidos contra crises alhures. Como a revista *The economist* comentou na época: “Ser parte de um grande clube fez com que uma corrida monetária fosse muito menos provável” (*The euro...*, 2008). Para um continente duramente castigado pela instabilidade monetária, isto não parecia nenhuma realização pequena. Além disso, com a aceitação crescente do euro fora da União Europeia, os membros agora desfrutariam de uma posição de liquidez internacional muito melhor.

Déficits que anteriormente teriam exigido o pagamento com moeda estrangeira poderiam agora ser financiados, pelo menos em parte, com dinheiro próprio da Europa. Os europeus poderiam ser perdoados por pensar que, para eles, pelo menos, o pior tinha sido evitado.

Porém, logo se tornou evidente que eles estavam errados. As tensões especulativas não haviam sido eliminadas. Elas simplesmente foram *desviadas* – do mercado de moedas para o mercado de títulos governamentais. Antes da crise, investidores mal sabiam distinguir títulos dos diferentes governos da zona do euro; os *spreads* sobre os títulos alemães de dez anos permaneceram com margens notavelmente estreitas, raramente alcançando 0,5% (50 pontos-base). Mas, em 2009 o clima mudou. Em vez de apostarem nas taxas de câmbio, os investidores começaram a apostar em dívida soberana, principalmente nas de membros mais fracos do bloco, como Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha, com seus passivos enormes e grandes déficits orçamentários. Para estes países, as classificações de risco de créditos logo estavam sendo rebaixadas, e os *spreads* começaram a aumentar dramaticamente – por vezes, entre 300 e 400 pontos-base ou mais. Após uma breve fase de tranquilidade, como o *The Economist* apontou, a zona do euro se viu cada vez mais sob a ameaça de moratórias (A tricky..., 2009). Em 2010, resgates emergenciais tiveram de ser organizados para a Grécia e a Irlanda, seguidos no início de 2011 para Portugal. Muitos temiam que a união monetária pudesse ser destruída pelas crescentes pressões do mercado financeiro.

Há pelo menos duas medidas que vêm à mente que poderiam ter evitado os problemas da dívida soberana dos países da zona do euro. Por um lado, os governos deveriam ter concordado em fazer todos os seus empréstimos em algum tipo de eurobônus, apoiado pela “plena fé e crédito” da parceria coletiva. Se os mercados de dívida pública tivessem sido unificados desde o começo, os membros mais fracos nunca teriam sido expostos ao mesmo risco de ataque dos investidores. As crises de dívidas na esfera estatal teriam se tornado tão impensáveis quanto os distúrbios na taxa de câmbio. Além disso, também haveria o benefício auxiliar por oferecer um rival mais efetivo para o mercado de títulos do Tesouro americano. Por outro lado, na ausência dos eurobônus, os governos poderiam ter se empenhado mais em estabelecer regras verdadeiramente vinculativas para as políticas fiscais, indo muito mais além das disposições inexequíveis do PEC. Quanto maiores as restrições orçamentárias, menor teria sido a possibilidade de endividamento excessivo por qualquer um dos países-membros. O risco de inadimplência poderia não ser totalmente eliminado, mas poderia ter sido reduzido substancialmente.

Nenhuma das duas possibilidades, no entanto, tiveram sequer a mais remota chance de ser politicamente aceitável. Sempre consciente de seus privilégios como

Estados soberanos – e sempre sensíveis às demandas de seus eleitores domésticos –, os países-membros não estavam prontos para entregar o controle sobre a política orçamentária para os seus pares. Um verdadeiro governo econômico da UEM nunca foi seriamente considerado. Como resultado, quando a crise chegou, os europeus estavam totalmente despreparados para lidar com ela, como o FMI e outras vozes haviam alertado. Todas as ambiguidades da estrutura de governança da união monetária foram expostas para o mundo. A Europa, resumiu o economista Paul Krugman, “está se relevando estruturalmente fraca em tempos de crise” (Krugman, 2009).

Depois de um acúmulo gradual de tensões ao longo do ano de 2009, a atenção começou a se voltar para a Grécia, onde o governo eleito em outubro de 2009 revelou que o déficit orçamentário, de aproximadamente 13% do PIB, era o pior já registrado. No início de 2010, Atenas parecia estar à beira da inadimplência. A primeira reação dos parceiros da Grécia na UEM foi negar. “Não há absolutamente nada de verdadeiro nestes rumores”, afirmou um porta-voz do ministério das Finanças alemão. “Eles não têm fundamento” (Castle e Saltmarsh, 2010). A seguir vieram garantias, cuidadosamente chamadas de “ação determinada e coordenada” no comunicado da cúpula dos líderes da União Europeia de fevereiro de 2010 convenientemente vagas sobre a forma que esta ação teria (Castle, 2010). Mas estes artifícios retóricos só serviram para adiar o inevitável. Depois de meses de pressões crescentes do mercado – e um debate muito agitado e negociação entre os governos europeus – um pacote de resgate para a Grécia foi finalmente anunciado em março de 2010, combinando uma promessa de empréstimos de parceiros da UEM com a ajuda do FMI. Ao debaterem-se detalhes no mês seguinte, o total do montante da ajuda chegou a cerca de € 110 bilhões, quase US\$ 150 bilhões. Embora muitos tenham dado um suspiro de alívio, a recepção geral de diversos observadores especializados foi tépida. O socorro financeiro grego, comentou o colunista Martin Wolf “não era uma solução, mas uma farsa” (Wolf, 2010a, tradução nossa). Com a “tensão subjacente não resolvida”, acrescentou o jornal *Washington post* (Schneider e Faiola, 2010, tradução nossa), o pacote “poderia minar a percepção do euro como uma moeda global.” O *Financial times* classificou o longo processo como uma demonstração da dificuldade de exercício da liderança na União Europeia (Beattie, 2010).

Poucos ficaram surpresos, portanto, quando as tensões surgiram de novo após o hiato das longas férias de verão na Europa. A atenção voltava-se à Irlanda, cujo governo se viu dominado pelo custo de apoio adicional aos bancos do país após o colapso do mercado imobiliário local. Em setembro de 2010, um déficit orçamentário já elevado, equivalente a 12% do PIB, aumentou para 32%, quase um terço do PIB, como resultado de novas infusões de capital no sistema bancário. Mais uma vez, como ocorreu com a Grécia, foram necessários meses de pressões de mercado e de negociações frenéticas antes que um acordo pudesse ser alcançado

em novembro de 2010, nos termos de um resgate – um pacote de empréstimos, totalizando cerca de € 85 bilhões, incluindo uma quantia de € 17,5 bilhões advinda de recursos domésticos irlandeses. Novamente, a recepção foi tépida. Para o *The New York times*, “não ficou claro se havia sido feito o suficiente” (Castle e Alderman, 2010). Para o *The Economist*, o resgate da Irlanda foi falho em resolver o “verdadeiro problema”, que era a “ausência de um plano crível para lidar com países errantes” (The euro-zone..., 2010). Para Martin Wolf, “as falhas na união monetária continuaram reveladas (...) A questão é se a união sobreviveria” (Wolf, 2010b, tradução nossa).

Apenas quatro meses depois, Portugal dá continuidade a um roteiro que estava se tornando tristemente familiar. As negociações duraram meses, apesar da intensificação das pressões do mercado e de repetidos rebaixamentos apresentados pelas agências de classificação de risco de crédito. Finalmente, em abril de 2011, o governo português cedeu, buscando ajuda após a derrota parlamentar na aprovação de um pacote de medidas de austeridade doméstica. O socorro chegou a cerca de € 78 bilhões. As reações foram, previsivelmente, sem entusiasmo. O resgate mais recente da União Europeia poderia ser visto como mais um exemplo do que os economistas Jean Pisani-Ferry e Adam Posen descrevem como “a posição defensiva na qual os responsáveis políticos europeus continuam tratando os choques na área do euro” (Pisani-Ferry e Posen, 2009, p. 2). Irwin Stelzer, do Hudson Institute, comentou: “Os participantes da cúpula da zona do euro parecem ter concluído que, se no início você não consegue, continue cometendo o mesmo erro” (Stelzer, 2011). Martin Wolf considerou esta situação uma ameaça ao processo de integração (Wolf, 2011). Uma posição defensiva, saltando de crise em crise, dificilmente reforçaria a confiança nas perspectivas do euro como moeda global.

5 A REAÇÃO

Os europeus, certamente, não ignoram as insuficiências de seus mecanismos de proteção contra crises e entendem a necessidade de resolver o verdadeiro problema. Assim, juntamente com os seus resgates em série, tomaram um conjunto de iniciativas destinadas a tornar sua UEM mais hábil em lidar com problemas no futuro. A princípio, o objetivo era trazer a zona do euro mais próxima do que seria um governo econômico genuíno. Entretanto, na prática, os membros permaneceram com uma postura de proteção de seus privilégios soberanos, como sempre, deixando muitas das ambiguidades da estrutura de governança essencialmente intocadas. Problemas estruturais subjacentes ainda não foram abordados com a devida atenção.

Atingidos pela inadimplência iminente grega – a que muitos referiam-se como a tragédia grega da própria UEM –, os membros se mobilizaram, em maio de 2010, para criar uma rede de segurança mais formal para os devedores problemáticos. Ao lado de uma já existente comissão de empréstimos de cerca de € 60 bilhões, disponíveis para todos os países da União Europeia, um novo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) foi criado como uma proteção temporária. O FEEF foi estabelecido por um período de três anos, com um total de recursos anunciados de € 440 bilhões. Juntamente a uma fiança paralela do FMI de € 250 bilhões adicionais, se necessário, um total de € 750 bilhões (quase um trilhão de dólares) poderia estar disponível para sustentar a confiança dos investidores. A esperança era acalmar os ânimos financeiros com o que equivalia a uma esmagadora demonstração de forças – uma estratégia de “choque e pavor”, por assim dizer, para evitar qualquer maior propagação de preocupações com inadimplência em toda a Europa.

Seu impacto, no entanto, teve vida curta. Os observadores foram rápidos em notar falhas críticas – mais importante, o fato de que nenhum dinheiro seria provido no futuro. O FEEF não era um fundo. Na verdade, os governos da UEM apenas deram suporte a um mecanismo de empréstimos, o “veículo para fins especiais” (*special purpose vehicle*), que seria autorizado a arrecadar dinheiro por meio da emissão de títulos de dívida caso um país-membro se encontrasse em apuros. Além disso, nem todos os € 440 bilhões estariam realmente disponíveis para empréstimos, uma vez que parte do dinheiro levantado teria de ser mantida em reserva para proteger a classificação de risco de crédito triplo *A* do FEEF, e todos os governos da zona do euro teriam de concordar com o empréstimo. Na prática, não mais que € 250 bilhões poderiam ser realmente usados em caso de emergência. Porém, nem esta estratégia serviu para se garantir um maior grau de disciplina fiscal para se reduzir o risco de crises futuras. A sensação geral era de que os europeus ainda estavam longe de uma solução real para seus problemas. De acordo com *The Economist*, “o plano de resgate possui um quê de improvisação (...) O plano, notável apesar de sua escala e velocidade, somente dá mais tempo a governos com problemas” (*The euro...*, 2010).

Em poucos meses, portanto, os líderes europeus foram forçados a voltar à escala zero para novamente tentar acalmar os ânimos. Em novembro de 2010, juntamente ao resgate da Irlanda, um acordo foi anunciado para a criação de um novo mecanismo de resgate permanente – o Mecanismo de Estabilidade Europeu (MEE) – para suceder o FEEF em 2013, no final de sua vida útil de três anos. Os empréstimos do MEE estariam disponíveis para lidar com qualquer crise de dívida no futuro, e novas regras políticas seriam implementadas para reduzir o risco de novos excessos fiscais. Um sistema de alerta com um monitoramento mais próximo dos orçamentos nacionais seria posto em prática, e as penalidades

seriam impostas em caso de comportamento errante. Enfim, parecia que a zona do euro iria pôr a casa em ordem, intensificando o grau de integração entre seus membros. Os governos agora estariam mais intimamente envolvidos nas políticas de arrecadação e de gastos uns dos outros. Olli Rehn, delegado econômico da União Europeia, afirmou com satisfação: “se a década de 1990 foi a década de criação da UEM, e a década de 2000, a de transformá-la em realidade, estamos agora no início de uma década de reforma fundamental” (On a wing..., 2010).

Mais detalhes, no entanto, foram deixados para uma negociação posterior, o que só serviu para se manter as incertezas do mercado. Governos começaram a discutir sobre tudo, desde o tamanho do MEE até os indicadores que seriam utilizados para avaliar a política fiscal. Muitos cogitaram a Alemanha, o membro mais rico da União Europeia, para a liderança. Mas Berlim – preso entre as necessidades de seus parceiros da UEM e os ressentimentos de seus contribuintes domésticos – vacilou repetidas vezes, enquanto os potenciais devedores aproveitaram cada oportunidade para derrubar as propostas disciplinares. Em poucos meses, ficou claro que a ideia de realmente aplicar punições fora esquecida – e pelos mesmos motivos de sempre. O colunista Wolfgang Münchau comentou: “Sabemos por experiência que os chefes de Estado e de governo são muito interdependentes. Precisam um do outro e não aplicam sanções um sobre o outro. Já imaginou o Conselho Europeu aplicando uma multa à França?” (Münchau, 2011). Ainda caberia perguntar se é possível imaginar que a França pagaria esta multa, caso ela fosse aplicada.

Em março de 2011, uma reunião da cúpula da zona do euro deu um “grande passo”, de acordo com a chanceler alemã Angela Merkel, por chegar a um acordo sobre uma estrutura de capital para a MEE: um total de € 700 bilhões, dos quais € 80 bilhões poderiam ser pagos durante três anos, o que seria suficiente para uma capacidade de empréstimos de € 500 bilhões. No entanto, o efeito foi invalidado quando Merkel, sob pressão de eletores nacionais, quase que imediatamente mudou de ideia, exigindo que não fosse feito pagamento adiantado e que o financiamento desse ocorrer ao longo de cinco anos em vez de três. Os participantes das cúpulas também assinaram um novo “pacto para o euro”, mas uma vez comprometendo-se em alcançar uma coordenação econômica mais intensa. Mas, sendo o pacto não mais que uma reiteração de princípios, sem qualquer poder de execução, não estava claro quanto progresso isto de fato representava. Muitos observadores concordaram com o julgamento apresentado pelo *The Economist* de que o resultado era “algo entre um absurdo e um fracasso (...) Líderes ficam aquém de quase todas as tarefas que impõem a si mesmos.” (The euro zone's..., 2011, tradução nossa). No tempo em que este texto foi escrito, a maioria das características da nova crise do regime permanecia incerta, deixando a UEM estruturalmente mais fraca que nunca.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Será que o paraíso foi realmente perdido? Certamente, as experiências recentes têm dado pouca razão para antecipar qualquer melhoria significativa no decepcionante histórico do euro como moeda internacional. Os europeus tiveram sua chance. Se alguma vez houve a oportunidade de mudar as preferências globais para além do dólar, esta deveria ter sido aproveitada nos últimos três anos, após o colapso das hipotecas *subprime* (de alto risco) nos Estados Unidos, quando a solidez de toda sua estrutura financeira foi colocada em xeque. No entanto, embora o dólar parecesse mais vulnerável, o euro não conseguiu ser um desafio bem-sucedido à moeda americana. Ao invés disso, todas as deficiências estruturais da UEM foram vivamente reafirmadas, enquanto os países-membros se atrapalhavam, por meio de uma sucessão de crises internas. Em razão destas deficiências estruturais, o paraíso permanece mais inalcançável que nunca.

Isso não significa que os dias do euro estão contados. Alarmistas como Paul Volcker exageram ao sugerirem que a união monetária pode estar enfrentando uma desintegração. Porém, nem mesmo o desempenho da UEM desde o início da crise mundial parece encorajar os entusiastas do euro. A visão defendida neste capítulo é de que o euro não terá sucesso a longo prazo – mas também não deixará de existir, porque o compromisso político para a sua sobrevivência é, de alguma forma, muito profundo em toda a União Europeia. Porém, também não terá pleno sucesso, pois as suas fraquezas inerentes são igualmente muito profundas, como a experiência recente tem, infelizmente, reafirmado. Assim, o paraíso da liderança compartilhada com o dólar está fora de alcance.

REFERÊNCIAS

A TRICKY balancing act. **The Economist**, 5 Feb. 2009. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/13062174>>.

BEATTIE, A. Greek rescue becomes exercise in cat-herding. **Financial Times**, 26 Apr. 2010. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5791b63a-514e-11df-bed9-00144feab49a.html>>.

BERGSTEN, C. F. The euro and the dollar: toward a ‘finance G-2’? In: POSEN, A. S. (Ed.). **The euro at five**: ready for a global role? Washington: Institute for International Economics, 2005. p. 27-39.

CASTLE, S. Europe Commits to Action on Greek Deb. **The New York Times**, 11 Fev. 2010. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2010/02/12/business/global/12union.html?pagewanted=all>>.

CASTLE, S.; ALDERMAN, L. Europe approves Irish rescue and new rules on bailouts. **The New York Times**, 28 Nov. 2010. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/11/29/business/global/29euro.html?ref=business&_r=0>.

CASTLE, S.; SALTMARSH, M. Europe weighs possibility of debt default in Greece. **The New York Times**, 28 Jan. 2010. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2010/01/29/business/global/29bailout.html>>.

CHINN, M.; FRANKEL, J. A. Why the euro will rival the dollar. **International finance**, v. 11, n. 1, p. 49-73, 2008.

COHEN, B. J. Global currency rivalry: can the euro ever challenge the dollar? **Journal of common market studies**, v. 41, n. 4, p. 575-595, Sept. 2003.

_____. Dollar dominance, euro aspirations: recipe for discord? **Journal of common market studies**, v. 47, n. 4, p. 741-766, Sept. 2009.

_____. **The future of global currency**: the euro versus the dollar. London: Routledge, 2011.

COOPER, R. N. Key currencies after the euro. **The world economy**, v. 22, n. 1, p. 1-23, Jan. 1999.

DEHESA, G. **Will the euro ever replace the US dollar as the dominant global currency?** Madrid: Real Instituto Elcano, 2009. (Working Paper, n. 54).

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **Review of the international role of the euro**. Frankfurt: European Central Bank, 2002. (Press Release).

_____. **Review of the international role of the euro**. Frankfurt: European Central Bank, 2008.

_____. **The international role of the euro**. Frankfurt: European Central Bank, 2010.

ERLANGER, S.; CASTLE, S. Growing Economic Crisis Threatens the Idea of One Europe. **The New York Times**, 02 Mar. 2009. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/03/02/world/europe/02euro.html?pagewanted=all&_r=0>.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Concluding statement of the IMF mission on euro-area policies**. Washington: International Monetary Fund, 2007.

KRUGMAN, P. A continent adrift. **The New York Times**, 16 Mar. 2009. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/03/16/opinion/16krugman.html?_r=0>.

_____. Can Europe be saved? **The New York Times**, 12 Jan., 2011. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?pagewanted=all>>.

MÜNCHAU, W. "Phantom giants" will not save the eurozone. **Financial Times**, 20 Mar. 2011. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/32b76182-5343-11e0-86e6-00144feab49a.html#axzz2Hb5QapH4>>.

ON A WING and a prayer. **The Economist**, 2 Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/17627547>>.

PAPAIOANNOU, E.; PORTES, R. **The international role of the euro**: a status report, Brussels: European Commission, 2008. (Economic Paper, n. 317).

PISANI-FERRY, J.; POSEN, A. S. The euro at ten – successful, but regional. In: PISANI-FERRY, J.; ADAM, S. P. (Eds). **The euro at ten**: the next global currency? Washington: Peterson Institute for International Economics, 2009. p. 1-15.

RODRIK, D. Thinking the Unthinkable. **The international economy**, Winter, 2011, p. 44-45.

SCHNEIDER, H.; FAIOLA, A. Rescue package for Greece approved. **The Washington Post**, 26 Mar. 2010. Disponível em: <<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/03/25/AR2010032500260.html>>.

STELZER, I. Euro-zone shark still has its appetite. **The Wall Street Journal**, 28 Nov. 2011. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203935604577064200143429154.html>>.

THE EURO at ten: demonstrably durable. **The Economist**, 30 Dec. 2008. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/12851352>>.

THE EURO: emergency repairs. **The Economist**, 13 May 2010. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/16106575>>

THE EURO-ZONE crisis: saving the euro. **The Economist**, 18 Nov. 2010. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/17525741>>.

THE EURO ZONE'S periphery: they're bust. Admit it. **The Economist**, 31 Mar. 2011. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/18485985>>.

WOLF, M. Why Germany cannot be a model for the Eurozone. **Financial Times**, 31 Mar. 2010a. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d598e6fc-3c2c-11df-b40c-00144feabdc0.html#axzz2Hb5QapH4>>.

_____. Why the Irish crisis is such a huge test for the eurozone. **Financial Times**, 30 Nov. 2010b. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/259c645e-fcbb-11df-bfdd-00144feab49a.html>>.

_____. The “grand bargain” is just a start. **Financial Times**, 29 Mar. 2011. Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0364f530-5a4a-11e0-8367-00144feab49a.html#axzz2Hb5QapH4>>.

WYPLOZ, C. An international role for the euro? In: DERMINE, J.; HILTON, P. (Eds.). **European capital markets with a single currency**. New York: Oxford University Press, 1999. p. 76-104.

CAPÍTULO 3

A DEMOCRACIA NA ZONA DO EURO EM TEMPOS DE CRISE*

Aline Regina Alves Martins**

1 INTRODUÇÃO

A crise econômica e financeira global está atingindo duramente a União Europeia, em especial a zona do euro. A fim de diminuir os impactos da crise, inicialmente os governos dos países europeus realizaram amplos programas de socorro ao setor financeiro e estímulo à economia em recessão. Com isto, intentava-se evitar perdas de empregos e diminuir os efeitos negativos da crise. No entanto, estes pacotes de ajuda contribuíram para o aumento do endividamento público dos países socorridos. Desta forma, as nações da periferia da zona do euro entraram em uma crise do endividamento soberano. Os bancos, portanto, salvaram-se à custa do endividamento dos governos.

O aumento das dívidas públicas de Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal, por seu turno, eleva a percepção de risco por parte dos agentes econômicos no que concerne à solvência dos governos destes países. Isto induz ao incremento do custo de refinanciamento das dívidas e, por esta razão, à ampliação do déficit público. Como consequência, alimentam-se as expectativas negativas de uma moratória soberana.

A fim de diminuir essa percepção de risco e atender aos objetivos do mercado financeiro – representado tanto pelas agências de notação de crédito quanto pela *troika*,¹ uma série de medidas de austeridade é imposta como precondição para a liberalização de pacotes de ajuda para os países em dificuldades, permitindo a eles o pagamento de suas dívidas. A *troika* teme que uma moratória de um dos países periféricos da zona do euro coloque em risco a estabilidade financeira do continente e o próprio euro.

As exigências do mercado financeiro, representadas pelas políticas restritivas impostas às nações em crise econômica, vêm se sobrepondo a qualquer garantia dos direitos e do bem-estar dos cidadãos, pondo em questão a legitimidade

* Capítulo elaborado com informações disponíveis até meados de setembro de 2012.

** Doutoranda em ciência política pela Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e bolsista da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes). Ex-pesquisadora do Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

1. Grupo composto pelo Banco Central Europeu (BCE), pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pela União Europeia.

democrática destas políticas e da própria União Europeia. Os países mais afetados pela crise, notoriamente a Grécia e a Espanha, vêm perdendo a capacidade de salvaguardar seus cidadãos perante as exigências da acumulação do capital.

Assim, no momento em que muitos especialistas discorrem a respeito da sobrevivência do euro e da União Europeia, é interessante dedicar atenção às democracias europeias em função dos retrocessos nos âmbitos social e democrático decorrentes das políticas de austeridade. Para Viveret (2011), a União Europeia e, especificamente, a zona do euro não poderão evitar sua própria destruição se não prestarem atenção aos problemas relacionados à democracia.

Este capítulo objetiva analisar a desconsideração à democracia nos países da periferia da zona do euro, no que concerne não somente a seus aspectos puramente políticos, mas também à ideia de agência humana, que corresponde, nas palavras de O'Donnell (2011), ao próprio fundamento do significado empírico e normativo da democracia.

Para tal intento, este capítulo está dividido em cinco seções, além desta introdução. Inicialmente, discorre-se sucintamente a respeito do crescimento da autoridade financeira privada e sua influência nas políticas estatais no mundo globalizado. Na terceira seção, discutem-se as medidas de austeridade impostas pela *troika* aos países da periferia da zona do euro. Examina-se, em especial, a Grécia, mas também são destacadas as políticas de corte de gastos na Espanha, Itália e Portugal. Na seção seguinte, propõe-se o debate do entendimento de democracia para além do regime democrático, destacando-se seu caráter sempre aberto, cada vez mais vinculado ao respeito ao bem-estar e à dignidade humana. Posteriormente, debate-se o problema da legitimidade democrática nas instituições da União Europeia e a assimetria existente entre os países na zona do euro. Por fim, apresentam-se as considerações finais.

2 CRIAÇÃO DA OLIGARQUIA FINANCEIRA: RETRAÇÃO DO PAPEL DE FILTRO DO ESTADO

Para se compreender a proeminência que os interesses financeiros vêm adquirindo sobre as políticas de Estados democraticamente eleitos na zona do euro, é importante entender, mesmo que sucintamente, o processo de globalização financeira e econômica que se intensifica a partir dos anos 1970.

O'Donnell (2011, p. 70) afirma que a globalização interfere diretamente em umas das quatro dimensões do Estado: sua capacidade de filtro.² Esta dimensão

2. Segundo O'Donnell (2011, p. 69), o Estado pode ser diferenciado em pelo menos quatro dimensões: *i)* conjunto de burocracias; *ii)* sistema legal; *iii)* um foco de identidade coletiva; e *iv)* filtragem. "Algumas (...) fronteiras demarcam [uma determinada] população e, sob um regime democrático, [um] eleitorado. Outras são espaços delimitados de forma menos marcante; alguns deles estão cuidadosamente protegidos, outros estão controlados com maior ou menor efetividade por vários tipos de políticas públicas, outros ainda nunca tiveram barreiras e alguns as perderam, carcomidas pelos ventos da globalização. No entanto, todos os Estados tentam, ou afirmam que tentam, estabelecer vários filtros para o bem-estar de sua população e dos atores econômicos situados em seu território".

“corresponde à tentativa de regular o grau de abertura e fechamento dos diversos espaços e fronteiras que medeiam o interior e o exterior de seu território, seu mercado e sua população” (O’Donnell, 2011, p. 69). Com a intensificação do processo de globalização e o aumento do peso dos interesses financeiros no sistema internacional, o Estado “pode ter abdicado em grande medida de sua condição de filtro orientado para alcançar o bem-estar de sua população” (*op. cit.*). A renúncia, mesmo que parcial, desta dimensão representa um indicador de baixas capacidades estatais que abalam, entre outras coisas, o funcionamento de um regime democrático. Carvalho e Kregel (2007, p. 5) afirmam que os “investidores financeiros tomaram o lugar de cidadãs e cidadãos em um sistema no qual, na prática, os ‘mercados’ exercem cada vez mais o poder político subtraído da sociedade”. A liberalização financeira, para os autores, corresponde ao principal instrumento político da ideologia neoliberal, ao limitar o poder do Estado de realizar reformas sociais. A ideologia em voga passou a ser de que os mercados sem qualquer tipo de controle seriam mais eficientes em apoiar o desenvolvimento econômico que a regulamentação e a intervenção dos Estados. Por isso, as intervenções estatais deveriam ser minimizadas (Carvalho e Kregel, 2007).

Os interesses financeiros representados pela *troika* comprovam o crescimento da autoridade internacional privada com a intensificação do processo de globalização. Busca-se tratar o “mercado como uma ordem constitucional com suas próprias regras, procedimentos e instituições que operam para proteger a ordem do mercado de interferências políticas” (Jayasuriya, 2002, p. 445 *apud* O’Donnell, 2011, p. 224). Perde-se o controle sobre os fluxos de capital, aumentando sua liberdade de alocação entre diferentes países. Como consequência, retira-se da jurisdição dos Estados questões importantes de investimentos estrangeiros, comércio e outras. Assim, expõem-se os países, em especial os menos desenvolvidos, à especulação e às crises financeiras recorrentes, entre outras consequências indesejáveis que minam as possibilidades de desenvolvimento econômico. O aumento de importância dos interesses financeiros representados pela *troika* contribui para a debilidade e a descontinuidade do regime democrático na zona do euro, como se observa notadamente na Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e em Portugal, e por isto estes países terminam desconectados, em alguns momentos, da busca do bem comum.

Desse modo, as mudanças nas mesas políticas estatais levadas a cabo pela globalização econômica e financeira vêm erodindo direitos conquistados pelos cidadãos na Europa e em outras partes do mundo. As políticas de flexibilização do trabalho na zona do euro, por exemplo, corroboram esta afirmação.

3 AS POLÍTICAS DE AUSTERIDADE NA ZONA DO EURO

Com o discurso de garantir a estabilidade financeira e salvar o euro, a *troika* começou a defender um pacote de medidas extremas sem consulta à população dos

países mais afetados pela crise. Estes programas de ajustes ortodoxos vêm obrigando estes Estados a baixar seus déficits públicos por meio da drástica redução da despesa pública a fim de evitar uma moratória descontrolada. Esta redução abrange privatizações, cortes nas aposentadorias e nos gastos em saúde e educação, aumento do tempo de contribuição para aposentadoria, demissão de funcionários públicos, entre outras medidas. Em adição a isto, os investidores têm exigido taxas de juros cada vez mais altas para rolar dívidas de países como a Grécia (25,95% ao ano), Portugal (10,55%), Irlanda (8,16%), Itália (6,91%) e Espanha (6,6%) – dados de fevereiro de 2012. Dado o grau de endividamento destes países, o aumento destas taxas representa um enorme peso no orçamento (Martins, 2011). Como consequência, observa Streeck (2011, p. 26, tradução nossa), em artigo para a *New left review*, os mercados financeiros estão obrigando os governos a impor sacrifícios aos seus cidadãos: “como lemos quase todos os dias nos jornais, ‘os mercados’ começaram a ditar de forma sem precedentes o que, presumivelmente, os Estados soberanos e democráticos ainda podem fazer pelos seus cidadãos e o que lhes devem recusar”. Torna-se cada vez mais evidente a proeminência de um comissariado do orçamento, não submetido nem a voto nem a controle democrático, intervindo nas contas nacionais dos países da periferia da zona do euro.

Amartya Sen, ganhador do prêmio Nobel de economia de 1998, também discorre a respeito de as prioridades financeiras estarem à frente dos governos democráticos da periferia da zona do euro. A governança democrática fica prejudicada nesta região em decorrência do “papel excessivo das instituições financeiras e das agências de classificação, que agora imperam livremente em algumas zonas do terreno político da Europa” (Sen, 2011, tradução nossa).

Mais do que nunca, o poder econômico parece ter se tornado poder político, enquanto os cidadãos parecem ter sido quase inteiramente despidos de suas defesas democráticas e de sua capacidade de imprimir à economia interesses e demandas que são incomparáveis em relação aos dos detentores de capital (Streeck, 2011, tradução nossa).

3.1 O caso da Grécia

A Grécia é um dos países que enfrentam uma das mais sérias crises na zona do euro. Com problemas econômicos agudos desde 2009, um primeiro plano de resgate foi fechado com a União Europeia e o Fundo Monetário Internacional (FMI) no ano de 2010. O até então primeiro-ministro grego Giorgos Papandreu tentou encontrar um equilíbrio entre satisfazer os credores do país, que exigiam cortes orçamentários, o que implicava redução de direitos trabalhistas e diminuições salariais, e atender a um eleitorado cada vez mais indignado com estes cortes. Em pouco tempo, os cidadãos ocupavam as ruas e organizavam greves gerais. No entanto, apesar dos sacrifícios impostos à população grega, o primeiro

plano de resgate não foi capaz de diminuir uma dívida de mais de € 300 bilhões, e as políticas de austeridade somente contribuíram para acentuar a recessão.

Dessa maneira, em 21 de fevereiro 2012, votou-se um segundo plano de ajuda internacional para a Grécia, patrocinado pela *troika*. Além das reduções salariais, esta exigiu, para emprestar € 130 bilhões e evitar o calote do governo grego, novas medidas de cortes nos gastos, como a demissão de cerca de 15 mil servidores públicos e a diminuição das pensões suplementares pagas aos aposentados, totalizando € 3,3 bilhões em cortes (Dow Jones Newswires, 2012).

Embora tenham sido realizadas eleições em 17 de junho de 2012, não há perspectiva de mudança na postura do governo grego em relação à imposição de políticas de austeridade pela *troika*. Antonis Samaras, líder do Nova Democracia, partido vencedor,³ tinha apoio dos líderes da União Europeia, visto que estes temiam a vitória do partido Syriza, da esquerda radical, contrária às políticas de austeridade. Samaras pretende rever o programa de austeridade da *troika*, mas não ameaça retirar a Grécia da zona do euro. Com o acordo fechado entre os ministros de Finanças da zona do euro para o empréstimo dos € 130 bilhões à Grécia, restou a este país submeter a seu Parlamento a legislação necessária para aplicar este novo empréstimo. Conquanto cresça o descontentamento da população grega frente à cartilha fiscal imposta pela *troika*, resultando em diversos protestos nas ruas de Atenas, o comunicado oficial dos ministros de Finanças da zona do euro reafirma explicitamente a necessidade de mais sacrifícios por parte dos cidadãos gregos: “O Eurogrupo está plenamente consciente dos esforços significativos já feitos pelos cidadãos gregos, mas também ressalta que mais esforços por parte da sociedade grega são necessários para a economia retomar um crescimento sustentável” (Eurogroup, 2012, p. 1, tradução nossa). Assim, as metas fiscais se manterão ao custo de profundas reformas no país.

A Grécia deve atingir a ambiciosa, porém realista consolidação das metas fiscais, de modo a retornar o superávit primário a partir de 2013, realizar plenamente os planos de privatização e implementar a agenda de reforma estrutural ousada, tanto no mercado de trabalho quanto nos mercados de produtos e serviços (*op. cit.*).

E, para finalizar, os ministros defendem a introdução na Constituição grega de um dispositivo que consolide a prioridade do pagamento da dívida pública sobre qualquer outra política nacional, mesmo à custa do bem-estar dos cidadãos gregos:

O Eurogrupo (...) saúda a intenção das autoridades gregas em introduzir ao longo dos próximos dois meses no quadro jurídico grego uma disposição garantindo que a prioridade seja concedida aos pagamentos do serviço da dívida. Esta disposição será introduzida na Constituição grega logo que possível (*op. cit.*).

3. Samaras formou um governo de coalizão conservador-socialista ao obter apoio parlamentar do Pasok e do Dimar, partidos socialista e de esquerda democrática, respectivamente.

Observa-se, assim, que, em troca do resgate contra uma moratória imediata – o que não necessariamente resolve os problemas gregos –, foram impostos mais controles por parte da *troika* sobre a Grécia. Sanções automáticas poderão ser postas em prática a fim de restabelecer a confiança dos mercados contra países que fugirem da cartilha fiscal do FMI, do Banco Central Europeu (BCE) e dos líderes da União Europeia.

Embora o desemprego na Grécia tenha atingido 23,1% em maio de 2012, dois anos depois da primeira intervenção da *troika* no país, o governo se prepara para realizar mais cortes exigidos no orçamento (Grécia..., 2012). A Grécia precisa atingir € 11,5 bilhões em cortes a fim de continuar recebendo ajuda internacional: “temos de encontrar os € 11,5 bilhões porque, sem eles, não haverá próxima parcela de auxílio”, declarou o ministro das Finanças grego, Yannis Stournaras (Kyriakidou, 2012, tradução nossa). Todos os trabalhadores temporários da administração pública serão demitidos e, ademais, 40 mil funcionários públicos deverão receber apenas 40% do salário durante um ano, antes de serem despedidos. Este plano já havia sido aprovado pelo governo anterior, mas foi posteriormente abandonado. A Constituição grega veda a demissão de funcionários públicos. Observa-se que, embora nenhum governo atualmente possa governar sem considerar, mesmo que minimamente, o âmbito internacional, incluindo o mercado financeiro e suas agências de notação de crédito, estes estão crescendo sobremaneira seu poder frente à soberania estatal e estão obrigando os Estados a impor sacrifícios a sua população.

As mesmas agências de notação de crédito sediadas em Manhattan que foram fundamentais para o desastre da indústria de dinheiro global estão agora ameaçando rebaixar as notas dos títulos de Estados que aceitaram um nível antes inimaginável de dívida para resgatar aquela indústria e a economia capitalista como um todo (Streeck, 2011, p. 26, tradução nossa).

A crise evidencia como os cidadãos de países como Irlanda, Grécia, Espanha, Portugal ou Itália cada vez mais percebem seus governos nacionais representantes não do povo, mas de outros Estados ou organizações internacionais, como o FMI, incomensuravelmente mais isolados da pressão eleitoral.

Em países como Grécia e Irlanda, qualquer coisa que se assemelhe a democracia será efetivamente suspensa por muitos anos. A fim deles se comportarem “de forma responsável”, assim definido pelos mercados e instituições internacionais, governos nacionais terão de impor uma austeridade rigorosa, ao preço de se tornarem cada vez mais irresponsáveis aos seus cidadãos (*op. cit.*).

Questões relacionadas à falta de legitimidade democrática entre os países da União Europeia são latentes em função do próprio processo de integração supranacional. Contudo, se discutirá nas seções seguintes como a crise vem aprofundando o que se costuma denominar “déficit democrático” na zona do euro.

Habermas (2011) converge com Streeck (2011), afirmando que, com o surgimento da crise do endividamento soberano nos países da periferia da zona do euro, as exigências do mercado financeiro estão fazendo com que os dirigentes europeus deixem “de lado aquilo que deveria ser a sua prioridade: o bem-estar dos cidadãos, definido num quadro democrático” (Habermas, 2011).

Em dezembro de 2011, Papandreu – primeiro-ministro até então, depois substituído por Lucas Papademos – propôs realizar um referendo concernente ao segundo plano de resgate para seu país aprovado em fevereiro de 2012. O ex-chefe do governo grego havia afirmado a seus ministros que o referendo seria “um mandato claro e uma forte mensagem dentro e fora da Grécia sobre o (...) trajeto europeu e a (...) participação [da Grécia] no euro” (Papandreu..., 2011a). A consulta à população corresponderia a um sim ou não do povo grego ao plano de resgate, “sim ou não à Europa, sim ou não ao euro”, afirmou Papandreu (*op. cit.*). Contudo, alguns especialistas avaliaram que ele cometeu um erro ao sugerir submeter o plano de ajuda a referendo. O anúncio gerou pânico generalizado nos mercados e a reprovação dos sócios europeus, uma vez que a incerteza da consulta popular poderia suspender o pagamento das novas parcelas de ajuda. As autoridades da União Europeia e do FMI haviam concordado com a realização do referendo, mas, em represália, suspenderam a liberação da sexta parcela de ajuda internacional à Grécia, de cerca de € 8 bilhões. Desta maneira, o governo grego cancelou a consulta, que correspondia a uma decisão soberana, dado o apoio que adquiriu da oposição conservadora. Sem saída, Papandreu abandonou a chefia do governo,⁴ perdendo a batalha contra a dívida, os mercados financeiros e a opinião pública.

Habermas (2011) explica que os governos da periferia da zona do euro

estão desorientados e paralisados perante a difícil escolha entre, por um lado, os imperativos dos grandes bancos, [da *troika* e das agências de notação de crédito] e, por outro, o receio face à perda de legitimidade junto das respectivas populações frustradas, que os ameaça.

A população grega demonstra por meio de greves e protestos nas ruas de Atenas sua insatisfação perante as medidas de austeridade anunciadas e a impossibilidade de ter sua opinião considerada sobre as políticas impostas pela *troika*. O cancelamento do referendo no final de 2011 demonstra como a participação dos cidadãos gregos perante políticas de grande impacto para a sociedade não é central na nova realidade da zona do euro. Dessa maneira, observa-se um crescente abismo entre, de um lado, os cidadãos da Grécia e demais nações fragilizadas e, de outro lado, os países líderes da União Europeia (Alemanha e França), que muitas vezes vêm agindo sem legitimidade democrática. Habermas (2011) enfatiza como a zona do euro é caracterizada pela falta de solidariedade entre as nações.

4. Papandreu afirmou que sua demissão teve como objetivo facilitar o caminho para o novo governo de coalizão nacional até as próximas eleições (Papandreu..., 2011b).

Segundo o relatório da Standard Bank, citado por Costa (2011), uma união monetária e fiscal somente seria eficiente caso um banco central fosse capaz de adotar medidas anticíclicas em momentos nos quais a economia entrasse em recessão ou crescesse demasiadamente, além de transferir renda de regiões ricas para regiões necessitadas. No entanto, a zona do euro não avança neste sentido, ao mesmo tempo que se evita sua divisão. A Alemanha recusa a criação dos eurobônus, que representam a coletivização parcial das dívidas dos países com dificuldades. Habermas (2011) destaca as falhas de construção que estão na base da união monetária e que somente serão superadas por meio de uma união política adequada, com a harmonização das economias nacionais que atualmente registram enormes diferenças quanto às suas capacidades de concorrência.

Essas deficiências estruturais da união monetária europeia também são refletidas na problemática existente nas tomadas de decisão na União Europeia, visto que os chefes dos governos nacionais negociam ou decidem em uma zona jurídica indefinida. Os cidadãos, “forçados a sofrer as alterações de repartição dos encargos para além das fronteiras nacionais”, não conseguem influenciar democraticamente, enquanto cidadãos, nas decisões impostas (Habermas, 2011). Desta forma, fica impossibilitada, sinaliza Sen (2011), a realização de uma ajuda financeira democrática da União Europeia aos gregos.

A demasiada exposição dos Estados frente a uma oligarquia de investidores, somada à incapacidade dos governos de mediar os interesses dos cidadãos com as exigências da acumulação do capital, termina por deixar somente “as manifestações e tumultos como via de expressão política” (Costa, 2011, p. 110). Em convergência a esta opinião, Streeck (2011, p. 28, tradução nossa), afirma: “Onde a democracia tal como a conhecemos está efetivamente suspensa, como já ocorre em países como a Grécia, Irlanda e Portugal, tumultos nas ruas e insurreições populares podem ser a última forma de expressão política para aqueles desprovidos de poder de mercado”.

Portugal, por exemplo, viveu o maior protesto dos últimos trinta anos em 11 de fevereiro de 2012, com mais de 300 mil pessoas concentradas no Terreiro do Paço. O líder da Confederação Geral dos Trabalhadores de Portugal (CGTP), Armênio Carlos, proferiu frases como “O FMI não manda aqui”, criticando abertamente as medidas de austeridade defendidas pela *troika* (Portugal..., 2012). A Grécia, igualmente, vem sendo palco constante de protestos em decorrências destas medidas. Em 12 de fevereiro de 2012, 100 mil gregos foram às ruas, sendo 80 mil deles na capital, Atenas. Em grande parte das vezes, há choques violentos entre a polícia e os manifestantes. Muitos destes questionam a legitimidade do governo grego, apontando-o como traidor do povo.

A saída da Grécia da zona do euro poderia representar um risco menor que passar anos em meio a um ambiente de austeridade que lança o país em uma

recessão cada vez mais profunda. Com uma maior autonomia monetária, o país poderia desvalorizar sua moeda – retomando a dracma – para alavancar suas exportações.⁵ No entanto, apesar dos sacrifícios impostos à população, não há um consenso entre os especialistas sobre as vantagens e desvantagens da saída da Grécia da zona do euro. Para alguns analistas, a saída da Grécia da zona do euro poderia gerar pânico ao abrir precedente para outros países também abandonarem a moeda única, trazendo mais instabilidade e perda de confiança no euro. Investidores tentariam se livrar o mais rápido possível dos títulos denominados em euro. Em última instância, a saída da Grécia poderia representar o início do fim da zona do euro (Bonis, 2012). A situação na Grécia, assinala Sen (2011), ilustra o problema de se submeterem processos e práticas políticas constitutivas da democracia à lógica do sistema financeiro internacional. Segundo Sen, não se pode permitir que instituições financeiras internacionais e agências de classificação tenham o poder unilateral de comandar governos democraticamente eleitos.

3.2 Cortes orçamentários na Espanha, na Itália e em Portugal

Outros Estados da zona do euro, como Portugal, Espanha e Itália, também estão passando por profundos cortes orçamentais que afetam diretamente políticas sociais. Porém, conquanto a população não tenha atuado de forma a levar seus respectivos países à situação de calamidade atual, infelizmente, são os cidadãos que estão pagando os custos desta crise.

Até 2007, “o único país da zona do euro com um problema fiscal significativo era a Grécia. Os demais tinham déficits moderados, sendo os ‘piores’ dentre estes, pela ordem, Itália, França, Alemanha e Áustria, Espanha, Irlanda e Estônia” (Costa, 2011, p. 109). Atualmente em apuros, estes estavam melhores que a Alemanha em termos de superávit fiscal e endividamento público; “o que os quebrou não foi sua política fiscal, mas a fragilidade de seus setores privados frente à crise de 2008” (Costa, 2011, p. 109). Entre 1999 e 2007, a dívida pública bruta consolidada dos países da zona do euro, com exceção da Grécia, manteve-se estável no patamar de 60% do produto interno bruto (PIB). O que houve, de fato, foi um incremento do endividamento do setor privado: “A dívida das empresas não financeiras passou de 250% para 280% do PIB; o endividamento dos bancos, de 190% para 250% do PIB (...). A indisciplina ‘fiscal’ estava centrada no setor privado, não no setor público”. “O déficit fiscal não foi a origem da crise, mas sim a crise [com a imposição de políticas de austeridade] que acabou gerando o déficit fiscal”, pontua Stiglitz (2011). Dessa forma, como destacou Belluzzo: “os governos socorreram o sistema financeiro e depois se submeteram a ele” (Fórum..., 2012).

5. Não obstante, a desvalorização da moeda grega traria problemas adicionais. Contudo, sua discussão escapa ao escopo deste trabalho. Para mais informações, ver Freitas (2012).

O argumento da *troika*, no entanto, vai em direção à necessidade de cortes orçamentais para diminuir o endividamento público e garantir a retomada do crescimento. Neste sentido, a rigidez do mercado de trabalho representa um entrave para o maior crescimento econômico na região, e as medidas de flexibilização tornam-se fundamentais para reduzir os gastos e também evitar mais desemprego.

Dessa maneira, o primeiro-ministro espanhol, Mariano Rajoy, aprovou, em 10 de fevereiro de 2012, reformas trabalhistas que visam à flexibilização do mercado de trabalho. Entre elas está o desmonte das práticas de negociação coletiva. Porém, a “barganha coletiva é o tipo de ação básica do sindicalismo europeu. Isso dá aos sindicatos maior poder de negociação” (Moreira, 2012). Por intermédio destas negociações, os trabalhadores espanhóis conseguem negociar no âmbito regional ou até mesmo por setor. Na reforma também está inclusa a redução dos custos de demissão, além da simplificação da modalidade de contratos. As Comissões Operárias (CCOO) e a União Geral de Trabalhadores (UGT) rejeitam esta reforma trabalhista ao defini-la como imprudente e regressiva, pois prejudica os direitos dos trabalhadores, além de facilitar demissões pelas empresas (Sindicatos..., 2012). O país possui a maior taxa de desemprego da Europa, na ordem de 24,4% – dados de julho de 2012. O governo espanhol argumenta que estas medidas não pretendem estimular demissões, mas garantir os direitos dos trabalhadores, facilitando contratações, principalmente de jovens com menos de 30 anos.

Em continuação aos objetivos de cortes orçamentais, o governo espanhol aprovou, em 10 de abril de 2012, cortes da ordem de € 10 milhões no setor de saúde e educação. Desta maneira, a Espanha visa reduzir o déficit e convencer os investidores de que o país precisará de um resgate financeiro. Mariano Rajoy afiançou que as medidas são necessárias devido ao Estado não ter dinheiro para pagar os serviços públicos e seus funcionários: “É necessário, é imprescindível (...) neste momento não há dinheiro para o pagamento dos serviços públicos porque gastamos muito nos últimos anos” (España..., 2012, tradução nossa).

Especificamente quanto à educação, Rajoy afiançou que o governo planeja aumentar os preços das matrículas nas universidades, além de ampliar a proporção de alunos por professor nas escolas públicas e o número de horas de trabalho dos últimos.

O governo espanhol vem tentando de todas as maneiras convencer a União Europeia e os mercados de que poderá reduzir o déficit de 8,5% do PIB para 3% até 2013. Contudo, até o momento o temor dos mercados só tem aumentado no que diz respeito à possibilidade de a Espanha precisar de um robusto resgate financeiro (España..., 2012).

A Itália, por sua vez, demonstra bem as consequências indesejáveis para sua população decorrentes das políticas de austeridade aprovadas pelo então

primeiro-ministro Silvio Berlusconi e o atual, Mario Monti. Este visa, além de introduzir contratos de trabalho mais flexíveis, formar um sistema de previdência que estimule o trabalhador a mudar de emprego (Moreira, 2012). O plano corresponde a diminuir a diferença entre os contratos que atualmente dão garantia de emprego por toda a vida e os contratos de curto prazo mais vulneráveis.

A ministra do Trabalho e Bem-estar italiana, Elsa Fornero, chorou ao anunciar as políticas em sua área, que abarcam a suspensão do reajuste das aposentadorias pela inflação, aumento dos mínimos de idade e anos de contribuição para a aposentadoria, e cálculo do valor do benefício pela média das contribuições e não pelos últimos salários recebidos. Além disso, foram cortados gastos públicos e aumentados vários impostos (Costa, 2011). O país precisa financiar € 440 bilhões somente em 2012. Os papéis italianos estão a dois níveis da categoria de “podres”. Portugal, por seu turno, vem implementando uma reforma mais ampla ao adotar, por meio de negociações entre empregados e patrões, horas de trabalho mais flexíveis, menos dias de feriados e menor indenização por demissão.⁶

Infelizmente, a situação do trabalho na Grécia, Itália, Espanha e em Portugal só deve piorar com a crise da dívida soberana nestes países e com o programa de austeridade do FMI, BCE e União Europeia. Para muitos especialistas, as políticas de austeridade somente têm contribuído para o aprofundamento da crise nos países da periferia da zona do euro. De acordo com Vicenç Navarro, ex-professor de economia aplicada da Universidade de Barcelona, as políticas impostas pela *troika* estão causando recessão nos países mais afetados pela crise e em toda a zona do euro. Assim, Navarro se distancia da explicação dominante de que é o excesso de endividamento público a causa da crise dos países do sul da Europa, assim como da Irlanda e Grécia. De fato, são as políticas de austeridade, com cortes no gasto público (o que inclui o gasto público social), bem como a ênfase em diminuir os salários, os fatores que têm criado um declínio da demanda e, com isto uma queda acentuada no crescimento econômico. Existe uma relação direta entre a imposição de políticas de austeridade e o declínio do desenvolvimento econômico. Ou seja, quanto maior a austeridade, menor é o crescimento e, consequentemente, maior é a ampliação do déficit e da dívida pública. Navarro ainda ressalta que a Grécia é o país em que foram impostos os maiores cortes e, ao mesmo tempo, onde tem havido a maior queda do PIB. “Uma situação semelhante ocorre na Espanha, Portugal, Irlanda e Itália. Os países nórdicos são os que tiveram menos cortes e os que têm crescido mais rapidamente” (Navarro, 2012, tradução nossa).

6. Vale ressaltar que a situação não é homogênea na Europa. Na Finlândia, por exemplo, foi acordado um aumento salarial de 2,4% neste ano, e 1,9% em 2013. A Alemanha, com uma política salarial achatada por anos, é o único país que está criando empregos em função de sua indústria de exportação, mas também devido à sua população ativa estar em baixa desde 2005.

Em vez de se permitir a realização de políticas expansivas de gasto público, a *troika* vem impondo a Portugal, Itália, Grécia, Espanha e Irlanda reduções drásticas de tais gastos, de maneira que minam a possibilidade de desenvolvimento social e econômico e ampliam a recessão. Stiglitz (2011) acredita que “reclamar austeridade agora é uma forma de assegurar-se de que as economias colapsem”. O que a Alemanha, juntamente com a *troika*, está impondo ao resto da Europa termina por gerar “uma queda em espiral, que conduz a mais desemprego, pobreza e aprofunda as desigualdades” (*op. cit.*).

No entanto, os mercados e as instituições internacionais requerem que não somente os governos, mas também os cidadãos sejam obrigados a se comprometer com a consolidação fiscal (Streeck, 2011). Para Viveret (2011), na União Europeia está ocorrendo uma destruição de riqueza real e humana, e por isso o autor exalta a situação de emergência democrática na União Europeia. Como consequência: “Os elementos de revolta social já estão presentes e estarão ainda mais com os programas de austeridade” (Viveret, 2011, tradução nossa).

Stiglitz (2011) ressalta que o principal problema da zona do euro

é ter criado um marco econômico a partir do qual a democracia ficou subordinada aos mercados financeiros. É algo que Merkel sabe muito bem. As pessoas votam, mas se sentem chantageadas. Deveria se reformular o marco econômico para que as consequências de não seguir os mercados não sejam tão severas.

Observa-se, desta forma, a subjugação da prática democrática dos países mais afetados pela crise aos interesses financeiros. No entanto, para Viveret (2011), a dívida financeira tem um peso muito menor diante da necessidade de preservação dos valores da democracia: “Diante das dívidas crescentes, a ameaça atual sobre os valores fundamentais da paz e da democracia parecem ser muito mais importantes”.

4 DEMOCRACIA: PARA ALÉM DOS ASPECTOS POLÍTICOS

Na seção anterior, observou-se como nos países da periferia da zona do euro muitos insumos do regime democrático encontram-se débeis e descontínuos, atados a interesses muitas vezes difíceis de vincular com algum aspecto do bem comum. Dessa forma, estas nações perdem eficácia, efetividade e credibilidade, renunciando, em grande parte, à sua função enquanto um filtro eficaz e benéfico. Como consequência, constata-se um poder menos proeminente dos governos democraticamente eleitos nesta região, limitando a capacidade de estes Estados governarem efetivamente sobre questões importantes e avançarem na democratização e no bem-estar de seus cidadãos (O'Donnell, 2011).⁷

7. Estas observações, baseadas nas palavras de O'Donnell (2011) – dedicadas ao entendimento dos países da América Latina –, exprimem bem a realidade atual dos países da zona do euro que sofrem com a crise do endividamento público.

Para além da impossibilidade de os cidadãos votarem as políticas de austeridade praticamente impostas pela *troika* – sem qualquer consulta popular –, as quais minam uma série de direitos outrora conquistados, outros aspectos explicam como regimes democraticamente eleitos estão em descompasso com os interesses e bem-estar dos cidadãos. Estes outros aspectos estão ligados ao fato de a democracia ser mais que o regime democrático *per se*.⁸ Nas democracias, o regime⁹ é apenas parte do processo de tomada de decisões e dos insumos de poder e influência a que se encontram sujeitos o governo e o Estado.

A democracia abarca uma série de direitos subjetivos e liberdades e, portanto, detém um caráter sempre em construção. Dado o caráter complexo da democracia, O'Donnell (2011) propõe uma caracterização e não propriamente uma definição desta. A democracia, esclarece o autor, implica um horizonte normativo e historicamente aberto, pois está relacionada à existência do agente (cidadão) enquanto um portador de direitos subjetivos e liberdades caracterizados pela indecidibilidade. Ela consiste,

além do núcleo do regime e de sua própria democratização, na aquisição e amparo legal de direitos e liberdades, sustentados de forma mais ampla e mais sólida, que dizem respeito aos aspectos civis, sociais e culturais da cidadania – e também, é claro, à expansão de liberdades e direitos políticos (O'Donnell, 2011, p. 253).

Essa ideia de agência, enquanto um componente indispensável para o regime democrático, sempre remete para além do regime.

A democracia é o único regime que nos constrói como agentes, especial mas não exclusivamente na esfera dos direitos políticos; aqui se encontra a diferença crucial entre ela e todos os tipos de regime autoritário. Esta construção implica, e exige legalmente, que se efetive um sistema de respeitosos reconhecimentos mútuos como cidadãos(dás)/ agentes em nossa legítima diversidade (O'Donnell, 2011, p. 235).

Dessa forma, o governo resultante, o regime democrático e o Estado existem em referência a indivíduos que são agentes portadores de personalidade jurídica e de diversas liberdades e direitos, e em função destes indivíduos. Ademais, tal como institucionaliza a apostila inclusiva, tais indivíduos são cidadãos e cidadãs, fonte e justificação da autoridade e o poder de governos e Estados.

Portanto, é necessário olhar para além do regime democrático para se notar um desrespeito à democracia na zona do euro. Tem-se de observar a desconsideração

8. "Apesar de ser um componente essencial, sem o qual nenhuma democracia pode existir", ressalva O'Donnell (2011, p. 253).

9. Para O'Donnell (2011, 33-34), três elementos compõem a definição de regime democrático: "primeiro, eleições limpas; segundo, os direitos positivos e participativos de votar e eventualmente de tentar ser eleito e atividades relacionadas com o exercício desses direitos; e, terceiro, embora seja impossível determinar com precisão seus limites internos e externos, um conjunto de liberdades necessárias para possibilitar as eleições e o exercício de seus direitos de participação".

aos direitos e às liberdades dos indivíduos enquanto agentes e cidadãos, que abarcam não somente a impossibilidade de votar e ter voz diante da imposição das políticas de austeridade fiscal, mas também a não garantia de outros direitos e liberdades que lhes permitam exercer sua agência na esfera política.

As políticas de austeridade na Grécia – que exigem como contrapartida para a liberalização das parcelas dos empréstimos a demissão de 15 mil funcionários públicos, cortes na aposentadoria e privatizações em massa – e os cortes nos gastos em saúde e educação do governo espanhol são uma clara negação da agência, base crucial da democracia. Para o exercício da agência, é cogente a existência da garantia de um mínimo social por parte do Estado.

Na Espanha, o aumento de impostos, os cortes nos gastos em educação e saúde, bem como a redução de salários do funcionalismo público e dos auxílios aos desempregados – ações exigidas pela *troika* – não vêm contribuindo para a melhoria da situação econômica e financeira no país. O'Donnell (2011) afirma que submeter o indivíduo à privação de necessidades materiais básicas corresponde a uma negação severa de sua agência, lembrando que é o agente que dá sentido e fundamento à cidadania e, portanto, à democracia. Citando Shue (1996), O'Donnell (2011) ressalta:

“Ninguém (...) pode gozar completamente qualquer direito que se supõe ter, se lhe faltam os elementos essenciais para uma vida razoavelmente saudável e ativa”. Em consequência, “seria inconsistente reconhecer direitos referentes à vida ou à integridade física quando se omitem os meios necessários para o gozo e exercício destes direitos” (Shue, 1996 *apud* O'Donnell, 2011, p. 214).

No entanto, em 3 de agosto de 2012, Rajoy afiançou que, conquanto o governo seja consciente de que estas medidas não sejam populares, elas deverão permanecer (Pelicó, 2012). É evidente o enorme poder político que a oligarquia financeira exerce e como o utiliza para capturar uma parcela cada vez mais vasta da riqueza social. De acordo com Viveret (2011), esta oligarquia, concentradora de riqueza e poder, age permanentemente para desgastar a democracia.

Quando um mínimo social é satisfeito, os indivíduos devem estar capacitados para cumprir com suas obrigações comumente esperadas enquanto pais, amigos, cidadãos e demais papéis que exercem em sociedade. Isto, por sua vez, está baseado no “princípio de que o governo deve assegurar as condições de autonomia igual a todas as pessoas sujeitas à sua jurisdição” (O'Donnell, 2011, p. 42). Os cortes de gastos em saúde e educação pelo governo espanhol evidenciam o descumprimento dos aspectos fundamentais da democracia. Interesses dos mercados se sobrepõem sem qualquer pudor à garantia dos direitos subjetivos e liberdades dos cidadãos na zona do euro.

Para corroborar essa realidade de desrespeito à agência humana, o relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)

divulgado em 24 de fevereiro de 2012 recomenda reformas fiscais e trabalhistas aos países da periferia da zona do euro, por mais dolorosas e impopulares que sejam. A redução do desequilíbrio econômico é defendida pela OCDE mesmo à custa de benefícios conquistados pelos cidadãos (OECD, 2012).¹⁰

O desmonte das práticas de negociação coletiva na Espanha, o cancelamento do referendo na Grécia concernente ao pacote de ajuda e demais ações que impossibilitam os cidadãos de participarem da discussão sobre as políticas de austeridade também demonstram o desrespeito ao exercício da cidadania na periferia da zona do euro. É clara a exclusão dos cidadãos no debate das políticas estatais dos países sob supervisão da *troika*. Por meio da liberdade de expressão, de associação, de acesso à informação não censurada e monopolizada, entre outras, os cidadãos podem “deliberar sobre temas de seu interesse, inclusive questões relacionadas a decisões presentes na agenda de Estados e governos” (O’Donnell, 2011, p. 164). É dessa forma que a democracia é adquirida, reproduzida e reelaborada.

Na democracia, “aqueles que não governam são fonte e justificação – e não apenas sujeitos – do poder e da autoridade política e, portanto, juízes daqueles que o exercem” (O’Donnell, 2011, p. 247). A democracia é um sistema de direitos, e estes são alicerces essenciais do processo democrático de governo (Dahl, 2009). Os países da periferia da zona do euro precisam governar para seus cidadãos e não para a oligarquia financeira. Ao permitirem o controle pela *troika* e ao aceitarem a imposição das políticas de austeridade, estas nações negam o fundamento do significado empírico e normativo da democracia: a ideia de agência.

Embora as conquistas da democracia sejam insuficientes e sempre possa haver a retração dos direitos, sejam civis, políticos ou sociais, essas tendências à desigualdade enquanto um desafio à democracia e às suas dimensões igualitárias não devem ser desconsideradas, mas teorizadas como um aspecto fundamental de todas as democracias.

[A] democracia sempre projeta um horizonte de que é, ao mesmo tempo, de esperança e de insatisfação. É mais que um valioso sistema político: é também o indício de uma carência, de uma agenda sempre pendente de avanços nas múltiplas questões que, em um determinado momento e para determinadas pessoas, mais dizem respeito ao bem-estar e à dignidade humana (O’Donnell, 2011, p. 255).

Por isso, apesar de haver tensões entre as políticas de Estado e a democracia, o agente – indivíduo dotado de razão prática e discernimento moral e base crucial

10. Entre as reformas recomendadas pelo relatório da OCDE, estão: “i) reduções na indenização por contratos regulares e algumas simplificações nos procedimentos de demissão individual ou coletiva (Grécia e Portugal), juntamente com medidas para estimular o emprego temporário, aumentando o tempo máximo de trabalho em agências de trabalho temporário (Grécia); ii) medidas para impulsivar a flexibilidade no horário de trabalho por meio da redução do pagamento de horas extras e dos ganhos dos trabalhadores de tempo parcial [...]; iii) medidas para aumentar a flexibilidade na determinação dos salários [...]; iv) introdução de um salário submínimo para os jovens (Grécia)” (OCDE, 2012, p. 29, tradução nossa).

da democracia –, enquanto um portador de direitos subjetivos pode exigir legalmente frente a outros agentes e *frente ao próprio Estado* o respeito destes direitos. Dessa forma, para garantir o exercício da agência, os governos dos países mais afetados pela crise precisam abrir espaço de discussão sobre as políticas de austeridade entre seus cidadãos, para que não reste a estes somente a revolta popular como espaço de expressão política.

5 DÉFICIT DEMOCRÁTICO: DESAFIO DA DEMOCRACIA NO ÂMBITO DA INTEGRAÇÃO SUPRANACIONAL EUROPEIA

Pensar e questionar a legitimidade democrática das políticas no âmbito da União Europeia e da zona do euro não é algo simples, em virtude da própria complexidade do processo de integração europeu.

A criação da união econômica e monetária da União Europeia – iniciada com o tratado de Maastricht em 1992, sendo de fato a constituição da zona do euro – corresponde a um processo de caráter econômico envolto em um outro de natureza política, a própria União Europeia.

Desde o início do processo de integração regional europeia, a soberania dos Estados foi o principal foco de conflitos e polêmicas. Desde a criação do Movimento Europeu em 1948 – união de diversos grupos de políticos e intelectuais favoráveis à integração regional –, o debate sobre a soberania estatal já estava presente.

De um lado, havia os defensores da manutenção do tradicional formato intergovernamental, ainda que na forma de uma confederação e de outro, os federalistas, subdivididos entre maximalistas, defensores de uma constituição europeia que incluisse uma divisão clara de competências; e moderados, favoráveis à transferência de soberania progressiva e negociada para os órgãos supranacionais (Herz e Hoffmann, 2004, p. 178).

A complexidade do processo de integração europeia culminou na propagação da autoridade para engendrar e implementar políticas entre uma série de atores nacionais, subnacionais e transnacionais. Por este motivo a União Europeia é definida como um espaço de “governança multinível”, o que implica a substituição da autoridade estatal por redes difusas de autoridades que variam segundo as áreas temáticas das políticas. A integração europeia adquiriu um desenho constitucional criativo, com a “configuração de uma estrutura composta por três ‘pilares independentes’” (*op. cit.*, p. 186). Estes correspondem à comunidade europeia; à política externa e de justiça comum; e à justiça e assuntos internos. São nestas três categorias que se dividem os diferentes domínios nos quais a União Europeia intervém – em graus e modos diversos. Assim, os poderes e os métodos de decisão dos órgãos da União Europeia mudam de acordo com a área temática, mesmo estando em um quadro institucional único.

A ampliação do processo de integração regional europeia não colocou em questão apenas “a diluição da soberania estatal, mas também a redefinição do espaço em que é realizada a política e exercida a democracia” (*op. cit.*, p. 198). Dada a complexidade para o exercício da prática democrática na União Europeia – e, consequentemente, na zona do euro –, ampliou-se a discussão sobre o *déficit democrático* na região.

Basicamente, esse termo diz respeito à falta de legitimidade democrática das instituições da União Europeia. Partes importantes das suas decisões não estão sujeitas à observação e ao controle pelos cidadãos dos países-membros, nem diretamente nem pelos seus representantes. De acordo com diversos especialistas, atualmente, o Parlamento Europeu é a única instituição no âmbito da União Europeia em que não há falta de legitimidade democrática, apesar das limitações existentes. Ele detém o poder de supervisionar, legislar e definir orçamento. O aumento de poder do Parlamento Europeu no processo decisório representaria a compensação direta para a competência reduzida dos parlamentos nacionais, minimizando o déficit democrático existente na União Europeia (Miley, 2004).

Porém, conquanto a União Europeia detenha problemas estruturais concorrentes à prática democrática – em virtude da complexidade de sua integração regional, que faz com que os cidadãos percam o controle sobre as decisões políticas tomadas –, a crise econômica e financeira da zona do euro nada mais fez que ressaltá-los. A recessão que aflige a região vem minando a legitimização democrática em instituições em que esta já estava mais consolidada, como o Parlamento Europeu. Estas instituições da União Europeia vêm deixando de lado o respeito e o atendimento aos ideais que iniciaram e conformaram o processo de integração europeia.

O processo de integração que culminou na União Europeia iniciou-se com o objetivo de estabelecer uma Europa em paz, unida e próspera após a Segunda Guerra Mundial. No Tratado da União Europeia, afirma-se o

apego aos princípios *da liberdade, da democracia, do respeito pelos direitos do homem e liberdades fundamentais e do Estado de direito* (...) desejando aprofundar a *solidariedade* entre os seus povos, respeitando a sua história, cultura e tradições, desejando *reforçar o caráter democrático* e a eficácia do funcionamento das instituições, a fim de lhes permitir melhor desempenhar, num quadro institucional único, as tarefas que lhes estão confiadas, resolvidos a conseguir o reforço e a convergência das suas economias e a instituir uma união econômica e monetária, incluindo, nos termos das disposições do presente tratado, uma moeda única e estável, determinados a promover o *progresso econômico e social dos seus povos*, tomando em consideração o princípio do desenvolvimento sustentável e no contexto da realização do mercado interno e do reforço da coesão e da proteção do ambiente (...) resolvidos a continuar o processo de criação de uma união cada vez mais estreita entre os povos da Europa,

em que as *decisões sejam tomadas ao nível mais próximo possível dos cidadãos*, de acordo com o princípio da subsidiariedade (EurLex, 2008, grifos nossos).

No entanto, após a crise, o Parlamento Europeu, um dos símbolos da legitimidade democrática da União, começou a ser cooptado por interesses dos mercados. Esta realidade é legitimada pelas palavras de Angela Merkel, que cunhou em 2011 o termo *marktkonforme demokratie*, que significa “democracia conformada ao mercado”. Este termo explicita a ideia de que embora “a elaboração do orçamento [seja] uma importante prerrogativa do parlamento, (...) é preciso criar vias para que esse requisito da democracia esteja em conformidade com o mercado” (Costa, 2012). Assim, os objetivos da integração europeia, como desenvolvimento, solidariedade entre os países-membros e respeito ao caráter democrático ficam em segundo plano em relação aos interesses da *troika*. Com o retrocesso democrático, os países periféricos da União Europeia ficam coagidos a seguir políticas de austeridade que privilegiam os interesses do capital financeiro, em vez de tentarem reestruturar suas dívidas a fim de recompor o crescimento econômico.

5.1 Assimetria de poder na União Europeia e as consequências para a democracia

O ex-presidente da Comissão Europeia, Romano Prodi, afirmou que é necessária a criação de uma “genuína, forte, capacidade de decisão coletiva [na União Europeia]. Temos que ter instrumentos especiais para tranquilizar o público e os investidores” (Euro..., 2011). De acordo com Prodi, a crise da Grécia, por sua dimensão, poderia ter sido resolvida “em uma noite” pelos países da zona do euro. Mas a Alemanha, envolta em seus interesses, optou por não ajudar: “A Grécia representa 2% do PIB europeu. Poderíamos ter resolvido isto numa noite, mas a opinião pública alemã, num ambiente populista, de não querer ajudar (...) Portugal, Itália, Grécia e Espanha atrasou isso” (Euro..., 2011). A existência de divergências dentro da zona do euro demonstra-se pelo fato de a Alemanha ser contra a realização de mais empréstimos do BCE aos países em crise.

O presidente do BCE, Mario Draghi, declarou em 27 de julho de 2012 sua prontidão em salvar o euro, não importando o que fosse necessário fazer. No entanto, esperava-se que, para tal, Draghi anunciasse novos instrumentos concretos a fim de minimizar a especulação financeira sobre os títulos dos países mais afetados pela crise. Mas nada foi feito, devido ao presidente do Bundesbank (o banco central alemão), Jens Weidmann, ter impedido qualquer decisão para frear a especulação, em reunião do BCE em Frankfurt, em 2 de agosto de 2012. Assim, embora Draghi tenha admitido a possibilidade de o BCE lançar um novo programa de compra de obrigações, o Bundesbank demonstrou-se claramente contra esta possibilidade. A falta de flexibilidade do Bundesbank contraria as palavras da própria Angela Merkel, que se disse decidida a “fazer de tudo” para o

euro. É importante ressaltar que a Alemanha é peça fundamental para as decisões do BCE e para a definição dos rumos da União Europeia (Manzo, 2012).

Internamente, a Alemanha vem sofrendo pressão no que diz respeito à liberalização de empréstimos aos outros países da zona do euro. A Confederação de Profissionais Liberais e Pequenas e Médias Empresas (ZDH) emitiu um comunicado, em 10 de agosto de 2012, no qual manifestava preocupações com os planos do BCE de adquirir obrigações europeias: “A estabilização da união monetária não é um fim que por si só justifique ignorar os custos econômicos e sociais a ele associados” (Aliado..., 2012). Também se advertiu no documento que a compra de obrigações pelo BCE é uma “enorme ameaça ao funcionamento da união monetária” (*op. cit.*). É clara a falta de solidariedade entre os Estados da zona do euro para se minimizarem os efeitos catastróficos das políticas de austeridade nos países onde elas são implementadas. Para proteger os bancos e o euro, a Alemanha não mede esforços em impor austeridade aos elos mais fracos da zona do euro. Afinal, o fracasso da zona do euro representará o fracasso da própria Alemanha (Campos, 2012).

A busca sem limites por salvar o euro, porém, pode se tornar um fator desintegrador da zona do euro, afirma o primeiro-ministro italiano, Mario Monti: “O euro deveria ser a culminação da integração europeia, mas corre o risco de se tornar um fator de desintegração” (Monti..., 2012). Monti também declarou que, cada vez mais, alguns países são vistos como “inerentemente virtuosos, enquanto outros são vistos como inerentemente viciados”, contribuindo para a desintegração do bloco. De acordo com o premiê, os mercados financeiros são incapazes de refletir e reconhecer os progressos feitos pelos países em razão das reformas estruturais e fiscais. Por isso, pediu aos líderes europeus que tentem “corrigir o mau funcionamento” dos mercados financeiros da zona do euro. A falta de confiança nos programas de reforma dos países da periferia da zona do euro indica a “falta de confiança na integridade do euro e na administração da zona do euro”, destacou Monti. Completou afirmando que o crescimento do bloco só ocorrerá com o aprofundamento do mercado único e que a solidariedade entre os países da zona do euro é “essencial para o desenvolvimento e o crescimento sustentável do mercado único” (*op. cit.*).

Assim, o termo solidariedade entre os países, embora esteja contido no Tratado da União Europeia, não se faz muito presente na realidade atual. Stiglitz (2011) crê que a Alemanha e a França não estejam colocando os interesses das nações em crise no topo da agenda. A falta de solidariedade é algo recorrente no gerenciamento da crise. O BCE somente se preocupa com questões inflacionárias, enquanto temas como crescimento, desemprego e estabilidade financeira ficam em segundo plano, afiança o ganhador do prêmio Nobel de economia.

Também ressalta que o BCE não é uma instituição democrática, uma vez que detém o poder de decidir políticas que não estão de acordo com os interesses dos cidadãos. Essencialmente, garante, representa os interesses dos bancos, colocando seus lucros acima das pessoas, além de não regular o sistema financeiro de forma adequada, conclui.

Deste modo, a retomada do processo de desenvolvimento econômico e social nos países da periferia da zona do euro torna-se inviável em consequência do atendimento das metas de redução de gastos estatais. As políticas de austeridade impostas pela *troika* representam a falta de solidariedade entre os países-membros da União Europeia e o desrespeito à democracia no seu sentido mais amplo, ao desconsiderarem a garantia aos direitos subjetivos e à liberdade dos cidadãos. O que se vê hoje nos países da periferia da zona do euro está em total desconformidade com os objetivos que deram origem à própria União Europeia.

Embora em retrocesso na zona do euro, a democracia e seus direitos continuam sendo o principal caminho pelo qual é possível obter alguns resultados contra as tendências de desigualdade contemporâneas. “As dinâmicas abertas pela democracia fazem com que seja possível construir sociedades que provêm pelo menos um mínimo de bem-estar e de tratamento respeitoso para quase todos os seus membros” (O’Donnell, 2011, p. 252). Dessa maneira, embora algumas das transferências de jurisdição do Estado para algumas instituições de comércio e de finanças internacional, em especial, sejam inevitáveis, “isto não impede a existência de esforços sérios e inovadores para proteger com razoável eficácia a economia nacional e defender os direitos de seus cidadãos(dás)” (*op. cit.*, p. 225). É com o avanço da democratização na zona do euro que se pode lutar contra as desigualdades geradas pelos mercados financeiros e garantir o desenvolvimento econômico e social estável e duradouro.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na recente crise econômico-financeira que vem abalando a União Europeia, em especial a zona do euro, sinaliza-se uma crise ainda mais profunda. Os mercados financeiros vêm se sobrepondo aos governos democraticamente eleitos na periferia da zona do euro a fim de garantir seus interesses, o que traz consequências indesejáveis para a prática democrática nesta região. Uma série de políticas de austeridade fiscal está sendo imposta pela *troika* aos países mais frágeis da zona do euro com o intuito de evitar instabilidades financeiras e resguardar o euro.

Dessa maneira, a crise vem evidenciando a proeminência dos interesses de uma oligarquia financeira perante governos democraticamente eleitos, minando a possibilidade de salvaguardar direitos e liberdades dos cidadãos dos países da periferia da zona do euro.

Buscou-se discutir neste capítulo que a desconsideração da democracia nesses países vai além do regime político propriamente. Não há dúvidas de que a não consulta aos cidadãos dos países afetados pelas políticas de austeridade impostas pela *troika* – somente restando a eles a revolta popular como forma de expressão política, conforme se tem observado constantemente – diminui a eficácia e a credibilidade da prática democrática. Para além disso, intentou-se demonstrar que há uma negação da ideia de agência, basilar à democracia. O agente, enquanto um sujeito jurídico portador de liberdades e direitos subjetivos, não pode sofrer privação de necessidades materiais básicas a fim de gozar completamente seus direitos. Cabe ao Estado não omitir os meios necessários para o exercício destes direitos. Contudo, a oligarquia financeira representada nas políticas da *troika* se sobrepõe aos governos nacionais e às instituições com legitimidade democrática da União Europeia e toma para si grande parte da riqueza social. Os Estados mais afetados pela crise – a qual, sempre é bom relembrar, teve origem no setor privado –, coagidos a seguir uma cartilha fiscal, colocam em segundo plano a garantia de um mínimo social a seus cidadãos, impossibilitando o exercício da agência.

As autoridades políticas precisam refletir sobre a razoabilidade das exigências e dos prazos impostos e readquirir sua responsabilidade para com os cidadãos frente aos interesses do mercado financeiro. É necessário restringir o poder sem oposição das instituições financeiras para darem ordens unilaterais e, assim, assegurar o desenvolvimento econômico e social na zona do euro. A Europa foi o berço do Estado de bem-estar social e da democracia moderna. Portanto, as consequências nefastas da crise no âmbito político e social adquirem uma força simbólica sem dúvida relevante. Para Amartya Sen (2011, tradução nossa), necessita-se “parar a marginalização da tradição democrática da Europa (...). A democracia europeia é importante para a Europa – e para o mundo”.

REFERÊNCIAS

- ALIADO de Merkel admite referendo sobre Europa. **TVI24**, 10 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.agenciafinanceira.iol.pt/economia/europa-zona-euro-referendo-alemanha/1367315-1730.html>>. Acesso em: 10 ago. 2012.
- BONIS, G. O que vai acontecer se a Grécia sair da zona do euro. **Carta Capital**, 25 maio 2012. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/economia/o-que-vai-acontecer-se-a-grecia-sair-da-zona-do-euro/>>. Acesso em: 8 jul. 2012.
- CAMPOS, E. BCE desaponta, e dólar fecha com alta de 0,24%. **Valor Econômico**, 2 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2774628/bce-desaponta-e-dolar-fecha-com-alta-de-024>>. Acesso em: 2 ago. 2012.

CARVALHO, F. J. C.; KREGEL, J. A. **Quem controla o sistema financeiro.** Rio de Janeiro: Ibáse, 2007. Disponível em: <<http://www.ibase.br/pt/wp-content/uploads/2011/06/govg-quem-controla-o-sistema-financeiro.pdf>>.

COSTA, A. L. M. C. Os pacotes de Merkozy: Merkel e Sarkozy deixam o continente numa encruzilhada entre capitalismo e democracia. **Carta Capital**, ano XVII, n. 676, 14 dez. 2011.

_____. Os idos de março. **Carta Capital**, ano XVII, n. 691, 30 mar. 2012.

DAHL, R. **Sobre a democracia.** Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2009.

DOW JONES NEWSWIRES. Ajuste grego traz corte de salários e de 15 mil empregos. **Valor Econômico**, 7 fev. 2012.

ESPAÑA hace recorte en salud y educación. **CNN expansion**, 20 abr. 2012. Disponível em: <<http://www.cnnexpansion.com/economia/2012/04/20/espana-alista-mas-recortes-economicos>>. Acesso em: 7 ago. 2012.

EURLEX. Versão consolidada do Tratado da União Europeia. **Jornal oficial**, n. 115, p. 0013-0045, 9 maio 2008. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12008M:PT:HTML>>.

EURO vai sobreviver, mas zona euro continua sem solidariedade. **Sol**, 11 out. 2011. Disponível em: <http://sol.sapo.pt/inicio/Economia/Interior.aspx?content_id=30608>. Acesso em: 4 ago. 2012.

EUROGROUP Statement. 21 fev. 2012. Disponível em: <http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf>. Acesso em: 21 fev. 2012.

FÓRUM discute a crise do capitalismo e suas alternativas. **Somos andando**, 31 jan. 2012. Disponível em: <<http://somosandando.wordpress.com/tag/luiz-gonzaga-belluzzo/>>.

FREITAS, P. S. A Grécia deve abandonar o euro? **Brasil, economia e governo**, 12 mar. 2012. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/wp-content/uploads/2012/03/a-grecia-deve-abandonar-o-euro.pdf>>. Acesso em: 9 ago. 2012.

GRÉCIA: desemprego sobe e governo prepara mais despedimentos. **Esquerda.net**, 9 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.esquerda.net/artigo/gr%C3%A9cia-desemprego-sobe-e-governo-prepara-mais-despedimentos/24225>>. Acesso em: 9 ago. 2012.

HABERMAS, J. **Jürgen Habermas**: está em jogo a democracia. 27 out. 2011. Disponível em: <<http://www.presseurop.eu/pt/content/article/1106151-juergen-habermas-esta-em-jogo-democracia>>. Acesso em: 5 jan. 2012.

HERZ, M.; HOFFMANN, A. R. **Organizações internacionais:** história e práticas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

KYRIAKIDOU, D. Exclusive: Greece to revive public servants dismissal plan – sources. **Reuters**, 9 ago. 2012. Disponível em: <http://uk.reuters.com/article/2012/08/09/uk-greece-layoffs-idUKBRE8780KU20120809>. Acesso em: 9 ago. 2012.

MANZO, P. A luta do Super Mario: o presidente do BCE mostra aos líderes europeus o caminho da salvação do euro. Contudo.... **Carta Capital**, ano XVII, n. 709, 8 ago. 2012.

MARTINS, A. **Europa em crise (II):** outro passo contra a democracia. 2 dez. 2011. Disponível em: <<http://rede.outraspalavras.net/pontodecultura/2011/12/02/europa-em-crise-ii-outro-passo-contra-a-democracia/>>. Acesso em: 10 jan. 2012.

MILEV, M. **A “democratic deficit” in the European Union?** 2004. Tese (Doutorado) – Universidade de Sofia, Bulgária. Bulgária, 2004. Disponível em: <<http://www.geopolitis.net/EUROPE%20EN%20FORMATION/Democratic%20Deficit%20in%20the%20European%20Union.pdf>>.

MONTI alerta para risco de desintegração da zona do euro. **Agência Estado**, 2 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/internacional,monti-alerta-para-risco-de-desintegracao-da-zona-do-euro,909771,0.htm>>. Acesso em: 2 ago. 2012.

MOREIRA, A. Crise faz Europa reformar as suas leis trabalhistas. **Valor Econômico**, 19 jan. 2012.

NAVARRO, V. ¿Por qué las políticas de austeridad son profundamente erróneas? **Público.es**, 30 de maio de 2012. Disponível em: <<http://blogs.publico.es/vicenc-navarro/2012/05/30/%C2%BFpor-que-las-politicas-de-austeridad-son-profundamente-erroneas/>>. Acesso em: 5 de agosto de 2012.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Economic policy reforms:** going for growth. 24 fev. 2012. (Relatório). Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/0/23/49711014.pdf>>.

O'DONNELL, G. **Democracia, agência e Estado:** teoria com intenção comparativa. São Paulo: Paz e Terra, 2011.

PAPANDREOU: referendo será “sim ou não ao euro”. 2 nov. 2011a. Disponível em: <<http://aeiou.expresso.pt/papandreou-referendo-sera-sim-ou-nao-ao-euro=f684846#ixzz1jvUCOEn8>>. Acesso em: 2 jan. 2012.

PAPANDREOU renuncia a cargo de premiê em discurso na TV. **Folha de S. Paulo**, 9 nov. 2011b. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mundo/1004016-papandreou-renuncia-a-cargo-de-premie-em-discurso-na-tv.shtml>>. Acesso em: 9 jan. 2012.

PELICÓ, J. Continuarán dolorosas políticas de austeridad en España, dice Rajoy. **Diario de Centro América**, 3 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.dca.gob.gt/index.php/categoryblog-2/item/2091-continuar%C3%A1n-dolorosas-pol%C3%ADticas-de-austeridad-en-espa%C3%B1a>>. Acesso em: 4 ago. 2012.

PORTUGAL vive maior protesto dos últimos 30 anos. **Carta maior**, 11 fev. 2012. Disponível em: http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=19602. Acesso em: 11 fev. 2012.

SEN, A. It isn't just the euro. Europe's democracy itself is at stake. **The Guardian**, 22 jun. 2011. Disponível em: <<http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2011/jun/22/euro-europes-democracy-rating-agencies>>. Acesso em: 3 jan. 2012.

SINDICATOS convocam greve geral na Espanha para o final de março. **Agência EFE**, 9 mar. 2012. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/efe/2012/03/09/sindicatos-convocam-greve-geral-na-espanha-para-o-final-de-marco.jhtm>>. Acesso em: 9 jul. 2012.

STIGLITZ, J. Stiglitz: “A Europa e o euro caminham para o suicídio”. **Carta Capital**, 10 dez. 2011. Disponível em: <http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=19187>. Acesso em: 2 ago. 2012.

STREECK, W. The crises of democratic capitalism. **New left review**, 71, Sep.- Oct. 2011.

VIVERET, P. **La paix et la démocratie sont menacées**. 16 dez. 2011. Disponível em: <<http://attac.artois.ternois.lens.lagohelle.org/site/index.php/post/La-paix-et-la-d%C3%A9mocratie-sont-menac%C3%A9es>>. Acesso em: 10 jan. 2012.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ALVES, G. A crise europeia e o “moinho satânico” do capitalismo global. **Carta maior**, 8 jun. 2011. Disponível em: <http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=17893>. Acesso em: 7 jan. 2012.

ATENAS arde em protestos contra política da “troika”. **Carta maior**, 12 fev. 2012. Disponível em: <http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=19605&boletim_id=1127&componente_id=17952>. Acesso em: 14 fev. 2012.

CHAFFIN, J. Retorno da Grécia ao dracma seria acidentado. **Valor Econômico**, 21 nov. 2011.

EUROPA sela resgate de 130 bi de euros à Grécia; dúvidas persistem. **Folha de S. Paulo**, 21 fev. 2012. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mundo/1051622-europa-sela-resgate-de-130-bi-de-euros-a-grecia-duvidas-persistem.shtml>>.

FARIS, S. Lei trabalhista congela a economia italiana. **Bloomberg Businessweek**, 21 nov. 2011.

OREIRO, J. L. Crise do euro: saída é monetária. **Valor Econômico**, 25 ago. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/987196/crise-do-euro-saida-e-monetaria>>. Acesso em: 4 jan. 2012.

PARLAMENTO abre debate; gregos protestam contra novos cortes. **Folha de S. Paulo**, 22 fev. 2012. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mundo/1051922-parlamento-abre-debate-gregos-protestam-contra-novos-cortes.shtml>>. Acesso em: 22 fev. 2012.

POLÍCIA reprime protesto contra pacote de austeridade em ruas de Atenas. **Agência EFE**, 12 fev. 2012. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/ultimas-noticias/efe/2012/02/12/policia-reprime-protesto-contra-pacote-de-austeridade-em-ruas-de-atenas.htm>>. Acesso em: 12 fev. 2012.

CAPÍTULO 4

LIÇÕES DE UMA ANÁLISE COMPARATIVA DAS CRISES FINANCEIRAS*

Roberto Frenkel**

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho está dividido em duas partes, além desta breve introdução. A primeira apresenta uma análise comparativa de um conjunto de crises financeiras ocorridas no período da globalização financeira, desde o final dos anos 1960 até os tempos atuais. A segunda centra-se na experiência recente de crise da Argentina, na moratória da dívida externa e na recuperação – final dos anos 1990 e início dos anos 2000.

2 COMPARANDO AS CRISES FINANCEIRAS NO PERÍODO DE GLOBALIZAÇÃO

Taxonomia é a atividade de agrupamento de indivíduos em espécies, organizando-as em grupos maiores e dando nomes a estes grupos, produzindo assim uma classificação. Pode-se aplicar esta metodologia a um conjunto de crises financeiras ocorridas no segundo período da globalização financeira, desde o final dos anos 1960 até os dias atuais. O conjunto compreende as muitas crises experimentadas pelas economias de mercados emergentes, como a crise do início dos anos 1980, a crise recente dos Estados Unidos, com repercussões globais, e as crises que as economias da zona do euro estão enfrentando atualmente. Em vez do aspecto e da forma dos indivíduos registrados pelos naturalistas, a classificação taxonômica olha para os fatos estilizados dos processos críticos.

2.1 O conjunto de crises

Nas últimas três décadas do século passado – expandido para incluir os dois primeiros anos da década de 2000 –, houve duas ondas de crises financeiras nas economias de mercados emergentes. A primeira foi o *tsunami* que varreu quase toda a região latino-americana nos primeiros anos da década de 1980. A segunda onda começou com a crise mexicana, em 1995, seguida, na América Latina,

* Trabalho apresentado no workshop *The euro: manage it or leave it! The economics, social and political costs of crisis exit strategies*, em 22 e 23 de junho de 2012, na Faculdade de Economia de Gabriele d'Annunzio University, em Pescara (Itália). Trabalho elaborado com informações disponíveis até meados de junho de 2012.

** Pesquisador associado do Centro de Estudos de Estado e Sociedade (Cedes) e professor da Universidade de Buenos Aires e da Universidade Torcuato Di Tella.

pela crise brasileira, em 1998, e pelas crises da Argentina e do Uruguai em 2001 e 2002, respectivamente. Entre as crises mexicana e brasileira, cinco economias na Ásia Oriental e a Rússia enfrentaram crises, em 1997 e 1998. Os episódios asiático e russo tiveram importantes repercussões financeiras e impactos reais na América Latina, onde ajudaram a desencadear as crises no Brasil e na Argentina, mencionadas acima. Cada onda de crise foi precedida por expansão de fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

As crises na zona do euro foram desencadeadas pela crise norte-americana. Os impactos iniciais do contágio foram proporcionais ao grau de exposição dos sistemas financeiros nacionais aos ativos tóxicos nos Estados Unidos, independentemente das situações de suas balanças de pagamentos. Por exemplo, o impacto inicial foi maior na Alemanha, a qual apresentava um superávit em conta-corrente, que em outras economias da zona do euro, que detinham déficits em conta-corrente, mas com menor exposição aos ativos dos Estados Unidos. Neste capítulo, está-se particularmente interessado no desenvolvimento dos processos críticos nas economias periféricas da zona do euro: Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha (GIIPS, na sigla em inglês). Nestes países, uma segunda onda de desenvolvimentos críticos, liderados pela Grécia, começou por volta de abril de 2010.

2.2 O ciclo minskyano

O primeiro fato estilizado a se ressaltar é compartilhado por todos os episódios no conjunto. Em todos os casos, as crises foram precedidas por uma dinâmica macroeconômica cíclica, com uma fase inicial de expansão, seguida por uma crescente fragilidade financeira, finalmente, terminando em crises financeiras – em todos os casos – e em crises cambiais – nas economias de mercados emergentes.

Essa dinâmica cíclica está claramente relacionada aos trabalhos de Hyman Minsky.ⁱ Ele ressaltou que as economias de mercado não regulamentadas são sistemas de natureza cíclica, em que crises não são eventos incomuns. Um elemento-chave deste padrão cíclico é o comportamento endógeno da percepção de risco e as expectativas dos agentes. No desenvolvimento da fase de expansão, se propaga o otimismo e se aumenta a confiança. Otimismo e confiança tendem a reduzir a percepção de risco, e os agentes – os poupadore e os intermediários – tomam posições mais arriscadas. Bolhas de preços dos ativos que sustentam a expansão financeira se inflam durante o processo. Na fase de expansão, os balanços patrimoniais se tornam cada vez mais frágeis. Em algum momento, um episódio negativo chama atenção dos investidores para o alto grau de exposição ao risco, e um período de angústia começa.

i. Nota dos editores: entre suas obras destacam-se as duas relacionadas abaixo.

Minsky, Hyman P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.

_____. *Can It Happen Again?* New York: M.E. Sharpe, 1982.

A preocupação com a exposição ao risco leva muitos agentes a preferir a liquidez e a desfazer posições. À medida que as bolhas desinflam, muitos investidores são forçados a assumir perdas de riqueza. O pessimismo substitui o otimismo anterior, enquanto o processo de contração se retroalimenta. A evolução da recessão econômica leva à crise sistêmica.

Foi impressionante perceber com que precisão o ciclo minskyano descreveu o padrão seguido pela economia norte-americana no período que antecedeu a falência do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008. Os discernimentos (*insights*) de Minsky foram amplamente reconhecidos, e isto ajudou a trazê-los de volta do exílio intelectual para onde haviam sido relegados.

Na verdade, o ciclo minskyano é observado em todos os lugares. Os processos que levaram a crises financeiras nas economias de mercados emergentes e nas economias da zona do euro exibiram características minskyanas semelhantes às verificadas na economia dos Estados Unidos na década de 2000. As crises sempre foram precedidas por períodos de expansão, em que a atividade financeira ampliou-se e a tomada de risco aumentou. A análise do espectro de crises sugere que estas emergiram como a culminação dos mesmos processos que causaram um crescente otimismo e fomentaram a tomada de maiores riscos na fase de expansão. Com relação a este fato estilizado, o conjunto de crises no período pós-Bretton Woods complementa a série de crises financeiras estudadas por Charles Kindlebergerⁱⁱ ilustrando o poder explicativo do modelo geral de Minsky.

2.3 Fatos estilizados compartilhados pelas crises nas economias de mercados emergentes e nas economias da zona do euro

Além das dinâmicas cíclicas acima mencionadas, a análise comparativa do conjunto de crises das economias de mercados emergentes com o das economias da zona do euro revela outros fatos estilizados comuns.

Primeiro, a fase de expansão das economias de mercados emergentes foi gerada por mudanças relativamente drásticas nas políticas e nos regulamentos macroeconômicos, as quais normalmente incluíram a liberalização da conta de capitais da balança de pagamentos e dos mercados financeiros locais, em conjunto com a implementação de algum tipo de fixação da taxa de câmbio (*peggs or active crawling-pegs*). A introdução de novos regulamentos e arranjos macroeconômicos operou como um choque exógeno sobre o sistema financeiro, o que rapidamente estabeleceu incentivos para a arbitragem entre ativos domésticos e estrangeiros, levando a fases de expansão.

ii. Nota dos editores: ver Kindleberger, Charles P. (1978) *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Editora Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992.

A fase inicial de expansão nas economias da zona do euro também resultou de uma mudança drástica nas políticas macroeconómicas. A adoção da moeda comum operou como um choque sobre os sistemas financeiros nacionais, que estabeleceram incentivos mais fortes para a arbitragem entre os ativos de países do núcleo e os de países periféricos, levando à fase de expansão na periferia da zona do euro.

Segundo, a regulação do mercado financeiro local era débil tanto nas economias de mercados emergentes como nas economias da zona do euro. Nos casos das economias de mercados emergentes, isto poderia ser explicado pelo fato de os mercados financeiros locais terem sido recentemente liberalizados, ou em razão da ampliação da intermediação financeira durante o período de expansão, que acabou excedendo a capacidade regulatória existente. Nos casos das economias da zona do euro, a introdução da moeda comum, ao aumentar os incentivos para os fluxos de capitais internacionais, gerou riscos renovados sem um reforço atualizado na regulação financeira.

Terceiro, os movimentos de capitais internacionais desempenharam um papel crucial na fase de expansão e de contratação nas economias de mercados emergentes e também nas economias da zona do euro.

Esses três elementos deram origem às seguintes dinâmicas cíclicas estilizadas. A combinação de taxa de câmbio fixa – ou *pegs or active crawling-pegs* – com credibilidade e liberalização da conta de capital gerou oportunidades de arbitragem importantes ao explorar os *spreads* (diferenciais), significativos entre os rendimentos de ativos estrangeiros e nacionais. Entradas de capital expandiram tanto a liquidez quanto o crédito na economia, bem como alimentaram bolhas em ativos financeiros e reais. Como resultado, o crescimento da produção e do emprego acelerou-se. A expansão da demanda agregada levou a aumentos de preços dos bens não transacionáveis, os quais, sob regime de taxa de câmbio fixa – ou *pegs or active crawling-pegs* –, provocaram uma apreciação da taxa de câmbio real. A tendência de apreciação real reforçou a entrada de capitais, que buscam obter ganhos de capital ao manter ativos domésticos. Tal fato, por sua vez, realimenta a economia real, acelerando a expansão do crédito e o crescimento da produção. Neste contexto, as posições financeiras dos agentes domésticos tornaram-se cada vez mais frágeis, de acordo com as ideias de Minsky. Simultaneamente, o efeito combinado da apreciação da taxa de câmbio real e do crescimento econômico estimulou a demanda por importações, enquanto as exportações tenderam a enfraquecer-se.

O agravamento da balança comercial, em conjunto com o aumento dos pagamentos de juros e dividendos, gerou déficit em conta-corrente. Um aumento constante neste déficit foi tipicamente observado. Uma vez que, inicialmente, as entradas de capital foram maiores que o valor absoluto de déficits em conta-corrente, as reservas cambiais aumentaram durante a fase de expansão nas economias de mercados emergentes.

Em algum momento, no entanto, o déficit em conta-corrente ficou maior que a entrada de capitais, tornando negativo o resultado da balança de pagamentos e induzindo uma contração da liquidez e do crédito em um sistema financeiro já frágil. Bolhas de preços dos ativos gradualmente começaram a deflacionar, por conseguinte episódios de iliquidez e de insolvência emergiram, primeiro, como casos isolados, em seguida, como uma crise financeira sistêmica. No caso de economias de mercados emergentes, tensões financeiras, ou até mesmo crises financeiras, tendem a preceder crises cambiais.

2.4 Fatos estilizados exclusivos para as crises das economias de mercados emergentes

Foram apresentados, até agora, os papéis semelhantes que a evolução da conta-corrente e dos fluxos de capital desempenhou nas crises das economias de mercados emergentes e das economias da zona do euro. Além deste fato estilizado comum, os processos críticos tomaram caminhos diferentes nas economias de mercados emergentes e nas economias da zona do euro. Um fator diferencial fundamental diz respeito à existência ou não de um emprestador de última instância (*lender of last resort*) capaz de dissipar o risco de inadimplência das dívidas em moeda internacional emitidas durante a fase de expansão. No caso das economias de mercados emergentes, dada a ausência de um emprestador de última instância em moeda estrangeira, o risco cambial e o risco-país são determinantes fundamentais dos processos críticos, como será explicado a seguir. Antes disso, porém, discutir-se-á brevemente sobre as consequências da inexistência de um emprestador de última instância em moeda internacional para os casos das economias de mercados emergentes.

O risco-país e seu preço – o prêmio de risco-país – são fundamentais para a análise da sustentabilidade da dívida externa nas economias de mercados emergentes. Esta dívida tem um risco de inadimplência específico, associado à moeda em que a dívida está denominada. O risco de inadimplência das dívidas emitidas em moeda estrangeira afeta tanto a dívida pública como a privada. Um devedor privado pode ter liquidez em moeda nacional e ser capaz de honrar sua dívida sem dificuldade à taxa de câmbio atual. No entanto, se, por um lado, a liquidez em moeda estrangeira torna-se insuficiente para atender a todas as dívidas internacionais, o governo pode recorrer à suspensão da conversibilidade, a fim de evitar o esgotamento das reservas, forçando os agentes privados à inadimplência de suas dívidas. Por outro lado, se há liquidez suficiente em moeda estrangeira, é altamente improvável que o setor público não cumpra seus compromissos nesta moeda devido à ausência de liquidez em moeda nacional. Portanto, apenas a liquidez insuficiente em moeda estrangeira pode levar à inadimplência da dívida pública emitida nesta moeda. Consequentemente, a dívida pública é a de menor risco entre as dívidas em moeda estrangeira emitidas por agentes domésticos. É por isso que o prêmio de risco-país é normalmente indicado pelo prêmio de risco soberano e medido como a diferença

entre o rendimento de um título soberano em dólar e o rendimento equivalente do título do Tesouro dos Estados Unidos, considerado como ativo livre de risco.

Não é difícil entender por que o estado e a evolução esperada da balança de pagamentos são cruciais na avaliação do risco soberano – país – nas economias de mercados emergentes. O país devedor tem necessidade de financiamento em moeda estrangeira, que consiste na soma do déficit em conta-corrente mais as amortizações da dívida externa – pagamentos de capital. Um ponto crucial é que as possibilidades de ajuste da balança de pagamentos não são ilimitadas, mesmo após a desvalorização da moeda nacional. Por conseguinte, nas economias de mercados emergentes, o risco de inadimplência está intimamente associado à possibilidade de que o país não obtenha toda a liquidez em moeda estrangeira necessária para cumprir as suas obrigações. Cabe enfatizar que este risco desapareceria se as economias de mercados emergentes tivessem um credor de última instância capaz de prover a liquidez necessária em moeda estrangeira ao país.

Sob condição de elevada dívida externa em uma economia emergente, grande proporção das necessidades de financiamento deve, necessariamente, ser coberta com recursos do mercado de capitais, mesmo após ajustes terem sido realizados no setor externo. A avaliação da trajetória futura da dívida e sua sustentabilidade dependem da taxa de juros enfrentada pelo devedor e, assim, do prêmio de risco determinado nos mercados de capitais. Cenários de equilíbrios múltiplos não são incomuns. Em sua avaliação da sustentabilidade da dívida, cada investidor tem de adivinhar o comportamento do resto dos participantes do mercado. Por um lado, a predominância de avaliações otimistas pode resultar em um prêmio de risco relativamente baixo e projeções de dívida sustentáveis. Por outro lado, as percepções predominantemente pessimistas podem resultar em prêmio de risco elevado e projeções de dívida insustentáveis. Por meio da determinação dos prêmios de risco, os participantes do mercado estimam se a dívida é sustentável ou não em um comportamento padrão autorrealizável. Discute-se este assunto com maior profundidade mais adiante.

Dada a ausência de um emprestador de última instância em moeda estrangeira, o risco cambial e o risco-país são determinantes dos processos críticos nas economias de mercados emergentes. A evolução das contas externas e das reservas cambiais reflete um aspecto do ciclo minskyano nestas economias. Como já mencionado, existe um aumento constante do déficit em conta-corrente na primeira fase do ciclo. Inicialmente, as entradas de capital são mais elevadas que o valor absoluto de déficits em conta-corrente, e as reservas se acumulam. Em algum ponto, o déficit nesta conta se torna maior que os fluxos de capitais. O estoque de reservas internacionais atinge um máximo e, em seguida, se retrai, induzindo à contração monetária e do crédito.

As decisões de portfólio dos agentes nacionais e estrangeiros – em relação à parte do portfólio exposto ao risco-país e ao risco cambial – são afetadas pela evolução da balança de pagamentos. A evolução das taxas de juros domésticas reflete os aspectos financeiros do ciclo nas economias de mercados emergentes. A taxa de juros local tende a diminuir na primeira fase e a aumentar na segunda. Como a política cambial inicialmente goza de credibilidade, a arbitragem entre ativos internos e externos leva a uma redução das taxas de juros domésticas. Baixas taxas de juros contribuem para a expansão real e financeira. Na segunda fase, as taxas de juros aumentam. O aumento das taxas de juros nominais e reais na segunda fase também é explicado pela arbitragem entre ativos domésticos e estrangeiros. A soma do prêmio de risco cambial mais o prêmio de risco-país – o preço adicional de desvalorização e os riscos de inadimplência – define o piso para as taxas de juros reais locais e é a principal variável que impulsiona seu aumento. O crescimento persistente do déficit em conta-corrente – e, a partir de determinado momento, a tendência de contração das reservas internacionais – reduz a credibilidade do regime cambial, por um lado, enquanto aumenta, por outro lado, a probabilidade de inadimplência da dívida emitida em moeda estrangeira.

A manutenção da regra cambial e do serviço regular de obrigações externas exige o aumento de entradas de capitais. Portanto, os prêmios de risco tendem a aumentar. Prêmios de risco mais elevados e, consequentemente, taxas de juros mais altas são necessários para equilibrar os portfólios e atrair capital estrangeiro. A atividade econômica contrai e episódios de iliquidez e de insolvência contribuem ainda mais para reduzir a credibilidade da política cambial. No final do processo, não há taxa de juros suficientemente alta para manter a demanda por ativos financeiros locais. Desencadeia-se uma corrida às reservas dos bancos centrais, o que, em última instância, leva ao colapso do regime cambial.

2.5 Fatos estilizados exclusivos para as crises das economias da zona do euro

Em contraste com as economias de mercados emergentes, nem as dívidas privadas nem as públicas, nas economias da zona do euro, têm um risco adicional de inadimplência associado à ausência de liquidez em moeda estrangeira no âmbito agregado nacional. Isto é assim porque, por um lado, o sistema de pagamentos da zona do euro garante a disponibilidade de liquidez para cumprir todos os compromissos internacionais. Por outro lado, o Banco Central Europeu (BCE) tem realizado o papel de emprestador de última instância de bancos comerciais – e, indiretamente, de empresas – localizados nas economias da zona do euro.

Em associação com as diferentes configurações, os processos críticos têm evoluído de forma distinta nas economias de mercados emergentes e nas economias da zona do euro. Nas crises das economias de mercados emergentes, como já mencionado, a evolução das contas externas e das reservas internacionais se realimenta negativamente durante

a segunda fase do ciclo minskyano, por meio de todos seus efeitos sobre o risco cambial e sobre o risco de inadimplência específico de dívidas – públicas e privadas – em moeda estrangeira. Este fato estilizado está ausente nas crises das economias da zona do euro. Nestas, o risco cambial não tem desempenhado nenhum papel nas decisões de portfólio que levam à saída de capitais – pelo menos até recentemente, quando a possibilidade de a Grécia abandonar o euro e emitir uma nova moeda tornou-se visível. Os fluxos de capital tampouco têm sido diretamente influenciados pela evolução das contas externas. Países da zona do euro não carregam estoques de reservas internacionais, cuja evolução poderia indicar riscos de desvalorização e inadimplência. O sistema de pagamentos da zona do euro garante a disponibilidade de liquidez para cumprir com todos os pagamentos internacionais. Os resultados da balança de pagamentos das economias da zona do euro – a soma dos resultados em conta-corrente e de capital – são registrados aproximadamente nos saldos no sistema TARGET²¹ do BCE e não parecem ter influência significativa na avaliação de risco dos países.

Por seu turno, as dívidas públicas nas economias da zona do euro têm um risco específico de liquidez e de inadimplência, semelhante ao das dívidas públicas nas economias de mercados emergentes emitidas em moeda estrangeira. Isto é assim porque os governos da zona do euro não têm um emprestador de última instância, com elevada credibilidade, capaz de dissipar este risco. O BCE tem desempenhado este papel, em certa medida, nas crises dos GIIPS, mas a retórica e a fraqueza de suas intervenções não erradicam os temores e as incertezas associadas às possibilidades de inadimplências das dívidas públicas.

O governo devedor nas economias da zona do euro tem necessidades de financiamento, constituídas por seu déficit fiscal – déficit primário mais juros – mais os vencimentos de principal. As possibilidades de ajustamento das finanças públicas não são ilimitadas. Consequentemente, há um risco de que o devedor não conte com liquidez suficiente para cobrir suas necessidades de financiamento e seja forçado à inadimplência em suas obrigações. O papel do prêmio de risco de inadimplência na sustentabilidade das dívidas públicas na zona do euro é semelhante ao papel que desempenha na sustentabilidade das dívidas em moeda estrangeira – públicas e privadas – nas economias de mercados emergentes. À semelhança dos casos das economias de mercados emergentes, uma grande proporção das necessidades de financiamento dos governos dos GIIPS deve necessariamente ser coberta com recursos do mercado, mesmo após os ajustes realizados nas contas públicas. O processo que se segue também é semelhante à experiência das economias de mercados emergentes, com suas respectivas dívidas em moeda estrangeira.

1. Segunda geração do sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) – Sistema de Pagamento Interbancário em Valores Brutos em Tempo Real – das transferências transfronteiras em toda a União Europeia.

As avaliações de riscos dos mercados tendem a colocar os países em armadilhas financeiras, com relações entre a dívida pública e o produto interno bruto (PIB) e os prêmios de risco crescentes.

Nas crises das economias da zona do euro, na ausência da influência do risco cambial e do risco de liquidez internacional nas decisões de portfólio, a principal fonte de efeitos de realimentação negativa na segunda fase do ciclo é a evolução da relação dívida pública-PIB e dos prêmios de risco soberano, por meio de seus efeitos sobre as decisões de portfólio do setor privado. Estes efeitos não ocorreriam se os governos da zona do euro tivessem um emprestador de última instância confiável.

2.6 Outro fato estilizado compartilhado pelas economias da zona do euro e as economias de mercados emergentes: políticas fiscais pró-cíclicas na fase de contração do ciclo

Até agora, têm-se apontado neste capítulo fatos estilizados das dinâmicas macroeconómicas, determinadas pela interação do comportamento dos agentes com as configurações institucionais. Além disso, também se pode considerar como outro fato estilizado da dinâmica das crises as políticas fiscais pró-cíclicas implementadas pelos governos na segunda fase do ciclo, a fim de ganhar credibilidade dos mercados e reverter as saídas de capital e as tendências recessivas. Na verdade, este fato estilizado, observado em quase todas as crises das economias de mercados emergentes, é atualmente um ingrediente crucial no desenvolvimento das crises nas economias da zona do euro. Uma motivação óbvia destas políticas é a condicionalidade imposta em troca de apoio financeiro por parte das instituições multilaterais. O Fundo Monetário Internacional (FMI) impôs austeridade fiscal em todos os casos em que seus programas de apoio estiveram envolvidos na segunda fase das crises nas economias de mercados emergentes. Por seu turno, a austeridade fiscal é o principal objetivo da política da União Europeia e a condicionalidade principal atualmente reivindicada pelas instituições financeiras europeias para o apoio às economias da zona do euro. No que segue, pretende-se discutir outras motivações e objetivos perseguidos pelos governos que implementam políticas fiscais pró-cíclicas, tanto nas economias de mercados emergentes como nas economias da zona do euro, além da condicionalidade imposta por instituições internacionais.

A segunda fase do ciclo está atualmente em pleno desenvolvimento nas crises das economias da zona do euro. O ponto de virada (*turning point*) do ciclo poderia ser datado no verão de 2007, quando a crise financeira começou a se desenvolver nos Estados Unidos, ou mais claramente, em setembro de 2008, quando o contágio da falência do Lehman Brothers espalhou-se pelo mundo inteiro. Então, a segunda fase do ciclo nas crises das economias da zona do euro tem durado, até o momento, cerca de quatro anos.

A fim de estabelecer uma comparação válida, no que concerne às políticas fiscais pró-cíclicas, entre as crises nas economias da zona do euro e as crises nas economias de mercados emergentes, deve-se olhar para as dinâmicas das crises das economias destes no período compreendido entre o ponto de virada do ciclo e o abandono da taxa de câmbio fixo. Como já mencionado, todas as crises das economias de mercados emergentes acabaram em desvalorizações – a única exceção foi a Argentina, em 1995, cujo sistema de câmbio, *currency board exchange regime*, sobreviveu à crise financeira. O período entre o ponto de virada do ciclo e a desvalorização, geralmente, tem sido relativamente curto nas economias de mercados emergentes. Por exemplo, entre um e dois anos, nas crises dos países da América Latina, no início de 1980; um ano, na crise mexicana em 1995; e cerca de um ano, na crise dos países do Leste Asiático. A crise argentina, em 2001, é uma exceção a este respeito, porque o ponto de virada do ciclo ocorreu em meados de 1998, enquanto a desvalorização efetivou-se no final de 2001. A fase de contração foi uma depressão prolongada, que durou três anos e meio, em que políticas fiscais pró-cíclicas foram intensamente implementadas. Isto faz que o caso argentino seja particularmente relevante na comparação com as crises das economias da zona do euro porque, tanto nestas quanto na Argentina, a segunda fase do ciclo tem durado muito mais que em outros casos, dando espaço para a observação clara da implementação e dos efeitos das políticas pró-cíclicas.

Para discutir as motivações e os efeitos de políticas fiscais pró-cíclicas, considera-se neste capítulo que elas têm efeitos diretos contracionistas sobre o consumo e o investimento privado. A ideia de que a redução do déficit fiscal pode ter um efeito líquido expansionista sobre a produção baseia-se na existência de efeitos positivos indiretos sobre os gastos privados, ao longo do impacto da política sobre as expectativas e a credibilidade. No caso de uma economia de mercado emergente, o efeito potencial da política sobre a taxa de juros real doméstica, durante a redução do prêmio de risco-país, aponta para uma ligação visível entre a política e os seus hipotéticos efeitos positivos indiretos. No caso de uma economia da zona do euro, o potencial efeito expansionista também se apoia em uma redução do prêmio de risco soberano, mas não há nenhuma ligação visível entre a redução do prêmio de risco e o consequente aumento hipotético de gastos privados. Neste caso, os efeitos indiretos expansionistas de uma redução do déficit fiscal parecem se apoiar em mecanismos mais ambíguos que em uma economia de mercado emergente. No entanto, para além de suas bases hipotéticas, uma aposta sobre efeitos indiretos expansionistas não parece ser a motivação principal de um governo que persegue políticas fiscais pró-cíclicas na fase de contração. Os governos podem ou não acreditar em efeitos indiretos expansionistas, mas parece claro que em todos os casos a sustentabilidade da dívida é o principal objetivo destas políticas: a sustentabilidade tanto da dívida externa agregada do país como da dívida pública emitida em moeda internacional, no caso de uma economia de mercado emergente; e a sustentabilidade da dívida pública, no caso de uma economia da zona do euro.

Sustentabilidade significa capacidade dos devedores de cumprir seus compromissos financeiros como estão escritos nos contratos envolvidos. Obviamente, a sustentabilidade não é uma garantia de que os contratos serão realmente cumpridos. Como outros conceitos financeiros, ela é uma avaliação sobre eventos futuros incertos, com base em informações presentes e conjecturas prováveis.

Um investidor tem de avaliar tanto as perspectivas dos fluxos de capital como a capacidade do país de realizar os ajustes necessários nas contas externas – no caso de uma economia de mercado emergente – e nas contas públicas – tanto nas economias de mercados emergentes como nas economias da zona do euro. Informações domésticas não podem fornecer uma avaliação completa do risco. Mesmo os componentes quantitativos da avaliação de sustentabilidade dependem do comportamento do mercado financeiro. Prêmios de risco atuais e esperados são informações necessárias para estimar a evolução do peso da dívida e as necessidades futuras de financiamento. Esta é uma das formas em que a avaliação da sustentabilidade depende do comportamento do mercado. Por causa disso, um aumento do prêmio de risco-país causado, por exemplo, por um efeito-contágio pode mudar substancialmente as avaliações de sustentabilidade da dívida.

Dado que as perspectivas do prêmio de risco-país são componentes essenciais da avaliação de sustentabilidade, cada um dos investidores tem de conjecturar o comportamento do restante do mercado. Consequentemente, há espaço para equilíbrios múltiplos e profecias autorrealizáveis, como na maioria dos mercados financeiros.

A composição das necessidades de financiamento atuais e estimadas fornece informações sobre a proporção que deve, inevitavelmente, ser apoiada por novos empréstimos no mercado, mesmo após as medidas políticas de ajustamento terem sido tomadas. Quando a carga da dívida representa a maior parte das necessidades de financiamento atuais e projetadas, os efeitos das medidas de política interna sobre as necessidades de financiamento são relativamente pequenos. Por conseguinte, a avaliação da sustentabilidade depende, neste caso, em grande parte, de conjecturas sobre o comportamento do restante do mercado financeiro – e também sobre o comportamento das instituições internacionais.

Sustentabilidade é, então, uma profecia autorrealizável da opinião média do mercado. A opinião média pode, de repente, mudar de sustentável para insustentável. As alterações podem ser desencadeadas por variações relativamente pequenas no prêmio de risco ou por outras notícias que afetam as bases fundamentais em que as avaliações de sustentabilidade estão ancoradas. Ou, ainda, a mudança pode ser causada por notícias, nacionais ou internacionais, menos vinculadas a estas bases fundamentais. A condição suficiente para que isto aconteça é uma opinião convencional compartilhada pela maioria dos

participantes no mercado. Consequentemente, a sustentabilidade é mais vulnerável aos efeitos de contágio ou a outras fontes de volatilidade, internacionais ou nacionais.

A valorização dos ativos emitidos por um país na situação descrita acima é um exemplo puro do concurso de beleza keynesiano. Pergunta-se, então, o que o país deve fazer para tornar seus ativos financeiros mais atrativos. Pelas razões mencionadas, as políticas governamentais nacionais têm relativamente pouco espaço para melhorar, no curto prazo, os fundamentos em que as avaliações de sustentabilidade são baseadas. Isto não significa, entretanto, que as políticas nacionais são irrelevantes. Elas são relevantes não por seu efeito sobre estes fundamentos, mas por funcionarem como sinais para o mercado financeiro. Os sinais devem tornar o país mais atrativo aos olhos dos critérios de beleza médios do mercado. Sinais têm por objetivo convencer os investidores individuais de que a opinião média será influenciada favoravelmente. Nesse sentido, eles têm de se harmonizar com as convenções mais generalizadas dos participantes dos mercados. Medidas de austeridade fiscal são sinais valiosos se, como é realmente o caso, as convenções generalizadas as veem sempre de forma positiva, mesmo que uma análise independente possa facilmente mostrar que elas agravam os fundamentos de sustentabilidade. Os efeitos dos anúncios de políticas fiscais pró-cíclicas devem ser vistos bem antes de as medidas de ajuste objetivamente mostrarem seus resultados sobre as variáveis econômicas.

O país perde a maior parte de seus graus de liberdade política. O financiamento do fardo da dívida torna-se o principal foco de políticas internas, porque é a meta mais importante e urgente do governo. A inadimplência da dívida imporia um alto custo político, e, consequentemente, o governo percebe a perda de financiamento como a ameaça mais importante que enfrenta. Sinais de política para o mercado podem ser, e geralmente são, social ou politicamente problemáticos e podem ter, na realidade, impactos negativos sobre o desempenho econômico. A experiência mostra que os governos decidem enfrentar os conflitos sociais e políticos domésticos e arriscar uma piora do desempenho econômico, a fim de dar prioridade à emissão de sinais ao mercado. Os governos sempre preferem ganhar tempo. A ameaça de inadimplência é tangível, enquanto os efeitos locais dos sinais são mais incertos, levam mais tempo para aparecer ou simplesmente são comparativamente menos onerosos para o governo.

Em nenhum caso, nas crises das economias de mercados emergentes, as políticas fiscais pró-cíclicas têm ajudado a estabilizar o mercado financeiro, reduzir os prêmios de risco e evitar o abandono das taxas de câmbio fixas. Os sinais não foram capazes de transformar o círculo vicioso dos prêmios de risco mais elevados e de agravamento da relação dívida-PIB em círculos virtuosos de prêmios de risco menores e melhor relação dívida-PIB, mesmo no caso da Argentina, onde os anúncios de austeridade fiscal foram efetivamente implementados ao longo

de um período suficiente para tornar totalmente observáveis seus efeitos sobre a produção e as contas fiscais.

Nas crises das economias da zona do euro, as políticas fiscais pró-cíclicas e os sinais estão em pleno funcionamento. Até agora, eles têm sido incapazes de transformar o mencionado círculo vicioso em um círculo virtuoso.

2.7 Lições da análise comparativa das crises

A análise realizada fornece muitas lições sobre como prevenir a ocorrência de crises. Em primeiro lugar, as crises, tanto em países desenvolvidos como naqueles em desenvolvimento, têm destacado as deficiências dos sistemas financeiros domésticos negligentemente regulados. A lição geral é que reforçar e estender a regulação financeira é essencial para evitar instabilidade e crise.

Com relação às economias de mercados emergentes, uma conclusão específica, a partir da análise comparativa feita, é que a prevenção de crises envolve elementos que vão além da regulação dos sistemas financeiros domésticos. Nas economias de mercados emergentes, a conjunção de políticas macroeconômicas com o padrão de inserção no sistema financeiro internacional desempenha um papel crucial na *performance* financeira. Em resumo, o estudo de crises nas economias de mercados emergentes sugere que, além de fortalecer e ampliar a regulação financeira, estes países devem: *i*) adotar regimes cambiais que evitem a especulação e assegurem a flexibilidade necessária para os formuladores de políticas; *ii*) implementar medidas que apontem para a regulamentação dos fluxos de capital; e *iii*) adotar políticas que assegurem a solidez das contas externas, incluindo a acumulação de reservas internacionais e a preservação de taxas de câmbio reais competitivas, ou não apreciadas.

As economias de mercados emergentes parecem ter aproveitado essas lições. Mudanças significativas ocorreram, em muitos países, na década de 2000, com respeito às características predominantes nos anos 1990 e anteriormente. Houve mudanças importantes nos padrões de inserção no sistema financeiro internacional, nos regimes de política macroeconômica e na regulação dos sistemas financeiros nacionais. Muitos países adotaram regimes cambiais de flutuação administrada, geraram superávits em conta-corrente e acumularam consideráveis volumes de reservas internacionais. Estas mudanças são consistentes com as medidas preventivas sugeridas pelo estudo das crises das economias de mercados emergentes, brevemente apresentadas acima. Assim, pode-se concluir que a solidez exibida recentemente pelas economias em desenvolvimento pode ser vista como uma confirmação *a posteriori* das referidas recomendações.

Antes das crises das economias da zona do euro, sugestões de políticas domésticas de prevenção eram geralmente acompanhadas de iniciativas que deveriam ser

implementadas em âmbito internacional. A construção de uma instituição capaz de desempenhar o papel de emprestador de última instância em moeda internacional para as economias de mercados emergentes foi uma das recomendações mais frequentemente mencionadas. De fato, algumas das políticas domésticas recomendadas – por exemplo, a acumulação de grandes volumes de reservas internacionais – foram destinadas principalmente a desempenhar um papel substituto para tal instituição. A experiência recente na zona do euro mostra quão longe se está da possibilidade de construção de uma arquitetura financeira internacional mais racional e estável. A razão é simples: se a coordenação dos governos para definir um acordo internacional eficaz para prevenir e gerenciar crises é tão difícil na União Europeia, qual seria a possibilidade de tal acordo em âmbito global?

No que diz respeito à zona do euro, a análise comparativa mostra que a criação do euro resultou em um tipo de crise com fortes semelhanças com as crises das economias de mercados emergentes. Tanto nas economias de mercados emergentes como nas economias da zona do euro, as crises se originaram na conjunção de taxas de câmbio fixas, plena mobilidade de capital e débil regulação financeira, ou seja, na conjunção de falhas nas políticas macroeconômicas e na regulamentação financeira. Nos países desenvolvidos, isto já tinha acontecido antes, na década de 1930, quando fracos regulamentos financeiros, plena mobilidade internacional de capital e as regras de padrão-ouro levaram o mundo inteiro a uma depressão prolongada. Mas a partir de Bretton Woods em diante, até a adoção da moeda comum na zona do euro, este tipo de crise era exclusivo dos países em desenvolvimento.

Uma lição preventiva para a Europa deveria ser: não adotar a moeda comum; mas a lição é irrelevante agora. Uma lição mais prática e concreta refere-se aos efeitos de retroalimentação negativos na fase de contração do ciclo minskyano. As principais fontes destes efeitos nas crises das economias da zona do euro são as dinâmicas do círculo vicioso das relações dívida pública-PIB e prêmios de risco. Estes mecanismos poderiam ter sido detidos pela operação do BCE como um emprestador de última instância confiável dos governos da zona do euro, da mesma forma como fizeram os bancos centrais dos Estados Unidos, Reino Unido e Japão após as crises financeiras estourarem nestes países. Pode ser que ainda haja tempo na Europa para fazê-lo.

Mesmo que o BCE tivesse se comportado, desde o início da crise, como um emprestador de última instância confiável para os governos, e os mecanismos de retroalimentação negativos tivessem sido, consequentemente, neutralizados, os GIIPS estariam, de qualquer maneira, presos a contextos de deflação da dívida e de baixa competitividade internacional. Pergunta-se se a experiência das economias de mercados emergentes tem algo para ensinar a este respeito. Como já mencionado, todas as crises das economias de mercados emergentes acabaram em desvalorizações; por isso, uma taxa de câmbio real mais depreciada foi a condição geral para os processos de recuperação.

A desvalorização, entretanto, não foi uma condição suficiente. Por exemplo, as crises da América Latina, do início dos anos 1980, foram seguidas por grandes desvalorizações e uma série de rodadas de reestruturações das dívidas externas. Mas nenhuma destas reestruturações, ainda na década de 1980, incluiu uma redução substancial dos encargos das dívidas. Como consequência, os maiores países da região experimentaram cerca de oito anos de estagnação, inflação alta e hiperinflação: a estabilização e recuperação do crescimento eram inconsistentes com o cumprimento das obrigações da dívida. Em outras resoluções de crise mais bem-sucedidas – por exemplo, no México, em 1995, e nos países do Leste Asiático em 1998 –, as reestruturações de dívidas não incluíram reduções significativas, mas foram facilitadas por enormes pacotes internacionais de resgate liderados pelo FMI. Em quase todos os casos, a resolução das crises nas economias de mercados emergentes abrangeu o resgate e a reestruturação profunda dos sistemas financeiros domésticos, a qual incluiu o refinanciamento das dívidas privadas em termos favoráveis – subsidiados com recursos fiscais – e envolveu significativos custos fiscais.

A crise argentina, em 2001, é um caso singular. A Argentina declarou moratória da dívida externa, como fizeram os países da América Latina durante a crise no início dos anos 1980, mas depois suspendeu o pagamento da dívida aos credores privados por cerca de quatro anos. Mais tarde, em 2005, o país chegou a um acordo com os credores para reestruturar a maior parte da dívida com uma redução que, naquela época, foi um recorde histórico. Como em outros casos, a resolução da crise envolveu uma desvalorização enorme e o resgate e a reestruturação do sistema financeiro nacional, com condições favoráveis para o refinanciamento de dívidas privadas domésticas. A economia começou a crescer logo após a desvalorização e manteve uma elevada taxa de crescimento nos anos seguintes. Esta experiência torna o caso argentino particularmente interessante para aqueles que procuram lições sobre resoluções de crise.

3 A CRISE ARGENTINA, MORATÓRIA DA DÍVIDA E RECUPERAÇÃO

3.1 A evolução macroeconômica nos anos 1990

O enredo básico da história macroeconômica no final dos anos 1990 era bastante simples. A virada financeira negativa no ambiente externo experimentado em 1997 e 1998, após as crises do Leste Asiático e da Rússia, encontrou a economia argentina com um déficit em conta-corrente crescente e significativo, uma moeda consideravelmente apreciada e uma visível ausência de instrumentos de política para lidar com estes problemas, devido à rigidez da regra da política macroeconômica adotada. Nestas condições, o prêmio de risco-país explodiu e o acesso a fundos estrangeiros tornou-se cada vez mais problemático. O subsequente aumento da carga de juros teve um impacto negativo sobre todos os tomadores de empréstimos, incluindo o setor público.

Por causa da taxa de câmbio fixa e da dependência das condições monetárias sobre a balança de pagamentos, as políticas fiscais tiveram de arcar com o ônus do ajuste à nova situação. O governo argumentou que promover a disciplina fiscal reforçaria a confiança, e, consequentemente, o prêmio de risco cairia, trazendo as taxas de juros para baixo. Como resultado, os gastos domésticos se recuperariam, impulsionando a economia para fora da recessão. Menores taxas de juros e um aumento da produção, por sua vez, restabeleceriam um orçamento equilibrado, fechando assim um círculo virtuoso. O governo de Fernando de la Rúa, em 2000, se apropriou na íntegra deste argumento do governo de Carlos Menem, que o precedeu, e o FMI deu o seu selo de aprovação. Todos eles falharam.

Toda a história macroeconômica do fim dos anos 1990 é sobre esse malogro. Apesar do forte ajuste no saldo primário do setor público, o círculo virtuoso nunca foi alcançado. Pior ainda, os aumentos de impostos e os cortes nos gastos públicos reforçaram a tendência recessiva, alimentando, assim, expectativas negativas, que impediram a realização da tão aguardada queda no prêmio de risco-país. A política fiscal, em si, foi impotente para compensar os fortes desequilíbrios macroeconômicos, que jaziam em outro lugar, ou seja, no setor externo da economia. Sob orientação desta política fiscal autodestrutiva, a economia ficou presa em um círculo vicioso por vários anos e sofreu a maior recessão desde a Primeira Guerra Mundial.

3.2 O resgate do sistema financeiro

A suspensão dos pagamentos do serviço de uma parte da dívida pública foi declarada em 24 de dezembro de 2001. A medida inicialmente afetou US\$ 61,8 bilhões em título de dívida pública e mais de US\$ 8 bilhões em obrigações diversas, de uma dívida total de US\$ 144,5 bilhões. O restante – principalmente a dívida com organizações multilaterais, US\$ 32,4 bilhões, e os empréstimos garantidos recentemente emitidos, US\$ 42,3 bilhões – se manteve como dívida em situação regular.

A desvalorização do peso que se seguiu teve um forte impacto sobre a economia, dada a importante dolarização dos contratos herdados do período de conversibilidade. As intervenções governamentais que começaram no início de 2002 destinaram-se tanto a reduzir a transferência de riqueza dos devedores para os credores como evitar o colapso, que teria como resultado a incapacidade de cumprir contratos nacionais em dólares. A intervenção oficial procurou administrar a “distribuição de perdas”. Em muitos casos, a intervenção fez que partes dos prejuízos fossem absorvidas pelo Estado por meio da emissão de nova dívida.

A principal fonte do novo endividamento veio da intervenção no sistema financeiro, que envolveu um aumento de US\$ 14,4 bilhões em dívida pública. Em fevereiro de 2002, o governo decidiu obrigar a conversão de todos os depósitos bancários em moeda estrangeira em pesos, a uma taxa de \$ 1,4 por dólar.

Créditos bancários denominados em moeda estrangeira foram convertidos em pesos a uma taxa de \$ 1 por dólar. Esta medida visava evitar falências generalizadas no setor privado. A “precificação assimétrica” de créditos e depósitos causou uma perda significativa no patrimônio líquido dos bancos, que foi compensada pelo governo.

Considerando as diferentes medidas e efeitos decorrentes da gestão do colapso da conversibilidade e da declaração de moratória, entre dezembro de 2001 e dezembro de 2003, o estoque da dívida pública bruta aumentou cerca de US\$ 28,2 bilhões, 23% do PIB de 2003. Até o final deste ano, a dívida pública total da Argentina atingiu US\$ 179 bilhões, 146% do PIB de 2003.

3.3 O swap da dívida pública

No segundo semestre de 2003, os primeiros passos oficiais para a reestruturação da dívida inadimplente foram tomados. Em setembro, após se chegar a um acordo com o FMI, o governo aproveitou a reunião anual deste com o Banco Mundial, em Dubai, para tornar públicas as principais diretrizes e a agenda de sua proposta de reestruturação.

A “proposta de Dubai” estabeleceu que a Argentina ofereceria tratamento uniforme para todos os portadores de seus títulos de dívida emitidos até dezembro de 2001, quando ainda serviria na íntegra sua dívida multilateral e os empréstimos garantidos emitidos em 2001. O governo, assim, reconheceu a inadimplência de um estoque de bônus de cerca de US\$ 87 bilhões. Este montante deixou de lado um volume importante de juros vencidos. Uma redução de 75% seria imposta aos valores dos títulos de dívida; e novos bônus seriam emitidos em uma operação de *swap* que resultaria no equivalente a um montante máximo de bônus de cerca de US\$ 21,8 bilhões. Três títulos de dívida, chamados de Par, Quasi-Par e Discount, foram anunciados. Embora as características detalhadas dos instrumentos não fossem publicadas na época, seus contornos eram claros. O Par iria preservar o valor nominal da dívida original, mas teria um prazo de vencimento mais longo e uma taxa de juros menor que a dos outros dois. Os outros dois títulos implicariam reduções nominais. A redução correspondente aos títulos Discount seria maior que a dos Quasi-Par. Os novos títulos de dívida também incorporariam mecanismos, que seriam especificados mais tarde, para recompensar os detentores dos bônus com um cupom atrelado à taxa de crescimento econômico. Foi assegurado que a sustentabilidade da proposta era consistente com a meta de superávit fiscal primário, que tinha sido recentemente acordado com o FMI, qual seja: 2,4% do PIB para o governo central e 3% para o setor público consolidado. O governo anunciou que manteria esta meta no longo prazo.

Em junho de 2004, poucos meses depois de os ministros das Finanças do G7 terem manifestado que a Argentina deveria acelerar o processo de reestruturação e emissão de sinais de “boa fé” (*good faith*), o governo fez uma nova proposta pública em Buenos Aires. Era uma segunda oferta, que buscava se aproximar das posições dos credores.

A dívida elegível era a mesma definida em Dubai, embora tivesse somado US\$ 81,8 bilhões. Em troca deste estoque de dívida inadimplente, novos títulos de dívida seriam emitidos, por um total de US\$ 38,5 bilhões – caso o grau de aceitação da operação de *swap* fosse inferior a 70% – e por US\$ 41,8 bilhões – caso o grau de aceitação fosse superior ao parâmetro de 70%. Esta oferta envolveu uma melhoria substancial, se comparada com os US\$ 21,8 bilhões a serem emitidos de acordo com a “proposta de Dubai”. A operação de *swap* envolveria apenas o principal dos títulos de dívida inadimplentes, enquanto os juros vencidos não seriam reconhecidos; ou seja, os passivos no valor de US\$ 81,8 bilhões seriam trocados por novos títulos de dívida, no valor de US\$ 38,5 bilhões ou de US\$ 41,8 bilhões, dependendo do nível de aceitação.

A operação de *swap* começou em 14 de janeiro de 2005. Seis semanas mais tarde, a reestruturação estava concluída. Em 3 de maio de 2005, o governo anunciou que a aceitação de sua oferta havia atingido 76,15% da dívida inadimplente. Isto significava que US\$ 62,3 bilhões dos títulos de dívida antigos seriam trocados por cerca de US\$ 35,3 bilhões em novos instrumentos, mas os correspondentes cupons vinculados ao crescimento do PIB. O montante máximo da emissão seria de US\$ 15 bilhões, no caso dos títulos de dívida Par; US\$ 8,33 bilhões, no caso dos títulos de bônus Quasi-Par; e cerca de US\$ 11,9 bilhões, no caso dos títulos de dívida Discount.

O governo expressou satisfação com o resultado da operação de *swap*. A reestruturação significou a redução do estoque da dívida pública em cerca de US\$ 67,3 bilhões e atenuou a exposição das finanças públicas ao risco cambial, uma vez que cerca de 44% dos novos títulos de dívida estavam denominados em moeda local.

3.4 Política e desempenho macroeconômico após a desvalorização e a moratória

A queda abrupta na produção e no emprego, que a economia estava experimentando desde meados de 1998, continuou após o fim do regime de conversibilidade, mas apenas por um período muito curto. Certamente, em oposição à maioria das opiniões e crenças, incluindo as de funcionários do FMI, episódios traumáticos que resultaram no colapso do regime de conversibilidade não foram seguidos por uma depressão mais profunda. Na verdade, uma extraordinária e rápida recuperação começou apenas um trimestre após a desvalorização e a moratória. A recuperação do PIB começou logo após a desvalorização da taxa de câmbio – cerca de três meses depois, como pode ser visto nos indicadores mensais de atividade disponíveis.

A recuperação foi desencadeada precisamente pela súbita mudança de preços relativos em favor dos setores de bens comercializáveis. No início desta fase, a recuperação foi liderada pela produção local de bens anteriormente importados.

Além da mudança de preços relativos, a rápida recuperação econômica que se seguiu à crise também foi consequência de um conjunto de políticas que, embora com falhas e ambiguidades, procurava a recuperação do equilíbrio macroeconômico básico.

Muitas das políticas que desempenharam papéis importantes nessa fase enfrentaram a oposição do FMI. Em primeiro lugar, mediante a imposição de controles cambiais, o que obrigou os exportadores a liquidar, no mercado local, uma parte considerável da moeda internacional gerada por suas exportações e também restringiu a saída de capital. Em segundo lugar, por meio do estabelecimento de impostos sobre exportações – retenções –, o que absorveu parte do efeito favorável da desvalorização cambial sobre os rendimentos dos exportadores e contribuiu significativamente para a recuperação do equilíbrio fiscal, mas também atenuou o impacto da desvalorização sobre os preços domésticos e, consequentemente, sobre os salários reais. Em terceiro lugar, adotando uma política monetária flexível, que, inicialmente, permitiu a assistência aos bancos na fase da crise e, posteriormente, contribuiu para a recuperação da demanda por moeda, auxiliando a recuperação. Em quarto lugar, quando o mercado de câmbio começou a apresentar um excesso de oferta de moeda internacional, a política cambial tentou conter a valorização do peso por meio de intervenções do Banco Central – e do Tesouro, mais tarde.

O FMI insistiu particularmente em um peso que flutuasse livremente. Por um curto período, o governo adotou este regime. Uma vez que a taxa de câmbio estava livre para flutuar, no entanto, a paridade aumentou abruptamente, atingindo níveis perto de \$ 4 por dólar. Posteriormente, houve a reintrodução de controles cambiais, o que foi crucial para conter a desvalorização excessiva da taxa de câmbio (*exchange rate overshooting*). O governo conseguiu estabilizar a taxa de câmbio nominal, em meados de 2002, ao obrigar os exportadores a liquidar a moeda internacional no mercado de câmbio local e ao limitar as saídas de divisas.

Logo depois, quando a taxa de câmbio foi estabilizada, a demanda por pesos começou a se recuperar e o mercado de câmbio a apresentar excesso de oferta de dólares. O fim da desvalorização excessiva da taxa de câmbio colocou em xeque o aumento dos preços domésticos. O congelamento das taxas de serviços públicos, bem como a elevada taxa de desemprego – que impediu o aumento nos salários nominais –, também contribuiu para desacelerar o aumento dos preços.

A melhora do saldo consolidado do setor público global, que ocorreu entre 2001 e 2004, era equivalente a 10 pontos percentuais (p.p.) do PIB. Este resultado passou de um déficit global de 5,6% do PIB, em 2001, para um superávit de 4,5% em 2004.

Quais fatores explicam o ajuste nos resultados do fluxo de caixa fiscal? Cerca de 40% derivam de uma melhora nos saldos das províncias. Esta evolução provém da ampliação da arrecadação de impostos, facilitada pela recuperação e pelo aumento dos

preços nominais, juntamente com a contenção das despesas. Enquanto isso, 60% dos 6 p.p. de ajuste no orçamento do setor público nacional são explicados pela melhora do saldo primário (+3,7% do PIB). A contração de pagamento de juros, basicamente resultante da moratória da dívida soberana, representa o resto (-2,4% do PIB).

O aumento do superávit primário nacional é explicado principalmente por uma melhora das receitas fiscais (+4,7% do PIB). É interessante observar que, embora as receitas de impostos tradicionais, como o Imposto sobre Valor Agregado (IVA) e o Imposto de Renda (IR), crescessem de forma significativa, elas não aumentaram substancialmente em proporção do PIB. Entre 2001 e 2004, elas aumentaram em 1,2% do PIB em conjunto. O imposto sobre as exportações é o que mais explica o aumento das receitas fiscais. A produção de soja e derivados gerou quase metade dos impostos sobre as exportações.

Assim, o setor público absorveu parte do efeito da desvalorização sobre a rentabilidade do setor dos bens transacionáveis, e também se beneficiou dos altos preços alcançados por alguns dos bens exportáveis, como soja e petróleo. A contribuição realizada pelo imposto sobre as operações financeiras, estabelecido em 2001, também foi muito relevante. O aumento da arrecadação deste imposto explica 30% da ampliação das receitas fiscais totais.

Os pagamentos de juros sobre a dívida pública passaram de cerca de 4% do PIB, em 2001, para apenas 1,4% do PIB em 2004 – sem levar em conta os juros acumulados sobre a dívida em inadimplência.

Contudo, os efeitos fiscais da suspensão de parte dos pagamentos do serviço da dívida são significativamente maiores que os mostrados na conta mencionada acima. Pode-se estimar que o montante dos juros sobre a dívida pública – no valor da taxa de câmbio de 2004 – teria representado, naquele ano, entre 9% e 11% do PIB. Isto é equivalente a aproximadamente metade da arrecadação total daquele ano. Pagar este montante teria sido certamente incompatível com a recuperação econômica. Como foi indicado, um aspecto crucial da vulnerabilidade financeira fiscal derivou da proporção muito elevada da dívida em moeda estrangeira, com a consequente exposição ao impacto da variação da taxa de câmbio. A desvalorização substancial da taxa de câmbio, em 2002, teria um impacto severo sobre o equilíbrio financeiro do setor público. Levando-se isto em conta, pode-se afirmar que a suspensão do pagamento e da consequente reestruturação da dívida possibilitou uma quantidade considerável de poupança fiscal – mensurada em moeda nacional ou em proporção do PIB.

No entanto, o efeito mais importante da moratória e do fim do regime de conversibilidade foi recuperar os instrumentos de política macroeconômica. Este teve importância crucial para impulsionar a economia para fora da situação abismal gerada pela agonia e pelo colapso do regime de conversibilidade.

CAPÍTULO 5

PROPOSTAS DE REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL*

Luiz Afonso Simoens da Silva**

1 INTRODUÇÃO

Muito se fala em reforma do *sistema monetário internacional*,¹ mas o cerne das preocupações atuais está em uma *reforma do sistema de reserva global*. Não é relevante discutir a moeda meio de circulação mundial, que continuará a ser, presumivelmente, o dólar. Ele se disseminou pelo mundo após a Segunda Guerra Mundial, primeiro por meio dos investimentos, financiamentos e empréstimos americanos, isto é, pelos déficits na conta de capital do balanço de pagamentos, na fase de reconstrução da Europa e do Japão. Em seguida, a partir dos anos 1980, o dólar inundou o mundo por meio dos déficits crescentes na conta-corrente americana, e continua a dominar os mercados financeiros mais amplos e profundos.

O que realmente importa é que o dólar tem sido cada vez mais contestado em sua função de reserva de valor. A instabilidade da moeda americana vem se acentuando desde os primeiros anos da década de 1970, quando foi abandonada a paridade com o ouro e ela se tornou uma moeda fiduciária. Nos anos 2000, particularmente após a crise financeira de 2007, a perda de valor e a volatilidade do dólar têm provocado inúmeras manifestações de rejeição à continuidade desta função.

Nos anos da superinflação brasileira, uma metáfora atribuída a Maria da Conceição Tavares falava de *esquizofrenia* da moeda nacional, porque eram necessários dois instrumentos para cobrir as três funções típicas do dinheiro. O cruzeiro valia apenas como meio de pagamento, mas, para cumprir as funções de medida e reserva de valor, foi necessário criar as obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), cuja cotação variava diariamente. O dinheiro brasileiro era o “Cruzeiro/ORTN”.

* Trabalho elaborado com informações disponíveis até junho de 2011.

** Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP), mestre em finanças pela Fundação Getulio Vargas (São Paulo), professor e pesquisador do Instituto de Estudos de Economia Internacional (Ieee) da Universidade Estadual Paulista (UNESP), membro do Grupo de Conjuntura Internacional (GACINT) da Universidade de São Paulo (USP) e bolsista do Programa Nacional de Pesquisa em Desenvolvimento (PNPD) do Ipea.

1. O sistema monetário internacional trata das regras e instituições para pagamentos internacionais. Ele se refere aos regimes monetários dos países, às regras para intervenção nas taxas de câmbio – se elas forem fixas ou administradas – e às instituições que dão suporte a estas regras (Lago, Duttagupta e Goyal, 2009, p. 5).

Em que pese a distância entre a desordem monetária brasileira de então e as propostas monetárias em discussão, há em comum algo da mesma natureza *esquizofrênica*: o dólar serve para realizar pagamentos, mas algum instrumento alternativo deve servir como unidade de conta e reserva de valor. O debate internacional apresenta os direitos especiais de saque (DES), a moeda fiduciária do Fundo Monetário Internacional (FMI), como um forte candidato a exercer este papel. Qualquer sistema monetário que inclua os DES terá de se submeter a um duplo padrão: uma moeda concreta – o dólar – servirá como meio de circulação, enquanto os DES exercerão a função de moeda de entesouramento.

Este capítulo objetiva discutir algumas propostas de reforma do sistema monetário internacional. Ocampo (2010, p. 3-6) identifica três alternativas possíveis para a reforma do sistema. A primeira seria uma solução *inercial*, em que ele evoluiria para um arranjo multimonetário. A segunda seria movê-lo, gradualmente, para um sistema verdadeiro de reserva global, que implicaria, na prática, melhorar o mecanismo de cooperação internacional dos DES. A terceira seria criar uma nova instituição, um banco de reserva global, nos moldes da International Clearing Union de Keynes, que emitisse uma moeda do tipo *bancor* ou que ampliasse o papel do Banco de Compensações Internacionais (BIS), de modo a torná-lo o banco central dos bancos centrais.

Este estudo mantém a divisão em três alternativas, reordenando-as e requalificando-as. A primeira, sistema multimonetário, será denominada de *inercial* apenas porque os autores listados não defendem mudanças significativas na essência do sistema monetário internacional centrado no dólar. Não se deriva daí que mudanças não possam ser implantadas de modo a aprimorá-lo. A segunda envolve uma profunda mudança no sistema, em que a criação de um banco de reserva global emissor de uma nova moeda substituiria o dólar. Denominada de *utópica*, ela corresponde à terceira alternativa apresentada por Ocampo (2010). A terceira, que será chamada de *evolutiva*, envolve um movimento gradual para um sistema de reserva global mais equitativo e estável. As próximas seções procuram discutir estas alternativas.

2 UM SISTEMA MULTIMONETÁRIO

Eichengreen (2009, p. 1-4) afirma que o problema da instabilidade do sistema monetário não era expressivo, enquanto a economia americana era grande relativamente à economia mundial e a demanda dos demais países por reservas em dólar era modesta. Isto teria mudado nos anos 2000, mas a importância do dólar não teria diminuído na crise financeira iniciada em 2007: 64% das reservas identificadas estavam em dólares ao final de 2007; em 2008, 45% dos títulos de dívida internacional também eram referenciados ao dólar, contra 32% em euros; a maior parte das transações nos mercados de câmbio continua a ser feita em

dólares; e, em abril de 2008, 66 países usavam o dólar como âncora cambial, contra 27 em euros.

Isso se explica, em última análise, pelo fato de que o mercado de bônus do Tesouro dos Estados Unidos é amplo e profundo, no qual a liquidez é imediata. Seus possíveis competidores estão muito atrás em desenvolvimento dos mercados: Suíça e Inglaterra são mercados bem menores; e a zona do euro, embora conte com mercados financeiros e de capitais amplos, não tem federalismo fiscal nem um banco central com capacidade de operar como emprestador doméstico e internacional de última instância. A China ainda não tem uma moeda conversível, sobretudo, devido aos controles de capitais que limitam o desenvolvimento de seu mercado de capitais.

A economia japonesa é grande e apresenta fortes superávits em conta-corrente desde os anos 1980. Sua singularidade, no entanto, foi ter se tornado um país fortemente credor sem ter conseguido construir uma moeda internacional, em termos de participação dinâmica nos mercados financeiros e de capitais. Esta questão foi desenvolvida por Medeiros (2004, p. 10-11), que aponta como explicação duas debilidades. A primeira seria a alta dependência comercial do Japão com relação aos Estados Unidos e ao dólar, que denomina a maior parte de suas exportações e importações. A segunda seria sua vulnerabilidade financeira, assim entendido o fato de que o Japão tornou-se uma economia credora em dólares, mas que quase não empresta em sua própria moeda. Desde a abertura financeira, nos anos 1980, os empréstimos externos realizados por bancos privados japoneses são, essencialmente, em moeda internacional, principalmente em dólares.

Um arranjo multimonetário já existe, mas é dominado pelo dólar. Este sistema permite a diversificação das reservas, mas não atende a nenhuma outra deficiência: ele permanece injusto, porque as reservas dos países em desenvolvimento continuam a ser acumuladas em ativos de baixo retorno das economias avançadas; porque não elimina o viés deflacionário, que impõe o ajuste assimétrico aos países deficitários; e porque não resolve a necessidade de os países em desenvolvimento manterem reservas elevadas (Ocampo, 2010, p. 4).

Um exemplo dessa abordagem foi feito por Cintra (2009). Para ele, a crise recente nos Estados Unidos foi financeira, mas não monetária. Isto significa que não ocorreu fuga do dólar, mas, ao contrário, o que se viu foi uma fuga para o dólar. E significa também que este país tem poder para regular a ordem econômica mundial, em particular no que se refere à reforma monetária. Este poder ficou evidente quando o Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (em inglês, Federal Reserve System, mais conhecido como Federal Reserve) fez acordos de *swaps* de dólar para moedas nacionais com os bancos centrais de inúmeros países: Austrália, Brasil, Canadá, Dinamarca, Inglaterra, Coreia do Sul, México, Nova Zelândia, Noruega, Cingapura, Suécia, Suíça e Banco Central Europeu (BCE).

Isto ocorreu em 2008 para ajudá-los a enfrentar eventuais ataques especulativos a suas moedas, em um momento em que a crise financeira se aprofundou. Apesar do enfraquecimento relativo da economia americana, os Estados Unidos seguem como a nação mais poderosa e continuam a liderar os avanços tecnológicos. Não haverá, por conseguinte, nenhum acordo multilateral de coordenação monetária no horizonte visível.

Em parte, nessa mesma linha de pensamento, situa-se Cohen (2009b, p. 28), para quem as previsões para o dólar não são brilhantes como o foram no passado, mas o cenário para seus rivais – o euro, o iene, o renminbi e os DES – não seria muito melhor. Em outro trabalho, Cohen (2009a, p. 145) afirma que este cenário não seria suficiente para justificar uma mudança na moeda-referência, principalmente por duas razões. A primeira é que a decadência desta não implica, automaticamente, a emergência de outra. A segunda é que as preferências monetárias mostrariam uma notável tendência à inércia. Haveria grande resistência a mudanças, que refletiriam o alto custo de trocar de uma moeda para outra.

Ele prevê um futuro marcado por um sistema monetário fragmentado, competitivo e sem uma moeda dominante. Isto só terá efeitos positivos para o sistema se os Estados Unidos aceitarem maior cooperação internacional, diminuindo o risco de novas crises. Infelizmente, a história do capitalismo não registra este tipo de avanço. No período entre as duas guerras mundiais, a falta de cooperação da enfraquecida libra esterlina e o isolacionismo do dólar estariam entre as causas principais da crise financeira que se seguiu à quebra de 1929.

Paul Kennedy (2009), por sua vez, parte do reconhecimento da fragilidade atual do dólar, derivada da perda do *status* de país credor dos Estados Unidos.² O autor destaca mudanças na composição dos DES. De acordo com ele, a libra desfrutou desta posição nos anos 1800, e o dólar, dos anos 1900 até o início da década de 1980, quando os Estados Unidos começaram a apresentar déficits crescentes em conta-corrente. No momento, China, Alemanha e Japão são as maiores nações a desfrutar desta posição de país credor.

Kennedy desenvolveu uma argumentação acerca desse ponto que se ancora no que ele chama de *teoria da convergência*. Esta é uma abordagem dinâmica que confronta o peso econômico e político dos países em uma perspectiva de longo prazo. A disponibilidade de recursos humanos e materiais definiria a importância relativa de cada país no mundo. Esta posição só poderia ser ultrapassada em função de algum diferencial tecnológico ou financeiro, que lhe permitisse ocupar uma posição de destaque.

2. O *status* de país credor costuma ser definido por um longo período de superávits em conta-corrente e, consequentemente, de manutenção de uma dívida externa controlada, como proporção do produto interno bruto (PIB). Esta posição de país credor tende a dar sustentabilidade de longo prazo às suas moedas, como ocorreu com as que se tornaram hegemônicas.

A consequência dessa abordagem é lógica: à medida que o produto e a renda de países como China, Índia, Coreia do Sul, Brasil, México e Indonésia se aproximarem do produto e da renda dos Estados Unidos, a parcela americana destas variáveis se comprimirá em termos relativos e haverá mudanças no balanço global de poder. Em síntese, “com o renminbi se juntando ao euro, ao iene e ao dólar como as quatro maiores divisas, haverá menos pressão e lógica para a substituição dos tradicionais meios de pagamento” (Kennedy, 2009). O caminho passa, portanto, pela mudança na composição dos DES, de forma a refletir a nova relação de forças no cenário mundial, mas implica a necessária conversibilidade do renminbi.

Nesse contexto, a moeda é apresentada como uma manifestação de poder. Há muita razão nesta abordagem, que antecipa um mundo que caminha para um multilateralismo mais complexo, em que as grandes nações e blocos econômicos dividirão o poder econômico e político, aí incluída a moeda mundial.

Em síntese, essas são visões *inerciais*, que podem acabar prevalecendo. Se a economia americana recuperar o equilíbrio de suas contas externas, como já vem ocorrendo com a redução dos déficits em conta-corrente para gerar emprego doméstico, nada impede que as reformas monetárias sejam novamente engavetadas, como já o foram nos anos 1990, dando razão às críticas de autores como os citados nesta seção.

3 A CRIAÇÃO DE UM BANCO DE RESERVA GLOBAL

No polo oposto às visões *inerciais* está o retorno às discussões de Keynes em Bretton Woods: estabelecer uma moeda de reserva global emitida por um banco central global. Para tanto, seria necessário criar uma nova instituição ou transformar o FMI em um banco. Isto significa enfrentar a sempre mal resolvida questão de o FMI atuar como emprestador de última instância e de envolver o setor privado na prevenção e solução de crises, aí incluídos um eventual imposto sobre os fluxos financeiros internacionais e o uso privado dos DES.

Talvez faça sentido chamá-las de visões *utópicas*, por representarem exercícios de pura lógica econômica, que ignoram as dimensões políticas derivadas da emissão da moeda mundial. A proposta keynesiana de criar uma Clearing Union em 1944 é uma consequência natural da visão de que o ajuste cabia tanto aos países deficitários quanto aos superavitários. Belluzzo (2005, p. 226) a chamou de “utopia monetária, [de plano] excessivamente avançado para o conservadorismo dos banqueiros privados, mas também inconveniente para a posição amplamente credora dos Estados Unidos”.

Um exemplo desse tipo de sugestão vem de Akyüz (2010, p. 20-21), ao defender a ativação da *cláusula de moeda escassa* (“scarce currency clause”) para punir os países superavitários. Esta cláusula permitia ao FMI autorizar governos a

impor sanções comerciais e financeiras a outros governos vistos como responsáveis por políticas que desestabilizassem o sistema internacional, dando-lhe também o direito de compensar os países adversamente afetados. Ela nunca foi usada e foi abandonada em 1949, quando a Inglaterra fez uma desvalorização unilateral, que lhe trouxe vantagens competitivas e desvalorizou suas dívidas de guerra. Os Estados Unidos também ignoraram os limites impostos pela conversibilidade do dólar em ouro ao inundar de liquidez os mercados mundiais e, em 1971, suspenderem a conversibilidade. Esta foi “a primeira e mais significativa quebra de obrigações internacionais do pós-Guerra por qualquer país, sem enfrentar uma penalidade” (Akyüz, 2010, p. 14).

Em 2010, os Estados Unidos propuseram envolver os países superavitários no ajustamento externo, o que significa uma guinada de 180º em suas posições históricas. As reações contrárias de China, Alemanha e Japão foram duras e imediatas, apesar de o esquema proposto ter sido colocado como sendo de adesão voluntária. Como se pensar, então, em punição aos superavitários? A questão, obviamente, enfrentaria oposição intransponível.

Mesmo uma alternativa mais suave, derivada de uma releitura da câmara de *compensação* de Keynes, não parece ter qualquer possibilidade de prosperar. Os países deficitários teriam de pagar juros sobre seus saques na Câmara, ao mesmo tempo em que empreenderiam ajustamentos que incluíssem desvalorização cambial. Na outra ponta, países com grandes superávits estariam sujeitos a serem tributados em seus saldos na Câmara e instados a apreciar suas moedas. A pergunta é: alguém julga a proposta politicamente viável?

3.1 O FMI como emprestador de última instância

Um ponto de muita resistência sempre envolveu a discussão de quem seria o emprestador de última instância: o FMI ou o BIS, uma vez que eles estariam entre as únicas instituições supranacionais com capacidade de coordenação de nações soberanas, em momentos em que grandes somas de recursos precisam ser mobilizadas em curtos espaços de tempo.

Desde sua criação, o FMI nunca recebeu recursos em volumes significativos e não tem capacidade de emitir moeda, de modo que lhe permita atuar como um verdadeiro emprestador de última instância.³ As discussões em torno deste ponto têm sido recorrentes. A última delas ocorreu no escopo das propostas de *nova arquitetura para o sistema financeiro*, que se seguiram à crise asiática, nos anos 1990, mas que não trouxe nada de concreto à estrutura do sistema.

3. Para dimensionar o acesso dos países-membros aos recursos do Fundo Monetário Internacional (FMI), ver Silva (2011b, p. 11-13). Ao longo de sua história, este acesso nunca excede a 18% do comércio mundial. Nos anos 2000, contando com os recursos do General Arrangements to Borrow (GAB) e do New Arrangements to Borrow (NAB), a estimativa é que o acesso não atinja 12% do comércio mundial. Leve-se em conta, além disso, que as demandas recentes têm sido função muito mais de desequilíbrios financeiros que comerciais.

A corrente dominante de pensamento posicionou-se contrariamente à tese. Mann (1998), por exemplo, alegava que os bancos centrais, emprestadores nacionais de última instância, contavam com instrumentos para intervir nos mercados e para prevenir contágios – o seguro de depósitos e a capitalização exigida do sistema bancário estavam entre os principais – e com estruturas de apoio que lhes permitiam regular e fiscalizar os mercados. Como o FMI não contava nem com estruturas de apoio, nem com instrumentos adequados de acompanhamento e de intervenção, sua atuação só faria aprofundar o risco moral.

De acordo com Barro (1998) e Calomiris (1998), o socorro financeiro do FMI poderia incentivar políticas macroeconômicas inconsistentes e práticas bancárias arriscadas. O conhecimento prévio de ajuda para crises levaria os bancos a emprestar a taxas de juros descoladas dos riscos fundamentais. O resultado é que a existência de uma instituição de socorro poderia estar na raiz da perpetuação das crises.

Contrariamente a esse fundamentalismo econômico, Wolf (1998) parece ter refletido o pensamento da tecnocracia do FMI: um mundo de fluxos livres de capitais, associado à grande variabilidade das taxas de câmbio e à prevalência de uma “psicologia de manada”, seria uma mistura suficientemente explosiva para ser deixada a critério dos mercados. Um financiador último seria indispensável, embora ele não pudesse ser identificado com o desenho atual do FMI. Suas limitações não lhe permitiriam atender a toda a demanda por recursos financeiros. Para ele, uma liberação pequena e parcelada de recursos não faria mais que contribuir para o pânico, uma vez que incentivaria os credores a correr atrás de seu dinheiro antes que ele acabasse.

3.2 Envolver o setor privado na prevenção e solução de crises

Na década de 1990, as propostas do FMI tentaram envolver o setor privado na prevenção e solução das crises financeiras, tema que dividiu o próprio Grupo dos Sete (G7).⁴ Avanços nesta área, porém, ficaram submetidos à tensão crescente entre a esfera pública, que queria sair de cena, e a banca privada, responsável pelos fluxos financeiros para os países emergentes, que argumentava que qualquer forma compulsória de atração do setor privado poderia desestabilizar o sistema ainda mais, provocando maiores fugas de capital (FMI, 1998).

Uma das tentativas para desatar o nó do envolvimento do setor privado foi a de obrigar os investidores em bônus a se tornarem parte responsável pelas crises, por meio de adição nos títulos privados de cláusulas contratuais que previssem a possibilidade de alteração das condições de saída em situações de crise.

4. Desde 1975, os chefes de Estado ou governo dos principais países industriais se reúnem anualmente para tratar das questões econômicas e políticas de interesse de suas sociedades e da comunidade internacional como um todo. A União Soviética, e depois a Rússia, participa das cúpulas do Grupo dos Sete (G7) desde 1991, e se tornou membro-pleno do grupo em 2006. Por conta disso, na atualidade, pode-se mencionar as siglas G7 ou G8, conforme a página eletrônica do G8 Information Centre, disponível em: <<http://www.g8.utoronto.ca/>>.

Isto, porém, feria uma das regras de ouro do funcionamento dos mercados: a condição de saída dos capitais tem de estar definida quando de sua entrada. Uma adição deste tipo acabaria por abortar a própria concretização da operação, a menos que por um custo muito mais alto. Houve muita resistência a que esta proposta fosse compulsória, inclusive por parte do Brasil. Porém, em termos voluntários, houve algumas emissões internacionais de bônus soberanos com cláusulas de ação coletiva que envolviam moratórias negociadas.

Dada a resistência do setor privado a qualquer envolvimento na solução de crises financeiras, que está ocorrendo de novo nas tentativas de encaminhamento da crise grega, uma eventual alternativa para atraí-lo seria aumentar a relevância dos DES em detrimento do dólar. Isto eliminaria o *privilegio exorbitante* do emissor nacional, removeria a assimetria que traz desequilíbrios e problemas nos mercados de crédito e resolveria o dilema dos grandes possuidores de reservas, como a China, ao criar uma alternativa real às moedas nacionais de fugir ao dólar.

Contudo, reservas são atraentes apenas se puderem ser usadas prontamente. No momento, os DES só servem para pagar contas com outros governos e com o FMI. Eles não podem ser usados para intervir nos mercados de câmbio ou em transações de mercadorias. Para torná-los aceitáveis, seria necessário desenvolver um mercado privado em que os DES pudessem ser comprados ou vendidos, isto é, desenvolver um mercado líquido no qual governos, empresas e instituições financeiras pudessem emitir bônus em DES a custos competitivos. Além disso, os bancos teriam de aceitar depósitos e fazer empréstimos em DES (Eichengreen, 2009, p. 7). O uso dos DES em transações privadas representaria transformá-los em moeda plena, e não apenas moeda de reserva.

Eichengreen (2009) lista alguns problemas e encaminha possíveis soluções. Pelo lado da oferta, o primeiro governo a emitir bônus em DES não seria líquido por definição, salvo por uma estratégica deliberada e concertada com o FMI. Pelo lado da demanda, não é certo que investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, se interessariam pelo novo instrumento, uma vez que eles estariam presos às necessidades de manter o casamento de seus ativos e passivos. Estas questões e mais a necessidade de criar um mercado de taxas de câmbio em DES levam a que o FMI seja visto como o óbvio formador de mercado (“*market maker*”), propondo-se a garantir liquidez mínima e referência de preço em DES. Para tanto, o fundo precisaria ser dotado de poder de emissão desta moeda, uma vez que, na atualidade, ele só pode fazê-lo com aprovação de 85% dos países-membros, considerando que os Estados Unidos têm poder de vetar qualquer decisão, porque detêm 16,8% dos votos da instituição.

3.3 Criar um imposto sobre fluxos financeiros internacionais

A questão de conter a especulação em mercados financeiros por meio de um imposto sobre transações não é nova e já estava em Keynes. Spahn (1995) lembra que, em 1972, James Tobin a retomou e transplantou para os mercados externos, sugerindo que a volatilidade das taxas de câmbio deveria ser controlada mediante um imposto sobre transações financeiras internacionais. Como o imposto incidiria em todas as operações de conversão de moedas, ele tenderia a ser mais pesado sobre as transações de curto prazo, relativamente aos fluxos de capital de longo prazo. A relação inversa entre custo e maturidade induziria os negociadores a se voltar para os investimentos de longo prazo.

O então diretor do FMI, Vito Tanzi, também citado por Spahn (1995), discutiu a ideia de uma organização tributária mundial, nos anos 1990, com poder para arrecadar um imposto mundial sobre as transações financeiras internacionais. As vantagens deste tipo de tributação estariam ligadas ao fato de o imposto estar orientado para as transações financeiras de curto prazo e de poder ser cobrado pelas próprias autoridades nacionais, que o transfeririam ao FMI e, eventualmente, ao Banco Mundial. Não haveria grandes impedimentos operacionais e a receita do imposto poderia ser destinada ao enfrentamento de crises.

As desvantagens, no entanto, poderiam inviabilizá-lo, porque não seria possível distinguir entre operações normais e especulativas. Um imposto generalizado como o de Tobin poderia acabar provocando problemas de liquidez internacional, particularmente se operações com derivativos também fossem taxadas. Além disso, como a tributação seria apenas sobre as operações à vista, poderia haver evasão fiscal, diante da alta substitutibilidade dos produtos financeiros.

Inspirado no sistema monetário europeu, Spahn (1995) propôs a introdução de um sistema de bandas cambiais para combater a especulação financeira. A taxa de câmbio poderia se mover livremente dentro de uma banda, mas a sua transposição em ataques especulativos dispararia um imposto sobre *externalidades*, definidas como a diferença entre a taxa de mercado e o limite mais próximo da banda. Isto induziria a um comportamento estabilizador pelos participantes do mercado. Para ser efetiva, a tributação teria de ser elevada, mas não inviabilizar os mercados de câmbio (Schutte, 2010, p. 26). A solução passaria por uma taxação em dois estágios: um imposto baixo incidente nas transações internacionais – primeiro estágio – e uma sobretaxa de câmbio em níveis proibitivos – segundo estágio.

Na atualidade, a questão voltou ao debate com expansão do escopo. As discussões ganharam força à medida que crescia a importância do volume de negociações diárias nos mercados de câmbio. O objetivo de arrecadar recursos deixou de ser visto só como um limitador para as operações especulativas e como uma forma de dotar o FMI de recursos para enfrentamento das recorrentes crises financeiras.

Tomando-se em conta que nas crises os primeiros a sofrerem com a perda de seus empregos são trabalhadores de renda baixa, começou uma pressão para utilizar tais recursos para o combate à pobreza. Em outras palavras, houve uma sutil, embora significativa, mudança de ênfase: antes, os recursos provenientes da nova tributação seriam utilizados para estabilizar os sistemas financeiros, impedindo ou dificultando a incidência de crises que acabam por impactar o nível do emprego das camadas mais baixas da população mundial; agora, os recursos seriam direcionados para o próprio combate à miséria.

O relatório final de um grupo de especialistas da Organização das Nações Unidas (ONU), presidido pelo Prêmio Nobel de economia de 2001, Joseph Stiglitz, e relatado por Jan Kregel (2009, p. 129-131), menciona esse tema dentro de uma seção de fontes inovadoras de financiamento. Como as metas de 0,7% do produto nacional bruto (PNB) dos países industriais para assistência oficial ao desenvolvimento são difíceis de atingir, foi lançado, em Paris, em 2006, um plano acerca da criação de impostos solidários destinados a objetivos globais, que já envolve cerca de setenta países e as principais organizações internacionais. As propostas passam por tributar passagens aéreas, direitos de pesca e emissões de poluentes, por exemplo. No plano de novos mecanismos de financiamento, a ONU enfatiza o uso de *swaps* de dívida para propósitos de desenvolvimento, o que já foi usado na Iniciativa Dívida/Saúde, lançada em Berlim em 2007. Nela, parcelas de dívidas antigas de países em desenvolvimento foram convertidas em novos recursos domésticos para a saúde. Alternativas estão em estudo, mas, no momento, o assunto não tem recebido prioridade nas discussões do Grupo dos Vinte (G20).⁵

Em síntese, a criação de um banco de reserva global, que emita nova moeda mundial e envolva superavitários e deficitários, nunca prosperou. A transformação do FMI em um emprestador de última instância se insere no contexto da criação de um banco de reserva global ou na sua capitalização por um imposto financeiro internacional. Da mesma forma, têm sido enormes as dificuldades de envolver o setor privado. A crise europeia mostra toda a extensão das resistências dos bancos e investidores privados em participar ativamente do resgate dos países da periferia da zona do euro. Quando a Alemanha propõe distribuir os custos de um alongamento dos prazos da dívida grega entre setor público e privado, por exemplo, o BCE, o mercado financeiro e as agências de classificação de risco reagem negativamente ao que se lhes assemelha a uma quebra contratual.

5. O Grupo dos Vinte (G20) Ministros de Finanças e Governadores dos Bancos Centrais foi estabelecido em 1999 para discutir sistematicamente questões-chave na economia global. O G20 é constituído por dezenove países – Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Coreia do Sul, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos – mais a União Europeia, que é representada por um ministro rotativo e pelo governador do BCE, segundo informações disponíveis em: <<http://www.g20.org/>>.

4 EVOLUÇÃO PARA UM SISTEMA DE RESERVA GLOBAL

Lago, Duttagupta e Goyal (2009, p. 5-7), funcionários do FMI, preparam documento que reconhece o *privilegio exorbitante* que o país emissor das reservas globais desfruta para exercer suas próprias políticas, devido ao fato da maior liquidez de seus mercados e da capacidade de tomar emprestado em sua própria moeda. Reconhece também o ajustamento assimétrico, que coloca muita pressão sobre os países deficitários que não emitem moedas conversíveis, e a desconfortável condição de o sistema dar ao país emissor da moeda mundial a capacidade de preservar o valor de sua moeda. Sugere, no entanto, que o sistema corrente pode durar por mais um tempo, se for devidamente fortalecido.

O relatório da ONU (2009a, p. 109) é mais enfático que o documento do FMI e faz um ataque cerrado ao atual sistema de reserva global, que se teria provado “instável, incompatível com pleno emprego global e injusto”. Ele seria instável por ser incapaz de restringir desequilíbrios de pagamentos, tendência que não foi suavizada com a introdução de taxas flutuantes de câmbio. Ele também não teria capacidade de garantir o pleno emprego, por seu viés deflacionário, isto é, porque os ajustamentos aos desequilíbrios externos recaem sobre os países deficitários, que implicam a adoção de políticas recessivas. E seria injusto pela destinação e pelos custos das reservas internacionais dos países em desenvolvimento.

Sob um enfoque evolutivo, para se transformar em um sistema de reserva global, seria preciso preencher o objetivo de tornar os DES os principais ativos de reserva internacional, como consta dos Artigos VII, seção 7, e XXII do acordo do FMI. Hoje, eles estão muito longe disso. Na distribuição inicial, 1970 a 1972, os DES representavam 10% das reservas globais, exceto ouro. Ao longo do tempo, caíram para 0,5% do total; e mesmo com as alocações de 1997 e 2009, não foram além de 5% do total (Ocampo, 2010, p. 4). Uma reforma do sistema, porém, não passa mais pela situação de relativa escassez de dólares, que prevaleceu desde o final da Segunda Guerra Mundial até o início dos anos 1960.⁶ A necessidade atual é de um sistema menos errático de fornecimento de reservas globais, que não dependa das idiossincrasias da economia dominante. É, portanto, importante lembrar que o uso dos DES pode dar maior estabilidade à moeda-reserva, mas não resolver a instabilidade do sistema monetário internacional.

4.1 Fortalecer o papel do DES

Um estudo de Williamson (2009, p. 1-3) aponta quatro vantagens no uso dos DES. Para usar reservas em DES, seus possuidores teriam de convertê-las em

6. Nesse período, houve falta de dólares nos mercados devido ao fato de que a conta-corrente americana era superavitária. O fornecimento de liquidez se dava mediante déficits na conta de capital e envolvia os investimentos, empréstimos, financiamentos e a ajuda internacional ao resto do mundo.

dólares para usá-las como meio de pagamento. Isto é um inconveniente pequeno, que leva alguns analistas a propor que o setor privado também possa se utilizar dos DES em suas transações. Outra vantagem é que os DES têm uma volatilidade menor que a do dólar, se ela for medida em termos da variância das importações. Com isso, haveria uma diminuição da necessidade de operações de arbitragem que servem para equalizar os retornos esperados pela posse das moedas que compõem os DES: dólar, euro, iene e libra. Uma terceira vantagem seria a melhor distribuição dos ganhos de senhoriação, que são derivados do privilégio de emissão da moeda mundial e estão concentrados nos Estados Unidos. Sob um regime monetário baseado nos DES, a senhoriação seria apropriada pelos países-membros do FMI de acordo com suas quotas.

Por último, uma questão relevante ocorre quando o país emissor da moeda dá preferência a seus compromissos domésticos em detrimento de suas obrigações internacionais, como está acontecendo com a denominada política de *relaxamento quantitativo*. Uma parte acaba vazando para o exterior, dadas as baixas taxas de juros domésticas. Para suprir o mundo da liquidez necessária ao funcionamento do sistema, os Estados Unidos incorrem em déficits na conta-corrente do balanço de pagamentos, com isso, atendendo às necessidades imediatas, mas mandando em simultâneo uma mensagem de enfraquecimento do valor da moeda-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. Qualquer outro país, afirma Williamson (2009), mostrar-se-ia relutante em assumir este papel, sendo certo que estas inconsistências de balanço de pagamentos poderiam ser suavizadas, senão eliminadas, pelas distribuições de DES.

O uso dos DES ou de outra cesta de moedas, que, por exemplo, acrescentasse o renminbi, tornado conversível ao dólar, ao euro, ao iene e à libra, pode se mostrar menos insatisfatório àqueles que, em todos os tempos, imaginaram ser possível ancorar suas expectativas em uma medida invariável de valor. Os DES também flutuam, mas eles o fazem em menor proporção que o dólar pela simples razão de que os demais componentes – euro, libra e iene – apresentam flutuações negativamente correlacionadas àquela moeda.

Entre as inúmeras críticas ao sistema monetário internacional, a que mais se aproximou da ideia de substituição do dólar como moeda-referência foi a apresentada pela ONU. Seu relatório final se vale do que tem sido chamado de *impossível trindade*: taxas flutuantes de câmbio associadas a fluxos crescentes de capital privado – com economias abertas – e a políticas macroeconômicas domésticas autônomas se mostraram incompatíveis entre si na busca do ajustamento dos balanços de pagamentos.

A razão básica é que os países podem evitar os ajustamentos enquanto puderem atrair fluxos externos suficientes. Quando estes provam ser insuficientes para financiar os desequilíbrios ou são revertidos por falta de confiança nos países deficitários, o ajustamento toma a forma de uma crise financeira. A assimetria permanece, mas o impacto negativo nos países deficitários é muito maior, à medida que cresce a frequência e severidade das crises financeiras que ficaram claras desde meados dos anos 1970 (ONU, 2009a, p. 111).

Para criar um sistema mais estável de reserva global, a ONU vê vantagens em retomar as discussões de um sistema monetário baseado nos DES. Para que a substituição do dólar como moeda-reserva ocorra, o documento busca responder a quatro perguntas: quem emitiria esta nova moeda; em que montantes; como fazê-lo; e para quem ela seria emitida.⁷

A primeira pergunta encontra uma resposta rápida: o FMI emitiria a nova moeda por ser a única instituição que já emite uma moeda global, os DES, ainda que para tanto dependa de autorização de sua diretoria. O Fundo precisaria, apenas, contar com o apoio de uma *conta de substituição*, comentada na próxima subseção.

A segunda questão é a dos montantes de moeda a serem emitidos. A emissão deveria ter como meta compensar o aumento nas reservas não emprestadas; isto é, aquelas que representam reduções no poder global de compra. Versões simplificadas estimam em US\$ 150 bilhões anuais, que representam a demanda por reservas para o período 1998 a 2002, ou em US\$ 300 bilhões anuais, a demanda do período 2003 a 2007.

A terceira é como fazê-lo, e comporta duas abordagens. Uma delas seria uma espécie de *swap* entre bancos centrais, que trocariam suas moedas pela nova moeda mundial. Neste caso, a moeda global seria garantida por uma cesta de moedas de todos os países-membros. Na outra abordagem, a instituição encarregada da emissão da moeda simplesmente a emitiria, distribuindo-a aos países-membros, mais ou menos da mesma forma que os DES são emitidos e distribuídos. Não haveria, neste caso, uma cobertura para a moeda global afora a garantia dada pelos bancos centrais em aceitá-la em troca por suas próprias moedas.

A emissão extraordinária de US\$ 250 bilhões em DES solicitada pelo G20 ao FMI, na reunião de Londres, em abril de 2009, mostrou algumas características da primeira abordagem. Estes recursos foram pensados como elemento adicional de reforço de uma liquidez que ficou empoeçada na crise financeira. Idealmente, o FMI deveria receber moedas de todos os países-membros ou, ao menos, moeda dos países que emitem divisas conversíveis, mas o que ocorreu foi o comprometimento de alguns países: Japão, Canadá, Noruega, União Europeia, Suíça, Brasil, Rússia e China. A distribuição se efetivou em 28 de agosto de 2009, quando o

7. Esta seção retoma o texto de Silva (2010) e o atualiza.

valor total levantado, DES 161,2 bilhões, ou cerca de US\$ 252 bilhões àquela data, ultrapassou o montante acordado (FMI, 2012, p. 2).⁸

Essa experiência mostra as dificuldades de se pensar em emissão por todos os países-membros, uma vez que estão aí incluídos todos os países de renda baixa e média, cujas moedas não são conversíveis. Os países de renda média-alta podem fazê-lo apenas se utilizarem suas reservas internacionais, que estão aplicadas, em sua maior parte, em dólares. Assim é que uma emissão extraordinária fez sentido exatamente porque ocorreu *de uma vez por todas*. Isto é diferente de propor *emissões automáticas e regulares*. Não faz sentido esperar que os Estados Unidos aportem recursos anualmente ao Fundo para substituir sua própria moeda, o dólar, que é uma de suas maiores fontes de poder.

A ONU, porém, insiste em que as emissões de moedas poderiam ocorrer por meio da ampliação dos arranjos de DES já existentes no FMI, tornando-as automáticas e regulares. A proposta do relatório aventa a possibilidade de a emissão anual ser da mesma ordem da demanda adicional estimada, de acordo com o aumento esperado para a economia mundial. Versões mais sofisticadas, de corte keynesiano, propõem emissões contracíclicas, de modo a serem maiores quando o crescimento mundial estiver abaixo do potencial. A ONU (2009a, p. 117) também menciona que esta proposta já teria sido feita, três décadas atrás, por Jacques Polak, um economista do FMI: durante as crises, o FMI deveria prover todo o financiamento necessário em DES. Isto geraria emissões que seriam automaticamente extintas uma vez que os empréstimos fossem pagos. Não é outra coisa o que os bancos centrais têm feito desde o agravamento da crise, em setembro de 2008, e o que fez o G20 em sua decisão de o FMI fazer uma emissão equivalente a US\$ 250 bilhões em DES (ONU, 2009a, p. 117).

A quarta questão é para quem emitir. De acordo com o relatório da ONU (2009a), a proposta corresponde a distribuir as emissões de DES para quem precisa. A solicitação do G20, que foi operacionalizada pelo FMI, distribuiu a emissão de DES de acordo com as quotas que os países têm no Fundo. Desta forma, os países avançados, que detêm 63% das quotas, receberam US\$ 158 bilhões em DES (o G7, que tem 45,24% das quotas, recebeu cerca de US\$ 113 bilhões em DES), enquanto os países em desenvolvimento, que têm menos de 37% das quotas, receberam cerca de US\$ 92 bilhões em DES.⁹

Não adianta pensar que a 14^a Revisão de Quotas do FMI, de dezembro de 2010, que altera o poder de voto a favor de alguns países em desenvolvimento,

8. A primeira distribuição foi feita em 1970/1972 no montante de DES 9,3 bilhões; a segunda, em 1979/1981, de DES 12,1 bilhões; a terceira, em 2009, de DES 161,2 bilhões; e a quarta, em 2010, de DES 21,5 bilhões. A soma das distribuições alcançou DES 204 bilhões (FMI, 2012, p. 2).

9. Documento do FMI (2009) sugere que os países emergentes e em desenvolvimento contarão com cerca de US\$ 100 bilhões, dos quais quase US\$ 18 bilhões irão para os menos desenvolvidos.

a partir de janeiro de 2013, irá resolver essa questão, porque, por mais que elas sejam aumentadas, os países industrializados podem deixar inutilizada sua parte de DES emitidos. Com isso, o impacto positivo da emissão na economia em crise é menor que o total emitido.

A proposta do relatório é dar ao FMI o direito de considerar os DES não utilizados como depósitos, emprestando-os aos países necessitados. O Fundo poderia, por exemplo, adquirir bônus emitidos pelo Banco Mundial, uma proposta que a Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) já teria feito nos anos 1960, com vistas a criar um elo com o financiamento ao desenvolvimento.¹⁰ Esta proposta também consta do relatório de um grupo técnico do Comitê dos Vinte (C20), na década de 1970, formado pelas vinte diretórias do FMI de então (FMI, 1974a), a partir de uma demanda do G24.¹¹ Como esta proposta não está sendo considerada, o que os países em crise podem fazer com seus DES é vendê-los para minorar suas necessidades de liquidez, se eles encontrarem mercado para isto.

4.2 Criar uma conta de substituição no FMI

Dada a impossibilidade política de criar um banco de reserva global, a adoção de uma *conta de substituição* no FMI pode representar uma alternativa intermediária para a evolução na direção de um sistema de reserva global mais equitativo e equilibrado. A permissão de troca de reservas internacionais por DES já foi discutida pelo Comitê dos Vinte (C20), nos anos 1970. À época, a ideia era emitir DES para países que cedessem parte de suas reservas.¹²

O principal desafio a essa concepção era quem assumiria o risco de câmbio. A questão era se o FMI poderia aceitar ativos em dólares e passivos em DES. Se os bancos centrais que depositassem dólares tivessem de assumir o risco, não haveria substituição. No passado, chegou-se a pensar em permitir que o FMI utilizasse para tanto o produto das vendas do ouro de que dispunha, mas não houve um consenso com relação a essa proposta.

Outra discordância de fundo opôs monetaristas e keynesianos na época: aqueles queriam emissões automáticas e regulares de DES, ao passo que estes queriam emissões contracíclicas de curto prazo. Além do caráter monetarista da proposta,

10. O FMI poderia, também, expandir essas aquisições para os bancos regionais de desenvolvimento, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o Banco Africano de Desenvolvimento (BAD), o Banco Asiático de Desenvolvimento (BASD) e o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD).

11. O G24 é um grupo intergovernamental para assuntos monetários internacionais e de desenvolvimento estabelecido em 1971. Seu objetivo é coordenar as posições dos países em desenvolvimento nas questões monetárias e de desenvolvimento, particularmente naquelas que compõem as agendas do Comitê Monetário e Financeiro Internacional do FMI e do Comitê de Desenvolvimento do Banco Mundial, segundo sua página eletrônica, em 27 de julho de 2011.

12. Os países-membros poderiam trocar suas reservas oficiais por DES da conta de substituição, mas não poderiam fazer a operação inversa de venda de DES por moedas conversíveis na conta de substituição (FMI, 1974).

o assunto não foi adiante porque não houve acordo quanto à distribuição dos custos de remuneração dos DES. Os países menos desenvolvidos se recusaram a cobrir os custos das operações na proporção de suas quotas, porque não teriam condições de usar a *conta de substituição*, visto que, em geral, são países com baixas reservas. Eles seriam beneficiados pela entrada de divisas no Fundo, que as emprestaria em seus programas, mas não queriam pagar pela remuneração dos DES, além de ter de fazê-lo pelo serviço de suas dívidas. A ideia foi posta de lado, quando a política monetária americana se tornou fortemente restritiva, com aumento da taxa de juros e valorização do dólar. Os Estados Unidos e a Alemanha enterraram o projeto em abril de 1980.

A situação em 2011 pode ser diferente. A China emitiu o documento *Reform the International Monetary System* (Xiaochuan, 2009, p. 1-2), em que pede que todas as emissões futuras do FMI sejam feitas em DES e que paguem uma taxa de juros ponderada pelas taxas de juros das quatro moedas constituintes. A ideia envolve o início da criação de um mercado de ativos em DES, que é uma característica de uma moeda-reserva. Para enfrentar o risco cambial, o administrador da conta precisaria diversificar seus ativos em dólares e se apoiar nas quatro divisas que compõem o DES para as trocas com seus respectivos bancos centrais.

Por sua vez, trocar reservas em dólar por DES equivale a uma aplicação em um ativo mais estável, porém menos líquido. Neste caso, parece fazer mais sentido aos países com reservas excedentes – isto é, aquela parte que supera suas necessidades de proteção – constituir fundos soberanos. Esta tem sido uma opção cada vez mais utilizada para aumentar os retornos de suas reservas, ainda que à custa de sua liquidez.

4.3 Alterar o funcionamento do FMI

Várias críticas são voltadas ao funcionamento do FMI. Akyüz (2010, p. 9-10) dá ênfase à questão da supervisão – regulação e fiscalização – e das obrigações dos países-membros. A supervisão bilateral é feita nas chamadas “consultas do Artigo IV”, quando o foco deveria estar em uma supervisão multilateral em questões como a do excesso de liquidez global e das interações sistêmicas das políticas nacionais. O fundo deveria ser capaz de exigir que seus membros fizessem ajustes quando suas políticas produzissem desequilíbrios externos, por meio de seus balanços de pagamentos ou outros canais. “No entanto, desde um ponto de vista legal, não há obrigações por parte dos membros do Fundo a implantar ações políticas para aumentar a estabilidade sistêmica, a menos que elas sejam necessárias para sua própria estabilidade” (*op. cit.*). Isto está ocorrendo nos *quantitative easing* (QEs) americanos, que não são ilegais, embora prejudiquem a condução da política econômica dos demais países. Na prática, pouco foi feito no FMI e no G20, desde 2009, para mudar esta situação no Processo de Determinação Mútua (Mutual Assessment Process – MAP),

um foro de discussões que procura definir obrigações tendentes a reduzir os desequilíbrios macroeconômicos, particularmente entre as economias avançadas (Akyüz, 2010, p. 15-16).

Outra crítica de Akyüz é dirigida à forma de intervenção e de empréstimos nas crises. Ele se posiciona a favor de uma abordagem preventiva, e não de uma administração de crises. Os empréstimos deveriam ser ofertados para enfrentamento de desequilíbrios nas contas-correntes dos países deficitários. A multiplicação de instrumentos para enfrentamento de desequilíbrios nas contas de capital destes países não serviria senão à preservação dos interesses de investidores e dos bancos privados (Akyüz, 2010, p. 30-31).

O sistema de Bretton Woods reconheceu que a disciplina de todos os membros sobre as políticas nacionais exigia a determinação de obrigações claras. Mudanças nas taxas de câmbio, por exemplo, só poderiam ser realizadas com autorização do FMI. Em um mundo no qual a opinião dominante é a favor de uma taxa flutuante de câmbio, a UNCTAD (ONU, 2009b) propõe a volta a um padrão de taxas de câmbio fixadas pelo poder de compra de cada moeda expressa em todas as outras. A sugestão é manter estável a taxa de câmbio real, isto é, a taxa de câmbio nominal corrigida pela inflação. Embora de difícil implantação, a fixação destas paridades já teria sido enfrentada por Bretton Woods e pelo sistema monetário europeu.¹³

Para enfrentar problemas como os vividos pelos países emergentes com contas de capitais abertas, que não podem absorver choques externos eficientemente nem com taxas flexíveis, nem com taxas fixas, a UNCTAD propõe: “Uma solução viável ao problema da taxa de câmbio seria um sistema de taxas administradas flexíveis de câmbio, que sejam consistentes com a sustentabilidade da posição da conta-corrente” (ONU, 2009b, p. XII). A UNCTAD reconhece as dificuldades de estabelecer um sistema coordenado de administração de taxas de câmbio, embora argumente que o passado de intervenções já ocorridas permita desenvolver este caminho. O que importa é que, enquanto o novo sistema não estiver funcionando no plano multilateral, ela apoia a imposição de restrições quantitativas à mobilidade de capitais. Além disso, em âmbito regional, a introdução de moedas desconectadas do dólar para as trocas locais permitiria reduzir a dependência à moeda central.

Ainda que uma volta a Bretton Woods não pareça viável, há outras formas de estabelecer regimes internacionais mais flexíveis, mas estáveis, que propiciem o estabelecimento de um sistema coordenado de obrigações cambiais. Nos anos 1980 a 1990, falava-se em *target zones* no G3 para o dólar, o marco (depois o euro) e o iene. Em regimes de flutuação administrada, estas moedas teriam de variar dentro

13. Na esfera oficial, não há dificuldade no cálculo de taxas efetivas reais de câmbio. O BIS desenvolveu metodologia para seu cálculo e publica os dados, a partir de 1964, para 27 países e, a partir de 1994, para 58 países. Na esfera privada, *think tanks* como o *Peterson Institute for International Economics* seguem a mesma trilha.

de uma banda acertada entre seus governos. Os respectivos bancos centrais teriam o poder de intervir nos mercados cambiais com o objetivo de manter as taxas de câmbio dentro das bandas. Com a proeminência da China, ela precisaria ser inserida nestas zonas. O problema é a *impossível trindade*: movimentos livres de capital com estabilidade cambial e autonomia de política econômica. Portanto, qualquer compromisso internacional para as taxas de câmbio passaria, necessariamente, por regulação e controles dos fluxos de capital (Akyüz, 2010, p. 18-20).

A UNCTAD (ONU, 2009b) acompanha o diagnóstico da ONU (2009a), no que concerne à questão da liquidez internacional, mas enfatiza a necessidade de estabilização cambial. Sua proposta envolve o fortalecimento do papel do DES, de modo a reduzir a necessidade de manutenção de reservas como proteção contra a volatilidade dos mercados financeiros. Ela também vê benefícios em emissões de DES contracíclicas, a serem realizadas nos momentos em que o produto mundial esteja abaixo do potencial. Uma das abordagens seria permitir a todos os países, incondicionalmente, acesso aos recursos do fundo pelo montante necessário para estabilizar sua taxa de câmbio em um nível aceitável multilateralmente. Outro enfoque, já mencionado, seria permitir que o FMI adquirisse bônus dos bancos multilaterais de desenvolvimento, com recursos não utilizados de DES nele depositados; basicamente, de países industrializados. Com isso, seria possível um controle maior da paridade dos DES com relação a cada uma das moedas nacionais.

4.4 Reduzir as necessidades de reservas

Nos anos em curso, a tendência de os países em desenvolvimento fazerem *autosseguro*, sob a forma de acumulação de reservas internacionais, contribui para ampliar a insuficiência de demanda global. A acusação de ser injusto também é sustentada por esta tendência. O relatório da ONU (2009, p. 113) afirma que estes recursos são mantidos em moedas fortes, prioritariamente, o dólar. Em 2007, o fluxo de recursos dos países em desenvolvimento para as economias avançadas teria alcançado a cifra de US\$ 3,7 trilhões.

Akyüz (2010, p. 24-25) retoma essa crítica. Para ele, o sistema internacional de reservas é insustentável no longo prazo. O total das reservas internacionais atingiu US\$ 8,2 trilhões em 2009: US\$ 2,8 trilhões das economias avançadas e US\$ 5,4 trilhões das economias em desenvolvimento. Cerca de 65% delas continuam denominadas em dólares, contra 70% à época da flutuação do dólar em 1973. Tradicionalmente, as reservas deveriam equivaler a três meses de importações ou ao total da dívida de curto prazo. As reservas atuais dos países emergentes excedem a doze meses de importações. Metade delas decorreu de superávit em conta-corrente, principalmente da China e de países exportadores de petróleo, enquanto a outra metade foi formada com influxos de capital. O custo de manutenção destas reservas é da ordem de US\$ 130 bilhões anuais, que excede os dispêndios

que as economias avançadas realizam anualmente a título de assistência oficial ao desenvolvimento (AOD).¹⁴

Ocampo (2010, p. 3) também calcula o nível do autosseguro: em 2007, as reservas dos países de renda baixa e média foram, respectivamente, de 20,6% e de 16,2% do produto interno bruto (PIB). Na China, alcançaram 46,7% do PIB naquele ano. Este aumento das reservas é racional para um país isolado, mas gera uma falácia de composição em nível sistêmico, porque contribui para os desequilíbrios globais.

Em suma, é lógico que os países emergentes acumulem reservas, porque seus bancos centrais necessitam delas para intervir nos mercados de câmbio, de modo a prevenir choques comerciais e financeiros que estão na raiz das flutuações cambiais. O problema é a forma de acumulação destas reservas. Na falta de alternativas viáveis, em ambiente de desregulamentação, a compra de títulos da dívida americana revela um mercado cativo, que dá aos Estados Unidos o poder de pagar baixas taxas de juros, que o induzem a aumentar a dívida pública, mas também a dívida privada, e que estimula o surgimento de bolhas e o aumento da instabilidade financeira.

Uma alternativa interessante para as reservas seria a constituição de um *pool* regional, como a Iniciativa Chiang Mai na Ásia, em que China (36%), Japão (36%) e Coreia do Sul (18%) contribuem com 80% dos recursos aportados, contra 20% para os países menores da Ásia. Na América do Sul, pode-se especular acerca do fortalecimento do Fundo Latino-Americano de Reservas (Flar), nos termos propostos por Biancareli (2010, p. 28-29). O Flar tem boa avaliação de risco e gestão profissional dos recursos que administra, mas o capital pago (*paid-in*) por seus países-membros – Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela – é de, apenas, US\$ 1,8 bilhão. A entrada do Brasil no organismo não lhe traria benefícios diretos, mas propiciaria um aumento significativo do “escudo de proteção” às economias mais vulneráveis da região. Para Biancareli (2010, p. 28-29): “seria uma ação brasileira solidária e exatamente oposta ao padrão de resposta a momentos em dificuldade que tem prevalecido: a tentativa de diferenciação em relação aos vizinhos (que se provou infrutífera e deletéria ao próprio processo de integração)”.

Uma crítica comum a esses acordos é que eles não são efetivos em prover diversificação para proteção contra crises sistêmicas, porque os membros regionais são afetados adversamente ao mesmo tempo por serem positivamente correlacionados. Uma vantagem, porém, é que agem como um mecanismo de seguro mais poderoso que o autosseguro. Em casos assim, o FMI poderia fazer parte de uma rede de acordos regionais.

14. Em dólares constantes de 2008, a média anual de assistência oficial ao desenvolvimento (AOD), do período 2000 a 2009, foi de US\$ 109 bilhões (Silva, 2011a, p. 12).

Outra alternativa poderia ser a colocação de um teto (*cap*) para as reservas em troca de acesso a *swaps* ancorados na moeda do FMI. Há algumas dificuldades nestas operações, que poderiam contribuir para aprofundar a fragmentação dos países-membros ao criar diferentes categorias de acesso aos recursos do Fundo (Akyüz, 2010, p. 32-33). Isto, no entanto, já existe e reflete as disparidades de renda entre os países em desenvolvimento.

Os mecanismos para tratar da crise de dívida soberana na União Europeia também são importantes no momento em que cresce a possibilidade de insolvência de alguns países da periferia da zona do euro. Akyüz (2010, p. 35-36) faz a sugestão de criação de um Fundo Monetário Europeu “capaz de administrar uma quebra ordenada e de fazer uma reestruturação de dívida de governos da União Monetária Europeia”.

Após o advento da crise de 2008, diversos governos se viram obrigados a incorrer em grandes programas de auxílio aos sistemas financeiros domésticos em 2009. A partir de 2010, ao contrário, começaram a ocorrer os primeiros sinais de aumento na inflação mundial e, consequentemente, a aumentar a pressão por consolidação fiscal. O FMI, com direção menos conservadora, começou a mudar o rumo de suas pesquisas.

Por conta dessa inflexão, o fundo tem aconselhado os bancos centrais a abandonar a meta única (inflação), a ser combatida com um único instrumento – a taxa de juros – para a política monetária (Blanchard *et al.*, 2010). Ele já aceita a ideia de um período mais longo de convergência da inflação para as metas definidas e a adoção de uma visão macroprudencial, que inclui análise dos movimentos dos preços dos ativos, das expansões do crédito, do nível de endividamento e do aumento dos riscos sistêmicos. Também se mostra mais aberto à introdução de controles de capital, embora mantenha uma postura ambivalente, haja vista que as restrições sobre os fluxos de entrada de capitais só se justificariam se representassem uma resposta contracíclica temporária aos países com contas de capitais abertas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A história ensina que o capitalismo só mudou de moeda-reserva uma vez, na passagem da libra-ouro para o dólar-ouro, após duas guerras mundiais. Esta constatação reflete toda a complexidade na definição e implantação de um padrão monetário. Ela deixa claro que moeda é poder, não apenas econômico mas político e militar.

Outra constatação é que mudanças na moeda-referência não são automáticas: quando a libra-ouro foi suspensa, após a Primeira Guerra Mundial, ela não foi substituída simultaneamente pelo dólar-ouro, que só foi entronizado como moeda-referência em Bretton Woods em 1944. O período entre as duas guerras mundiais é um bom exemplo de descontinuidade, porque predominaram políticas do tipo

“empobrecer o seu vizinho” (*beggar thy neighbor*), de desvalorizações competitivas das taxas de câmbio e de políticas protecionistas.

Os desacordos monetários atuais estão longe da transição ocorrida na primeira metade do século XX. O dólar não é a moeda de um país em derrocada financeira, apesar de a economia americana – que já representou mais de metade do produto industrial do mundo e três quartos das reservas internacionais, ao final da Segunda Guerra Mundial – significar um pouco mais de uns 20% do PIB mundial. Mas, cerca de 20% do PIB era o peso do Império Britânico na época em que sua moeda era hegemonic.

O desconforto atual com o dólar é um reflexo tanto da mudança nas relações de poder na economia mundial, que envolve a transferência do eixo econômico do Atlântico para o Pacífico, quanto da crise financeira que começou no mercado hipotecário americano em 2007. Momentos de perda de valor do dólar já ocorreram no passado e se agravaram com sua flutuação a partir dos anos 1970. O diferencial atual com relação ao passado é que se tornou muito mais complexo aos países industrializados se sentarem em foros exclusivos e resolverem os seus problemas, em boa medida à custa do resto do mundo. Em que pese seu ainda expressivo poder econômico, o G7 está perdendo representatividade, e muitas decisões relevantes precisam passar pelo G20, que responde por mais de 80% do produto mundial.

O problema mais sério da passagem dos assuntos econômicos mundiais do G7 para o G20 é a diversidade de posições, que se tornou muito maior. Alguns países em desenvolvimento, em especial os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), contestam praticamente todas as estruturas institucionalizadas no pós-Segunda Guerra Mundial. E isto ocorre em um momento no qual é fundamental o exercício de cooperação internacional.

Não se trata, é óbvio, de atribuir responsabilidade aos países em desenvolvimento pela falta de coordenação de políticas macroeconômicas. Os maiores desajustes globais ocorrem entre as cinco maiores economias: Estados Unidos e, em menor escala, Reino Unido apresentam os maiores déficits em suas contas correntes; Alemanha, China e Japão, os maiores superávits. Qualquer tentativa de coordenação, como ocorreu em 2010 com a proposta americana de limitar déficits e superávits em conta-corrente a 4% do PIB, foi liminarmente descartada pelos três países superavitários.

Os desajustes também podem ser resumidos a três casos. Nessa chave, a expansão da moeda americana em US\$ 2,3 trilhões em duas etapas, a flexibilização quantitativa (*quantitative easing*), é mais uma iniciativa unilateral dos Estados Unidos com a finalidade de gerar emprego doméstico contra a destruição de emprego no exterior. A Alemanha “esconde” seu forte superávit no equilíbrio relativo que a zona do euro mantém na conta-corrente. A China manipula sua taxa de câmbio de modo que o renminbi não se valorize excessivamente com relação ao dólar.

Em resumo, a necessidade de enfrentar os desequilíbrios macroeconômicos mundiais ocorre em ambiente de fragmentação, em que os países industrializados mostram disparidades econômicas expressivas, agravadas pelas demandas de “recém-chegados” (*newcomers*), como os BRICS. As discussões no âmbito do G20 mostram que cooperação internacional só ocorre em momentos de crise aguda, quando a perspectiva de queda no abismo se apresenta como hipótese concreta. Foi o que ocorreu em Londres, em abril de 2009, quando as preocupações com a possibilidade de depressão econômica levaram os países integrantes do grupo a aprovar políticas macroeconômicas expansionistas em níveis sem precedentes, a usar políticas monetárias não convencionais e a definir prazos para redução dos desequilíbrios no poder de voto no FMI. Em 2010, ao contrário, o nervosismo monetário foi substituído por preocupação fiscal, e cada país ou grupo seguiu um caminho do tamanho de sua própria ortodoxia. Nenhuma outra medida relevante de cooperação ocorreu desde então. A crise na periferia da zona do euro pode indicar o momento de um novo esforço de coordenação.

Por tudo isso, talvez a abordagem mais realista dos problemas monetários esteja retratada no sistema multimonetário de caráter *inercial*. Um arranjo deste tipo já existe, como sempre existiu no passado, e continuará a ser dominado pelo dólar, que ainda conta com reservas de credibilidade suficientes para regular a ordem econômica mundial.

Por essa abordagem, todas as fraquezas atuais do dólar não conseguem ser resolvidas por seus rivais: o euro se debate com a fragilidade de sua própria periferia; o iene nunca conseguiu construir uma moeda internacional; o renminbi tem valor fortemente controlado pelo Estado e seu mercado de capitais ainda tem expressão pouco relevante. Por isso, nenhuma destas moedas apresenta condições de reverter as preferências monetárias, que são tradicionalmente resistentes a mudanças.

Além disso, os Estados Unidos parecem caminhar no sentido de alcançar novo patamar de equilíbrio para sua economia, com retração em seu déficit em conta-corrente, que atingiu o montante de US\$ 800 bilhões em 2006, mas que recuou para US\$ 470 bilhões em 2010. Os números do primeiro trimestre de 2011, relativamente a igual período de 2010, não mostram avanços nem retrocessos: na série ajustada sazonalmente, o déficit está praticamente inalterado em cerca de US\$ 120 bilhões. Isto é sinal de que as medidas do governo para retomada do crescimento econômico continuarão por mais algum tempo, o que levará a perdas adicionais de valor do dólar. Mesmo neste caso, a amplitude e profundidade de seus mercados financeiros provavelmente continuarão a fornecer liquidez imediata, o que não é encontrado em nenhum outro país ou grupo de países.

Por tudo isso, o sistema monetário do futuro próximo deverá continuar fragmentado, competitivo e com uma moeda-reserva instável. O não sistema monetário

prevalecerá ainda por um tempo e não superará nenhuma das deficiências que sempre mostrou desde Bretton Woods e que foram agravadas com a flutuação do dólar: ele permanecerá instável; com viés deflacionário, impondo um reajuste assimétrico aos países deficitários; e injusto pelo nível excessivo de reservas que impõe aos países em desenvolvimento. Como, porém, o sistema sempre mostra algum grau de flexibilidade, no futuro, ele poderá adaptar a composição dos DES para incorporar o renminbi, redefinindo o peso das principais economias e buscando diminuir as críticas que a China tem feito ao sistema monetário. Este passo fica na dependência de a China criar um mercado regional de dívida pública em renminbi para investidores estrangeiros, o que ela vem tentando desde 2004.

A abordagem *utópica*, por sua vez, envolve temas que nunca mostraram avanços desde que apareceram na agenda internacional. A criação de um banco global de reservas é o principal destes tópicos e remonta à Câmara de Compensação de Keynes em Bretton Woods. Ela é *utópica* porque, fundamentalmente, desconhece a relação de forças políticas e econômicas. Os Estados Unidos não aceitaram esta tese e por sua própria disposição foi criado o FMI, uma entidade à época sem capacidade de emissão de moeda. Como o fundo só consegue repassar os recursos aportados por seus países-membros, isto equivale a afirmar que o FMI nunca foi aparelhado para funcionar como emprestador de última instância. A partir dos anos 1990, inclusive, seus recursos caíram relativamente ao volume do comércio internacional. Os aportes para enfrentamento das crises financeiras que atingiram os países em desenvolvimento vieram do Tesouro americano e do BIS, preferencialmente.

Um tema que entra e sai da pauta é o envolvimento do setor privado na prevenção e solução das recorrentes crises financeiras. Em termos de prevenção, não houve avanço concreto. Nos anos 1990, muito se discutiu o papel do setor privado no escopo da nova arquitetura para o sistema financeiro internacional. Não se foi além de criar emissões de bônus com cláusulas de ação coletiva, que implicavam um acréscimo no custo das operações de modo a compensar a possibilidade de um pedido de alongamento dos prazos de pagamento. O governo brasileiro da época, ao lado da maioria dos países em desenvolvimento, não se interessou pelo instrumento. Em termos de solução, o setor privado só se torna efetivo em situações de estresse. No momento, a Alemanha vem tentando atraí-lo voluntariamente para o alongamento da dívida grega, introduzindo elementos do Plano Brady, de 1989, de renegociação da dívida dos países em desenvolvimento: troca de títulos de dívida com alongamento de prazos, abatimento de encargos e juros menores.

Outra forma de atração do setor privado seria por meio da criação de um mercado privado de DES. Não é certo que haja interesse dos investidores institucionais em participar deste mercado, uma vez que eles procuram manter o casamento de seus ativos e passivos. Em contrapartida, não se identifica outra instituição que possa criar um mercado

de taxas de câmbio em DES senão o FMI, que é o único capaz de ser o fornecedor global de liquidez. Para tanto, ele precisaria ser dotado do poder de emissão de uma moeda internacional sem ficar restrito à aprovação por 85% dos votos de seu conselho diretor, o que leva ao tema inicial da criação de um banco de reserva global.

Por último, a questão da criação de um imposto sobre fluxos financeiros internacionais. Novamente, houve grande resistência por parte da banca internacional. No princípio, a discussão de um Imposto Tobin estava mais restrita à necessidade de controlar os fluxos especulativos, e não a objetivos de caráter fiscal. Os impostos seriam recolhidos domesticamente e repassados ao FMI para ancorar suas operações voltadas ao enfrentamento de crises. Subsidiariamente, também se falava em transferir parte dos recursos para os bancos multilaterais de desenvolvimento.

Essa abordagem é que tem prevalecido, haja vista que cresceu muito o volume de negociações diárias nos mercados de câmbio. O objetivo de arrecadar recursos deixou de ser visto apenas como um limitador para as operações especulativas e como uma forma de capitalização do FMI para enfrentamento das recorrentes crises financeiras. Lembrando as dificuldades de alcançar o nível acertado de 0,7% do PNB para a assistência oficial ao desenvolvimento, um grupo relevante de cerca de setenta países e organizações internacionais vem se esforçando para criar impostos solidários voltados a objetivos globais. Os principais mecanismos de financiamento envolvem o uso de *swaps* de dívida para propósitos de desenvolvimento. Alternativas estão em andamento, mas, no momento, o assunto não tem recebido prioridade nas discussões do G20.

Se a virtude está no meio, deve-se dar ênfase às propostas *evolutivas*, que passem pelo fortalecimento do papel dos DES. O relatório que mais se aproxima da ideia de substituição do dólar é o elaborado por Stiglitz e Kregel para a ONU (2009a). A diferença básica entre as propostas de criação de um banco de reserva global e a da ONU está na constituição de uma alternativa intermediária, uma *conta de substituição*. Ao FMI seria dada permissão para trocar reservas internacionais por DES nesta conta. Como os detentores de reservas são, em geral, os países superavitários nas contas externas, o FMI poderia reciclar estes recursos para os países deficitários em crise. Ao contrário de discussões ocorridas na diretoria do FMI, nos anos 1970, esta proposta conta com apoios relevantes na atualidade, como é o caso da China.

Para superar as divergências que opõem monetaristas e keynesianos, Ocampo (2010, p. 4) defende que as propostas de emissões regulares e de emissões contrá-cíclicas podem ser conciliadas: as distribuições de DES seriam feitas regularmente, mas seriam retidas durante os períodos de expansão econômica e liberadas durante as crises. Uma alternativa seria combinar as alocações de DES com a capacidade de empréstimos do FMI. Os DES não usados seriam considerados depósitos ou empréstimos ao FMI e utilizados para operações com países em necessidade.

Outras críticas são dirigidas ao funcionamento do FMI e dão ênfase à necessidade de mudanças na supervisão e nas obrigações dos países-membros. No primeiro caso, a supervisão deveria deixar de ser bilateral e passar a ser multilateral, com foco no excesso de liquidez global e nas interações sistêmicas das políticas nacionais. No segundo caso, seria preciso enfrentar, entre outras, a questão cambial. Embora se reconheça como inviável uma volta ao sistema de taxas de câmbio reais, seria possível pensar em regimes de flutuação administrada de câmbio que envolvessem as principais moedas (*target zones*). Para a UNCTAD (ONU, 2009b), enquanto não se contar com um novo sistema cambial no plano multilateral, cada país deve impor restrições quantitativas à mobilidade de capitais.

Uma questão relevante da reforma monetária envolve a urgência de reduzir as reservas internacionais dos países em desenvolvimento. O sistema atual de reservas é insustentável no longo prazo pelos custos elevados que impõe. Inúmeras são as alternativas. Pode-se constituir um *pool* regional de reservas, como a Iniciativa Chiang Mai, na Ásia, ou ampliar o Flar, na América Latina. Pode-se colocar um teto para as reservas em troca de acesso a *swaps* ancorados nos DES. Pode-se estudar a criação de fundos monetários regionais: um Fundo Monetário Europeu já estava previsto nas discussões de constituição da União Europeia, um Fundo Monetário Asiático pode resultar do aprofundamento da Iniciativa Chiang Mai, assim como o Flar pode ganhar representatividade pela adesão dos maiores países da região.

Enfim, a natureza das instituições que conformam os sistemas monetário e financeiro internacionais é conservadora, inercial. Ela procura preservar o máximo de liberdade no domínio econômico, como o direito de entrada e saída dos fluxos financeiros e de flutuarem as taxas de câmbio. Eventuais desequilíbrios são vistos como imperfeições de mercado e devem ser combatidos por meio de autorregulação. Rompimentos com relação a esta lógica só ocorrem em momentos excepcionais da história, momentos de pânico. Foi o que ocorreu na crise financeira de 2008, com a falência do Lehman Brothers, e em 2009, na reunião do G20 em Londres, quando o “velho e bom” dinheiro público foi chamado a dar conta dos excessos cometidos pelos agentes do mercado. É o que está acontecendo na zona do euro, com um possível *default* grego, que pode contagiar a sua periferia e se alastrar pelo resto do mundo.

Nesses instantes agônicos, saem da gaveta propostas de caráter *utópico*, como a criação de instituições com poder de impor penalidades aos países mais poderosos do mundo ou o envolvimento do setor privado – bancos e investidores – na prevenção dos problemas por eles mesmos criados. Os governos envolvidos tentam com isto dar uma satisfação a seus eleitores, mas sempre acabam por se render à finança internacionalizada e socializam as perdas. Pragmatismo é o nome do jogo: muita inércia, alguma evolução, nenhuma utopia.

REFERÊNCIAS

- AKYÜZ, Y. **Why the IMF and the International Monetary System need more than cosmetic reform.** Geneva: South Centre, Nov. 2010. (Research Paper, n. 32).
- BARRO, R. J. O FMI não apaga incêndios. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A3, jul. 1998.
- BELLUZZO, L. G. M. O dólar e os desequilíbrios globais. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 25, n. 3 (99), p. 224-232, jul-set. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v25n3/a04v25n3.pdf>>.
- BIANCARELI, A. M. **O Brasil e a integração na América do Sul:** iniciativas para o financiamento externo de curto prazo. Rio de Janeiro: Ipea, mar. 2010. (Texto para Discussão, n. 1.589). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1.589.pdf>.
- BLANCHARD, O.; DELLARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy.** Washington, 1 Feb. 2010. (IMF Staff Position Note SPN/10/03).
- CAMDESSUS, M. *et al.* Reform of the international monetary system: a cooperative approach for the twenty first century. **Palais-Royal Initiative**, Feb. 2011. Disponível em: <http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf>.
- CALOMIRIS, C. W. The IMF's imprudent role as lender of last resort. **Cato journal**, Washington, v. 17, n. 3, p. 275-294, Mar. 1998. Disponível em: <<http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1998/1/cj17n3-5.pdf>>.
- CINTRA, M. A. M. A pretensão chinesa. **Revista retrato do Brasil**, São Paulo, n. 24, p. 30-32, jul. 2009.
- COHEN, B. J. Toward a leaderless currency system. In: HELLEINER, E.; KIRSHNER, J. (Eds.). **The future of the dollar.** New York: Cornell University Press, 2009a. Disponível em: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/pdfs/Leaderless_Currency.pdf>.
- _____. The future of reserve currencies. **Finance & development**, v. 46, n. 3, Sept. 2009b. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/pdf/cohen.pdf>>.
- EICHENGREEN, B. **Toward a new international financial architecture.** Washington: Institute for International Economics, Feb. 1999.
- _____. The dollar dilemma: the world's top currency faces competition. **Foreign affairs** 88, n. 5, p. 53-68, Sept.-Oct. 2009. Disponível em: <<http://www.foreignaffairs.com/articles/65241/barry-eichengreen/the-dollar-dilemma>>.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Report of technical group on the SDR/AID link and related proposals. *In:* Committee of Twenty. Committee on Reform of the International Monetary System and Related Issues. **International monetary reform:** documents of the Committee of Twenty. Washington: FMI, 1974a. p. 95-111.

_____. A substitution account: possible operational provisions with an illustrative scheme. Annex 7. *In:* COMMITTEE OF TWENTY. Committee on Reform of the International Monetary System and Related Issues. **International monetary reform:** documents of the Committee of Twenty. Washington: FMI, 1974b. p. 41.

_____. **Communiqué of the Interim Committee of the board of governors of the International Monetary Fund.** Washington, : IMF, Oct. 4, 1998. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/cm/1998/100498.htm>>.

_____. **IMF resources and the G-20 summit.** Washington: Sept. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrfaqs.htm>>.

_____. **Factsheet:** special drawing rights (SDRs). Washington: FMI, Aug. 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdr.pdf>>.

KENNEDY, P. **The dollar's fate.** International Herald Tribune, Aug. 2009.

KREGEL, J. **Some simple observations on the reform of the international monetary system.** Washington: The Levy Economics Institute of Bard College, June 2009. (Policy Note, n. 8). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_09_08.pdf>.

_____. **An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies.** Washington: Levy Economics Institute of Bard College, Oct. 2010. (Public Policy Brief, n. 116). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_116.pdf>.

LAGO, I. M.; DUTTAGUPTA, R.; GOYAL, R. **The debate on the international monetary system.** Nov. 2009. (IMF Staff Position Note). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0926.pdf>>.

MANN, C. L. **An international lender of last resort and the international financial markets.** Canada: The Senate Committee on Foreign Affairs, Apr. 1998. Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/testimony/print.cfm?ResearchId=311&doc=pub>>.

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.

OCAMPO, J. A. **Why should the global reserve system be reformed.** New York: Friedrich Ebert Stiftung, Jan. 2010. (FES Briefing Paper, n. 1). Disponível em: <<http://library.fes.de/pdf-files/iez/global/06952.pdf>>.

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Recommendations by the commission of experts of the president of the general assembly on reforms of the international monetary and financial system.** New York: Sept. 2009a. Disponível em: <<http://www.un.org/ga/president/63/letters/recommendationExperts200309.pdf>>.

_____. Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento. **Trade and development report 2009.** New York; Geneva: UNCTAD, 2009b.

SCHUTTE, G. R. Evolução do debate sobre a taxação de fluxos financeiros. In: **Globalização para todos:** taxação solidária sobre os fluxos financeiros internacionais. Brasília: Ipea, 2010. p. 23-39. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/100610_livro_globalizaoparatodos.pdf>.

SILVA, L. A. S. **A proposta de reforma do sistema monetário internacional:** perspectivas desde o Brasil. São Paulo: IEEI/UNESP, jun. 2010. (Ensaio, n. 5). Disponível em: <<http://www.ieei-unesp.com.br/portal/wp-content/uploads/2011/02/ENSAIO-DO-IEEI-5.pdf>>.

_____. **Financiamento dos países de menor desenvolvimento relativo:** o papel dos bancos multilaterais de desenvolvimento (BMD). Ipea, abr. 2011a. (Projeto Arquitetura Financeira Internacional).

_____. **O desequilíbrio monetário internacional e seus impactos nos países em desenvolvimento.** PNDP/Ipea, abr. 2011b.

SPAHN, P. B. **International financial flows and transactions taxes:** survey and options. FMI, June 1995. (IMF Working Paper, n. 95/60).

XIAOCHUAN, Z. **Reform the international monetary system.** The People's Bank of China, Aug. 2009.

WILLIAMSON, J. **The case for regular SDR issues:** fixing inconsistency in balance-of-payments targets. VOX Research-based policy analysis and commentary from leading economists, Oct. 2009.

WOLF, M. O último recurso. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A3, out. 1998.

CAPÍTULO 6

O DESENVOLVIMENTO DE ZONAS MONETÁRIAS REGIONAIS*

Luiz Afonso Simoens da Silva**

1 INTRODUÇÃO

A economia global está numa fase de grandes transformações, no rumo de uma administração multipolar, que coloca em xeque as estruturas usuais de poder econômico e político. Estudo do Banco Mundial (World Bank, 2011, p. 1) destaca que as sementes de mudança foram plantadas nos anos 1990, quando as economias emergentes aceleraram o ritmo de crescimento e se tornaram forças relevantes na produção, comércio e finanças. Alguns exemplos: sua quota no comércio exterior saltou de 30%, em 1995, para uma estimativa de 45%, em 2010; mais de um terço do investimento direto estrangeiro (IDE) dirigido aos países em desenvolvimento foi gerado em outros países em desenvolvimento; e estes países responderam por dois terços das reservas internacionais, invertendo a tendência histórica que atribuía esta mesma parcela às economias avançadas.

O documento do Banco Mundial (World Bank, 2011, p. 2) teve por objetivo perscrutar os horizontes de desenvolvimento global para o período 2011-2025, em que as economias emergentes continuarão a aumentar sua influência na economia e na hierarquia política. Seu foco na multipolaridade impõe uma reavaliação dos três pilares em que o enfoque convencional da governança econômica mundial se baseia. O primeiro trata da relação entre concentração de poder econômico e estabilidade: de que forma esta relação será afetada tendo-se em conta que, em 2025, o crescimento econômico será gerado predominantemente nas economias emergentes? O segundo é a mudança no eixo Norte-Sul dos fluxos de capital, à luz da convergência do peso econômico entre emergentes e desenvolvidos, que implicará maior dispersão na riqueza global e levará a posse de ativos a tomar o caminho dos países emergentes. O terceiro, que importa para o texto que aqui se desenvolve, é a centralidade do dólar no sistema monetário global.

* Trabalho elaborado com informações disponíveis até agosto de 2011.

** Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP), mestre em finanças pela Fundação Getulio Vargas (São Paulo), professor e pesquisador do Instituto de Estudos de Economia Internacional (Iiei) da Universidade Estadual Paulista (UNESP), membro do Grupo de Conjuntura Internacional (GACINT) da Universidade de São Paulo (USP) e bolsista do Programa Nacional de Pesquisa em Desenvolvimento (PNPD) do Ipea.

Tudo indica que o dólar ainda deverá continuar no centro do sistema, menos por seus méritos e mais pelos aspectos iniciais envolvidos nas transações monetárias e financeiras e pelas fragilidades de seus principais competidores. O euro, uma moeda internacional, tem sido apontado como a alternativa mais provável para o dólar, desde que foi criado, em 2002. Porém, as turbulências na sua região arrefeceram o entusiasmo de seus defensores. O renminbi, que não é moeda internacional, enfrenta a contradição de ser a moeda do maior exportador mundial e de país que detém as maiores reservas internacionais, mas efetua suas transações públicas e privadas em moedas estrangeiras (World Bank, 2011, p. 7).

Enquanto foros oficiais e instituições multilaterais discutem propostas de reforma financeira e monetária que deem conta da complexidade das novas relações internacionais, inúmeros movimentos regionais públicos e privados estão em andamento. Eles antecedem a crise deflagrada em junho de 2007, que afetou o sistema imobiliário americano e se espalhou para os mercados reais e para o sistema financeiro internacional. Pode-se colocar um marco nestes movimentos na segunda metade dos anos 1990, com a ocorrência da crise asiática e com o consequente papel exercido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Naquele momento, a histórica subordinação do FMI aos interesses dos países avançados tomou um vulto tão agressivo que deixou marca indelével em países como a Coreia do Sul, a Tailândia e a Indonésia, vistos consensualmente como tendo atitudes responsáveis em termos de consolidação fiscal.

A crise asiática deixou clara a mudança que ocorria na natureza das crises que recorrentemente afetam os países: sua essência não mais se explicava somente por desequilíbrios na conta-corrente, mas por fluxos especulativos na conta de capital do balanço de pagamentos. Críticos como Akyüz (2010, p. 30-31) entendem que o FMI deveria ter uma abordagem preventiva e não fazer uma administração das crises, como efetivamente ocorreu. Os empréstimos deveriam ser somente para desequilíbrios em conta-corrente de países deficitários, porque a criação de instrumentos para superação de desequilíbrios na conta de capital só serviu para defender o interesse dos credores privados, investidores e bancos das economias em crise.

No final dos anos 1990, com a crise superada e com o aumento da importância da China para a economia mundial, a insatisfação com os rumos da governança global começou a tomar forma. Os países da Ásia consideraram a hipótese de abandonar o sistema monetário internacional. Os países do G8, temerosos da fragmentação do sistema, favoreceram o surgimento do G20, constituído em 1999 como forma de atrair os maiores países emergentes e envolvê-los no resgate da credibilidade do FMI, que parecia estar se transformando em uma instituição anacrônica (Carvalho, 2012, p. 4-6).

O agravamento da crise internacional em 2008 foi funcional para a transformação do G20 num foro efetivo de discussão e encaminhamento de propostas para o FMI, que se habilitou a ser seu braço operacional. Estas questões envolviam tanto a instabilidade do sistema financeiro internacional, os desequilíbrios cambiais e seus impactos no exercício das políticas monetárias domésticas, quanto os movimentos estruturais que redirecionaram o comércio mundial. É dentro deste pano de fundo que devem ser pensadas as iniciativas de criação ou aprofundamento de zonas monetárias regionais, que estão no centro das preocupações deste trabalho.

A crise que se abateu sobre alguns países da periferia da zona do euro, por exemplo, só muito recentemente permitiu um consenso entre defensores da disciplina macroeconômica e partidários da necessidade de se criarem instrumentos financeiros de suporte aos países fragilizados, como a instituição de um Fundo Monetário Europeu. O Fundo Europeu de Estabilização Financeira (em inglês, European Financial Stability Facility – EFSF), constituído em 2010 e aprofundado em 2011, caminha nesta direção. A Ásia, mais particularmente a China, também mostrou avanços nesta esfera, no âmbito da Iniciativa Chiang Mai, quando criou um fundo financeiro regional de apoio aos países da região, que pode ser visto como um embrião de um Fundo Monetário Asiático ou da criação de uma moeda regional.

Tendo em conta essas tendências financeiras e comerciais, este estudo busca analisar alguns temas de interesse para o Brasil a partir da mais ampla experiência de zona monetária, a zona do euro, e das iniciativas asiáticas, em especial a chinesa. Esta pode ensinar, talvez, o que não se deve fazer, uma vez que sua crise atual é uma consequência de seus “pecados de nascimento”, que incluem a falta de instrumentos financeiros próprios para atendimento aos países da região. Por seu porte e pela dinâmica acelerada de sua economia, ao contrário, a China tem avançado na busca de institucionalização de uma série de quesitos para transformar o renminbi em moeda conversível. Sua estratégia de *internacionalização administrada* envolve o desenvolvimento de um mercado de capitais amplo, tentativas de criar uma praça financeira internacional, geração de fundos financeiros regionais com outros parceiros da região e práticas inovadoras para incrementar o papel de sua moeda no comércio internacional. Algo desta estratégia pode contribuir para orientar a política brasileira de relações econômicas com o exterior.

2 OS IMPASSES NA ZONA DO EURO

Assim como a maioria dos analistas que propõem mudanças no sistema monetário internacional, Aglietta (2010a, p. 8-12) também defende a criação de um sistema monetário policêntrico, em que coexistam grandes regiões de

cooperação monetária.¹ Para o economista, o Consenso de Washington promoveu uma integração financeira sistemática a partir dos anos 1980, com a prevalência de fluxos livres de capital e taxas flutuantes de câmbio, mas políticas monetárias nacionais foram reafirmadas na eclosão da crise asiática em 1997. Nesta configuração conflitante comumente referida como “impossível trindade”, a crise se manifestou por meio da perda da estabilidade financeira. A ruptura se apresentou de diversas formas: de um lado, traduziu-se por uma explosão caótica da volatilidade das taxas de câmbio *vis-à-vis* o dólar e, de outro, por desequilíbrios derivados da acumulação de reservas, após as intervenções dos bancos centrais para limitar a volatilidade.

As mudanças propostas para uma transição rumo a um mundo multidivisas buscam torná-lo menos sujeito a desequilíbrios financeiros, mas devem aumentar a instabilidade das taxas de câmbio entre as principais moedas, que serão em maior número. Neste ponto, Aglietta (2010b) diverge de outros analistas que acreditam ser possível estabilizar as taxas de câmbio, visto que, para ele, o sistema continuará sujeito a desordens estruturais, porque combina amplas variações entre as moedas flutuantes e desequilíbrios de pagamentos entre os países. É de se esperar, portanto, que a transição para um novo sistema monetário não seja tranquila, porque sua gestão se tornará um problema de governança mundial, que só poderá ser enfrentado em termos geopolíticos.

Um compromisso dessa ordem só pode ser levado adiante por um número reduzido de parceiros, de forma que a cooperação monetária regional seja a precondição para o surgimento do novo sistema. Pode-se, portanto, pensar que crescerá o movimento a favor da constituição de zonas de cooperação monetária regionais. Os Estados Unidos, a zona do euro e a China serão os principais parceiros para gerir as relações monetárias entre as três grandes zonas econômicas mundiais.

A missão do FMI de prevenir os desequilíbrios macroeconômicos mundiais e de supervisionar os fatores de instabilidade financeira pode ser melhorada com um maior apoio dado pelos países emergentes. A recente reforma de mudança no poder de voto da instituição foi nessa linha. Na visão de Aglietta (2010b, p. 3), a Europa é o parceiro mais frágil do sistema atual, porque a zona do euro não tem a representação política de sua moeda. Nenhum dirigente político pode falar pelo euro, o que torna a representação europeia no FMI um caso surrealista: há grande poder de voto, como herança da distribuição histórica, mas a “segunda moeda

1. A partir daí, ele propõe reformar o Fundo Monetário Internacional (FMI), de modo a transformá-lo em emprestador de última instância. No rol de suas sugestões encontram-se: a necessidade de promover o uso dos direitos especiais de saque (DES) como instrumento último de reserva; a determinação de regras para sua emissão, de modo a evitar a acumulação de reservas de precaução em dólares pelos países onde as moedas são fragilmente conversíveis; e a criação de uma *conta de substituição* no FMI, a fim de permitir que os países com excesso de reservas possam diversificá-las sem recorrer aos mercados cambiais, evitando as fortes variações que perturbam as taxas de câmbio. Uma discussão destes tópicos foi feita por Silva (2011b).

do mundo não tem um porta-voz. Por consequência, o euro não possui todos os atributos de uma moeda internacional”.

Ninguém falava em nome do euro, embora a Europa tivesse cerca de 30% do poder de voto antes da última reforma. Uma redistribuição de quotas a favor dos países emergentes deveria ter como contrapartida uma queda para cerca de 20% da União Europeia, mas com uma fusão de direitos de voto de todos os países-membros da zona do euro que criasse uma autoridade política com força para representar o euro. Na prática, porém, a redistribuição de quotas implicou uma perda de mais de 6% do poder de votos dos países com excessiva representação no FMI para os países em desenvolvimento, mas não foi criada uma autoridade que representasse o euro (Aglietta, 2010b).

As profundas divergências explicitadas por Aglietta (2010b), que impuseram perda de representatividade à Europa na esfera multilateral, não fazem mais que refletir as dificuldades de construção do euro.

Até a aprovação do Tratado de Maastricht, em 1992, as discussões passaram por etapas e por visões conflitantes expressas nos relatórios Werner (1969) e Delors (1989). Em Maastricht, foram definidos prazos para remoção de controles de capital e para convergência de políticas macroeconômicas nacionais, em especial quanto às flutuações cambiais, taxas de inflação e de juros, déficit e dívida pública. Alcançadas as metas, chegou-se à União Monetária, com a introdução do euro em janeiro de 2002.

Na esfera financeira, não se atingiram os mesmos consensos, mantendo-se divergências entre a visão francesa, que defendeu a existência de linhas de crédito ilimitadas aos países da região que entrassem em crise, e a visão alemã, que se manteve firme na defesa de disciplina fiscal e contrária a esquemas de resgate automático. A posição alemã prevaleceu e não se desenvolveu uma instituição financeira, um Fundo Monetário Europeu, para dar suporte aos países de sua periferia e a seus sistemas financeiros. Apesar disso, Fiori (2010, p. 1-2) afirma que, até 2008, havia uma certeza nos mercados privados de que o Banco Central Europeu (BCE) e a Alemanha cobririam todas as dívidas emitidas pelos países da zona do euro, hoje em número de dezessete. A União Monetária foi alcançada sob a égide, entre outras, desta regra informal, apesar de o euro ser emitido por um banco central que não pertence a nenhum país. Como consequência, a estabilidade de longo prazo não ficou garantida, porque não houve uma consolidação fiscal e não se desenvolveu uma instituição financeira para momentos de crise. Por conta das tendências deflacionistas das políticas definidas em Maastricht, o crescimento econômico não se acelerou, atingindo mais fortemente os países e regiões mais pobres.

Após o colapso financeiro de 2008, a falta de institucionalidade do sistema foi escancarada: a Alemanha mudou a regra aceita até então, atribuindo a cada país a responsabilidade por seus próprios bancos e pela cobertura de suas dívidas soberanas. A mobilização de recursos para combate a crises ficou sujeita à aprovação dos governos da zona do euro, porque o BCE atuava como emprestador de última instância dos bancos centrais europeus, mas não podia fazer o mesmo para os países-membros (Fields e Vernengo, 2011, p. 10).² A consequência imediata foi a inadimplência de inúmeros países da Europa Central e do Leste. Os empréstimos do FMI para estes países não fizeram mais que, novamente, mascarar a situação de insolvência que começava a se espalhar.

O enfraquecimento da periferia da zona do euro decorre da perda de competitividade para a Ásia, especialmente a China, há mais de dez anos. Isto se deve ao fato de que suas exportações adicionam baixo valor e requerem uso intensivo de mão de obra. No período entre 2002-2008, em que o euro se valorizou muito, os salários cresceram mais rápido que a produtividade e, por isto, os custos de produção aumentaram significativamente. Esta perda de competitividade levou à deterioração da conta-corrente e à desaceleração do crescimento.

Também houve perda de competitividade da periferia para a Alemanha, que tem sido a maior beneficiária das relações internas à zona do euro. Dados da Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD, 2009, p. 56 e 68) mostram que entre 63% e 64% das exportações da Alemanha são destinadas a seus parceiros da União Europeia, sendo de mais de 80% a participação de bens manufaturados. As importações provenientes de seus parceiros da União Europeia também superaram os 60%, sendo de 65% a 70% a participação dos produtos manufaturados. Entre 1995-2008, as exportações alemãs intrazona cresceram a uma taxa superior à taxa de crescimento das importações. Como consequência, seu saldo comercial com os parceiros internos cresceu de US\$ 50 bilhões no primeiro ano deste período para US\$ 156 bilhões no último.

Iniciada a crise, a demora em coordenar programas de auxílio à Grécia, agravada pelas posteriores crises irlandesa e portuguesa, colocou em risco a própria existência do euro, porque evidenciou a fragilidade de uma união entre países que abriram mão de suas autonomias monetárias e cambiais e mantiveram autonomia fiscal.

Revendo os passos da crise grega, é possível admitir que tenha havido demora inicial na criação de mecanismos de ajuda financeira. Depois de todo um primeiro semestre de perda de valor dos títulos da dívida grega, somente em 7 de junho de 2010, foi criado o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF).

2. O Acordo de Maastricht proíbe que o BCE financie déficits públicos dos países-membros (Artigo 21.1 do estatuto do BCE).

O pacote financeiro aprovado no mesmo mês atingiu € 750 bilhões, cabendo ao EFSF o montante de € 440 bilhões, a ser disponibilizado, por um período limitado de tempo, sob a forma de empréstimos aos países da região que dele necessitassem, mediante o cumprimento de condicionalidades relativas à disciplina orçamentária e a linhas de conduta em política econômica. Tais empréstimos se fariam sob a forma de emissão ou lançamento de bônus, notas, notas promissórias, títulos de dívida ou outros arranjos financeiros, em associação com o FMI (EFSF, 2010, p. 1-2).

A tabela 1 mostra o irrealismo das condições macroeconômicas impostas à Grécia pelo acordo assinado com o FMI (*stand-by agreement*) em maio de 2010, o que ficou claro na terceira revisão do acordo, efetuada em 16 de março de 2011. Todos os indicadores macroeconômicos da Grécia revelaram um desempenho abaixo do esperado, no período de menos de um ano entre o documento original e sua última revisão. Em 2010 e nas perspectivas para 2011, a queda esperada para o produto interno bruto (PIB) aumentou, o investimento caiu significativamente, a taxa de desemprego cresceu, assim como a dívida, o déficit público e o déficit em conta-corrente. Acrescente-se ao quadro o fato de a Grécia apresentar, historicamente, déficit primário, que exclui o pagamento de juros. As perspectivas de sua inversão para irrisório superávit primário, em 2011-2012, eram irrelevantes e pouco confiáveis, para dizer o mínimo.

TABELA 1
Indicadores selecionados da Grécia (2005 – 2012)

		Média 2005-2008	2009	2010	2010	2011	2011	2012	2012
				Programa original ¹	Revisão ²	Programa original ¹	Revisão ²	Progra- mação original ¹	Revisão ²
PIB nominal	€ bilhões	225 (média 2006-2008)	235	231	229	224	226	228	nd
Taxa de crescimento real	% ao ano	3,0	-2,0	-4,0	-4,2	-2,6	-3,0	1,1	1,1
Inflação (CPI médio)	% ao ano	3,5	1,3	1,9	4,7	-0,4	nd	1,2	nd
Investimento (FBCF)	% ao ano	nd	-11,4	-11,4	-17,4	-11,8	-7,5	0,8	nd
Taxa de desemprego	%	8,3 (média 2006-2008)	9,4	11,8	12,4	14,6	14,8	14,8	nd
Crescimento da renda <i>per capita</i>	% ao ano	nd	-2,2	-4,2	nd	-2,7	nd	1,0	nd
Dívida governo central	% do PIB	108,3	127,0	133	143	145	153	149	159
Déficit público (emprestimo público governamental)	% do PIB	7,0	15,6	8,1	9,6	7,6	7,5	6,5	6,5
Resultado primário	% do PIB	-3,2 (2008)	-10,1	-2,4	-3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
Déficit em conta-corrente	% do PIB	12,0	11,0	8,4	10,5	7,1	8,2	5,6	7,2
Rendimento dos bônus de dez anos ³	pontos-base	nd	nd	250	550	200	525	150	350

(Continua)

(Continuação)

		Média 2005-2008	2009	2010 Programa original ¹	2010 Revisão ²	2011 Programa original ¹	2011 Revisão ²	2012 Progra- mação original ¹	2012 Revisão ²
Taxa média de juros sobre nova dívida-mercado	%	nd	nd	5,0	7,4	5,3	7,1	5,4	5,6
Idem (inclui empréstimo UE e FMI)	%	nd	nd	3,8	4,5	4,8	5,0	5,6	5,6

Fonte: Estatísticas da OCDE e FMI (IMF Stand-by Arrangement – SBA original de 10 maio 2010 e terceira revisão do SBA, de 16 mar. 2011).

Elaboração do autor.

Notas: ¹ Metas do programa original do FMI, em 2010.

² Revisão do FMI, em março de 2011.

³ Spread entre bônus da Alemanha e da Grécia (projeções do FMI). Em 2011, o mercado está cobrando 1.460 pontos-base de spread.

Obs.: nd = não disponível.

A tabela 2 explicita a necessidade de financiamento externo da Grécia. Entre 2011-2015, por exemplo, as amortizações de créditos de curto prazo são superiores a 70%, e as de médio e longo prazo variam na faixa de 16% a 23%. A maior parte desta dívida encontrava-se no EFSF, no Banco da Grécia e nos bancos privados. Era elevada a exposição dos bancos franceses e alemães, o que levou as agências de classificação de risco a rebaixar a Grécia e o crédito de vários grandes bancos europeus. O valor máximo da participação do programa de financiamento (23%), constituído pela União Europeia e FMI, deveria acontecer em 2011, caindo para zero até 2013.

TABELA 2

Necessidade de financiamento externo da Grécia (2009 – 2015)
(Em % do total)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Necessidades	100	100	100	100	100	100	100
Déficit em conta-corrente	16	13	9	8	8	6	4
Amortizações de médio e longo prazos	17	13	16	20	18	23	21
Amortizações de curto prazo	68	74	75	72	74	72	75
Fontes	100	100	100	100	100	100	100
Novos empréstimos e rolagem de dívida	115	85	74	94	104	106	103
Empréstimos de médio e longo prazos	35	2	5	18	18	14	11
Setor público	24	-2	0	13	14	13	10
Bancos	5	3	4	5	3	1	0
Empréstimos de curto prazo ²	80	84	69	75	86	92	93

(Continua)

(Continuação)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Setor público e Banco da Grécia (BoG)	34	52	46	36	27	13	5
Bancos	46	32	23	39	59	79	88
Outras ¹	-15	-3	3	-6	-8	-6	-3
Programa de financiamento	-	17	23	12	4	0	0
União Europeia	-	12	18	9	3	0	0
FMI	-	6	5	3	1	0	0
Memo: uso e fontes em € bilhões	166,2	180,5	201,8	193,2	197,0	236,7	291,1

Fonte: Terceira Revisão do Stand-by Arrangement (SBA) do FMI, de 16 mar. 2011 (p. 51).

Nota: ¹ Inclui conta de capital líquido, IDE líquido, participações líquidas e *drawdown* (o necessário para zerar uma perda em ativos).

Obs.: (-) = aumento.

Em meados de 2011, a Grécia voltou a entrar em estado de crise aguda e ficou mais perto de uma reestruturação do estoque de sua dívida. O *spread* pago pelos títulos gregos sobre os bônus alemães de dez anos atingiu cerca de 1.460 pontos. Os investidores se retraíram e o BCE ameaçou não mais aceitar títulos da dívida grega como garantia caso a questão fosse tratada como falta de pagamento (*default*), o que deixaria os bancos em situação de iliquidez.

A Grécia estava insolvente, e a zona do euro resistia a dar uma solução definitiva ao problema. Esta solução deveria passar por programa que permitisse ao país alongar os prazos de pagamento e, como precondição, voltar ao crescimento econômico, aos investimentos e ao emprego, ainda que tivesse de cumprir compromissos fiscais realistas. A melhoria das contas públicas daí decorrente abriria espaço à geração de superávit primário capaz de ajudar, no longo prazo, a reduzir os encargos da dívida sem estressar a área social. Não era isso que parecia acontecer. O novo programa de austeridade passava pela imposição de crescentes cortes nos gastos públicos, mais aumentos de impostos e ampla privatização. Os impactos políticos e sociais de uma decisão desta natureza seriam enormes.

A urgência em encontrar uma solução acelerou a tomada de decisões. Em 11 de julho de 2011, o mecanismo de estabilização financeira assumiu um caráter permanente. Com a assinatura de um tratado, ainda sujeito a procedimentos nacionais de ratificação, o EFSF será substituído pelo Mecanismo de Estabilidade Europeia (em inglês, European Stability Mechanism – ESM), a partir de 1º de julho de 2013. O volume máximo de empréstimos do ESM, após a exaustão dos recursos do EFSF, foi estabelecido em € 500 bilhões. No ESM está explicitado que a cooperação com o FMI se fará de forma muito próxima. “Em todas as circunstâncias, a participação ativa do FMI será buscada, tanto no âmbito técnico quanto no financeiro. Um Estado-membro da zona do euro que requeira

assistência financeira do ESM deverá encaminhar um pedido similar ao FMI” (ESM, 2011, p. 3-4).³

A reunião de cúpula de Bruxelas, de 21 de julho de 2011, reafirmou a inflexão nas negociações. Nela, os líderes europeus aprovaram um pacote de socorro financeiro para a Grécia da ordem de € 159 bilhões: 69% por meio de empréstimos da União Europeia, do FMI e privatizações, 8% por meio de compra de títulos privados pela União Europeia e 23% de renegociação de dívida com os bancos privados. A cúpula também prorrogou, por no mínimo quinze anos, o vencimento dos empréstimos da Grécia, Irlanda e Portugal, reduziu as taxas de juros de 4,5% para 3,5% para aliviar o serviço de suas dívidas e envolveu o setor privado na solução do problema.

O periódico alemão *Der Spiegel*, em 1º de agosto de 2011, afirma que França e Alemanha conseguiram fazer aprovar pontos importantes de suas propostas originais. A França conseguiu aproximar a zona do euro de contar com um Fundo Monetário Europeu: o EFSF (no futuro, o ESM) passa a ter autoridade para intervir nos mercados de títulos para estabilizar o euro. Eles serão capazes de usar seus recursos para proteger os sistemas bancários em risco de colapso e de comprar os títulos dos países problemáticos. A Alemanha, que a isso se opunha, conseguiu impor maior consolidação e centralização das competências nacionais em termos de políticas fiscais e aprovar a participação de investidores privados nos custos do resgate.

Neste caso, foi desenvolvido um programa de recompra financiado pelo EFSF em que o setor privado poderá vender seus títulos por preços mais baixos que o valor de face. Estima-se que, até 2014, os investidores contribuirão com € 12,6 bilhões sob este canal, mas sua participação total no pacote de resgate pode chegar a € 50 bilhões, devido à extensão de prazo de pagamento dos títulos que estão vencendo agora por até trinta anos. As autoridades econômicas pressupõem que 90% dos investidores privados participarão da reestruturação voluntária da dívida, o que pode levar sua contribuição para um total de € 106 bilhões, até 2019. Isto, se ocorrer, pode trazer o nível da dívida pública grega, hoje em 160% do PIB, para o patamar de 110% do PIB até aquela data.

Uma vez mais, em 21 de julho, os líderes da zona do euro proclamaram que aquilo que era anteriormente impensável na verdade havia se tornado necessário. Abandonaram a farsa de que a Grécia estava solvente; admitiram que taxas de juros excessivas só agravariam o problema; concordaram em conceder novos empréstimos e com prazos mais longos; determinaram que os credores privados terão de arcar com parte do prejuízo; garantiram que mesmo que a classificação dos títulos do governo grego

3. Em tese, essa é uma forma de socializar para o mundo “metade” da crise europeia. Dito de outra forma, o vínculo entre os dois fundos pressupõe uma disponibilidade dobrada de recursos.

passe a ser a de inadimplência seletiva, os bancos do país não perderiam seu acesso à liquidez; e reconheceram a necessidade de apoiar o crescimento econômico. [...] As decisões de julho [de 2011] foram amplas o suficiente para que todos os envolvidos possam alegar sucesso. Mas os participantes terão de explicar por que os limites antes intransponíveis tiveram de ser transpostos (Pisani-Ferry, 2011).

No momento, os mercados parecem duvidar desse quadro e apontam seus binóculos para Espanha e Itália, cujos títulos já pagam juros de mais de 6% ao ano. O limite de 7% ao ano pago pela Grécia no início de sua derrocada assusta pela proximidade das taxas. Os especuladores parecem apostar na incapacidade de os governos da região manterem sólido apoio financeiro permanente, por meio do EFSF/ESM, depois de terem deteriorado suas posições fiscais na primeira fase da crise, em 2009. Além disso, uma coisa é uma crise na Grécia, Irlanda e Portugal, cujos PIBs não alcançam, na média dos exercícios de 2003-2010, 7% do total da zona do euro; outra bem diferente é a crise se espalhar para o terceiro maior país da região, a Itália, e para o quarto, a Espanha. No total destes cinco países, a média do mesmo período é de 37% do PIB da zona do euro. Ou seja, mais do que se importar com a sustentabilidade dos mecanismos de apoio financeiro no longo prazo, os especuladores internacionais acreditam que os níveis disponíveis para empréstimos já estão defasados. Suas apostas contra Itália e Espanha se sustentam na percepção de que novos aumentos de recursos do EFSF para algo em torno de € 800 bilhões pode ocorrer, apenas, quando for tarde demais.⁴

Talvez se possa afirmar que este é um caso singular em que a primeira região a criar uma zona monetária fosse também a que primeiro mostrou seus limites, definidos por sua dificuldade de enfrentar as disparidades econômicas entre as nações centrais e periféricas. Antes que os avanços do mês de julho de 2011 fossem aprovados, o euro não se mostrava um desafio crível ao dólar. Segundo Fields e Vernengo (2011, p. 14), em vez de tentar o retorno ao crescimento, como os Estados Unidos fazem com a controvertida política de *relaxamento quantitativo*, a União Europeia forçou uma significativa contração fiscal, impondo pacotes equivalentes àqueles que o FMI sempre impôs aos países em desenvolvimento. Ela também se recusou a renegociar as dívidas intrazona, o que é comum em entidades subnacionais dentro de unidades federadas. Se um *default* na dívida americana é impensável, apesar dos esforços em contrário do Tea Party, uma falta de pagamento nos bônus denominados em euro pareceu possível.

A miopia monetarista regional acabou por respingar na própria esfera multilateral: a zona do euro vem perdendo poder relativo na governança global e ainda

4. A Standard & Poor's rebaixou a classificação dos títulos da dívida americana de AAA para AA+. Isto deu fôlego a que os especuladores internacionais começassem a atacar a posição dos títulos franceses, segunda maior economia da zona do euro, com PIB médio de cerca de 20% da região, também classificados como AAA. O comportamento de manada dos mercados flerta com o impensável.

não definiu um responsável pela representatividade de sua moeda. Com isto, o euro se afastou da promessa de vir a ser uma moeda concorrente ao dólar, como muitos analistas vislumbraram. Para reverter este processo, a luta por reconquista de credibilidade terá de passar por aprofundamento da unificação política, o que implicará limitar mais ainda a autonomia fiscal. Em contrapartida, o BCE terá de deixar claro aos mercados que comprará papéis de governos de países sob ataque especulativo, como já está fazendo. Além disso, a criação de um Fundo Monetário Europeu com recursos fiscais, quer chame-se ele de EFSF ou o ESM, já é um passo no rumo da construção de um mecanismo de solução de crises e de maior centralização fiscal. A Europa se move apesar da reação dos mercados.

3 O FUTURO DO RENMINBI COMO MOEDA CONVERSÍVEL

A Ásia não se constitui numa zona monetária nos termos de Mundell,⁵ mas é formada por economias dinâmicas em produção e comércio, que já tomaram iniciativas no sentido de se afastarem da influência do dólar. A China desponta neste cenário.

Uma análise das tendências do comércio mundial mostra aumentos expressivos nas exportações no período entre 1980-2008: as economias desenvolvidas multiplicaram seu comércio por cerca de sete vezes, enquanto as economias em desenvolvimento o fizeram por mais de dez vezes. A inflexão veio em 2009, com redução de US\$ 3,7 trilhões (23%) nas exportações, sendo que US\$ 2 trilhões afetaram os países avançados; US\$ 1,4 trilhão, os países em desenvolvimento; e US\$ 300 bilhões, as economias em transição. Consequentemente, houve mudanças na geração das exportações: em 1980 as economias desenvolvidas respondiam por 66% do total, e as economias em desenvolvimento por apenas 29%; em 2009, aquelas caíram para 57% e estas subiram para 40%. As exportações chinesas, que saíram de 0,9% para 9,7% do total, explicam grande parte deste desempenho, assim como esclarecem o porquê de as exportações da Ásia em desenvolvimento já representarem 78% do total dos países em desenvolvimento (61% em 1980), enquanto os países da América em desenvolvimento regrediram para 14% (19% em 1980), segundo a UNCTAD (2009, p. 32-68).

O fato de a distribuição das exportações mundiais por destino mostrar crescente concentração do comércio dentro de suas próprias regiões torna-se importante para o desenvolvimento de instituições financeiras de suporte regional. Em 1960, a Ásia destinava 25% das exportações para os países em desenvolvimento (19% delas para a sua região) e 68% para os países desenvolvidos; em 2006, 51% para aqueles (46% para a própria Ásia) e 45% para estes (UNCTAD, 2009, p. 32-68).

5. Numa zona monetária com mais de uma moeda, a oferta de meios de pagamento é condicionada pela cooperação de muitos bancos centrais. "Nenhum banco central pode expandir seus passivos muito mais rapidamente que os outros bancos centrais sem perder reservas e enfraquecer a conversibilidade de sua moeda" (Mundell, 1968, p. 177).

A China é a segunda maior economia do mundo, a maior exportadora e a que detém as maiores reservas internacionais. Um ponto de desconforto para seu governo é o fato de não ter uma moeda conversível que sirva para efetuar seus compromissos internacionais públicos e privados. Para superar este entrave, o caminho natural é avançar em reformas financeiras internas.

Paralelamente a essas reformas internas, a China também vem participando mais ativamente, nos foros financeiros internacionais, a favor de reformas no sistema monetário internacional. Em março de 2009, a China manifestou-se em discurso do presidente do Banco Central, Zhou Xiaochuan, em um documento denominado *Reforma do Sistema Monetário Internacional* (Xiaochuan, 2009). Nele, foi pedida a criação de uma moeda internacional de reserva que possa permanecer estável no longo prazo e que seja desconectada de qualquer nação individual. Esta moeda – os direitos especiais de saque (DES) –, em última análise, seria administrada por uma instituição global e poderia servir para criar um sistema de liquidação entre moedas e DES, para a promoção de seu uso em comércio internacional, para precificação de *commodities* e para a denominação de instrumentos financeiros. Seria um DES que pudesse fazer também o papel de meio de pagamento entre bancos centrais, rendendo juros baixos, mas com valor mais estável. Ou seja, sua preocupação está centrada na constituição de uma *moeda-reserva* estável e não na superação do dólar como *moeda-referência* ou *moeda-meio de pagamento*.

Eichengreen (2009, p. 7-8) argumenta que a manifestação do presidente do Banco Central da China foi uma manobra diversionista para distrair a atenção de seu real objetivo, que é o de tornar o renminbi mais uma moeda-reserva. Ele cita Wang Zhaoxing, diretor-adjunto do escritório em Xangai da Comissão de Regulação Bancária da China, para quem o renminbi poderá se tornar uma moeda-reserva por volta de 2020. Contudo, se a China quisesse, efetivamente, transformar os DES numa moeda-reserva, nada a impediria, por exemplo, de criar um mercado líquido em DES, por meio da emissão de bônus nesta moeda. Nada a impediria, também, de propor que o FMI fizesse emissões de DES, em períodos de falta de liquidez, e que este organismo atuasse como formador de um mercado (*market maker*) de taxas de câmbio em DES.

As preocupações na China são concretas porque ela se sente aprisionada numa *armadilha do dólar*. Sua moeda ainda não tem o *status* de divisa conversível. O renminbi é conversível para transações em conta-corrente, isto é, para pagamentos de bens e serviços, mas sofre grandes restrições nas transações na conta de capital. Saldos em renminbi adquiridos por estrangeiros por meio de operações de subsidiárias chinesas ou recursos financeiros de cidadãos residentes na China podem ser trocados livremente por divisas conversíveis e mandados para fora do país. Há estritos controles governamentais, porém, para a compra de renminbis

com divisas estrangeiras para investimentos na China (World Bank, 2011, p. 140). Desta forma, o único canal de reciclagem dos dólares obtidos no comércio internacional é investir no exterior, particularmente na acumulação de reservas em títulos do governo americano.

Um dos privilégios do emissor da moeda mundial é o de emitir dívida denominada em sua moeda e de determinar o patamar dos juros que incidem sobre esta dívida. Em ambiente de desvalorização do dólar e de taxas de juros próximas de zero, há perdas com as reservas mantidas pela China em títulos do Tesouro americano. Embora não seja seu objetivo substituir o dólar como meio de pagamento internacional – porque seu interesse fundamental é preservar um elevado nível de comércio com os Estados Unidos e Europa –, parece estar se desenvolvendo um consenso crescente de que a saída desta armadilha passaria pela transformação do renminbi em divisa conversível.

Para tanto, há uma série de precondições para uma moeda almejar a condição de moeda-reserva. Várias delas, mas não todas, são observadas na China. O tamanho da economia, a baixa inflação, cuja aceleração recente tem preocupado suas autoridades, a estabilidade da taxa de câmbio, a estabilidade política e a força geopolítica se encontram presentes. Além disso, o país detém sólido e sustentável superávit em conta-corrente. Ela, porém, não conta com os instrumentos vistos como essenciais ao funcionamento de mercados de capitais amplos e profundos, livremente acessíveis. Não há independência do Banco Central, liberdade de atuação do sistema financeiro e taxas flutuantes de câmbio (Jaeger, 2010, p. 2-3).

Em sistemas financeiros desenvolvidos, os mercados de capitais e o crédito bancário se complementam. O sistema financeiro chinês, porém, se sustenta em bancos comerciais e cooperativas de crédito. Estas instituições detinham 75% dos bônus em circulação em 2006 e os mantinham até o vencimento. Cerca de 20% dos bônus estavam em outras instituições financeiras, que também os mantinham até a maturidade, de modo que somente 5% dos títulos em circulação eram negociados em mercados secundários, inclusive num mercado de balcão sujeito a fraudes e manipulações. Além disto, o mercado de capitais ainda sofre de fraca participação de investidores financeiros, falta de liquidez, preços não transparentes, classificações não confiáveis de emissores e impostos pesados (Aglietta e Maareck, 2007).

Aglietta e Landry (2007, p. 76) não consideram o sistema financeiro chinês subfinanceirizado: em 2002, a razão percentual ativos financeiros/PIB era de 244%, contra 236% nos Estados Unidos. A diferença estava nos montantes dos ativos envolvidos: US\$ 3,1 trilhões na China e US\$ 24,7 trilhões nos Estados Unidos. O sistema financeiro chinês, a exemplo de outros sistemas asiáticos, tinha

como característica principal a enorme preponderância de bancos. As empresas não emitiam títulos de dívida, e os mercados de ações eram pouco desenvolvidos.

A estrutura do sistema bancário era extraordinariamente desigual. Em 2004, havia mais de 36 mil instituições bancárias, sendo de 98% a participação de minúsculas cooperativas rurais de crédito espalhadas por 25 mil cidades e vilarejos. Elas respondiam por 9% dos ativos bancários. Além destas cooperativas, havia um segmento de bancos comerciais privados, responsável por 19% dos ativos, que mostrava boas perspectivas de expansão futura. Eles se estruturavam como sociedades por ações, onde o Estado detinha participação. As maiores dificuldades residiriam em quatro grandes bancos públicos, onde o capital era 100% estatal, que controlavam 50% dos ativos por meio de vasta rede de agências. Aglietta e Landry (2007, p. 77) se referem a estes bancos como “problemas”, devido ao viés que eles mostram a favor de crédito a empresas estatais ou controladas por poderes políticos locais, o que os afasta da cultura de risco, que é fundamento da atividade bancária numa economia de mercado. Consequentemente, pequenas e médias empresas privadas começaram a dirigir suas necessidades de financiamento para outros tipos de bancos que começaram a se desenvolver no fim dos anos 1990 e que responderam por cerca de 20% do crédito.

A reforma bancária iniciada em 1995 procurou atacar os aspectos não competitivos da atividade bancária local e dar conta dos créditos duvidosos em mãos dos quatro bancos estatais. A legislação aprovada naquele ano criou agências de supervisão do sistema bancário, normas prudenciais foram introduzidas e maior autonomia foi dada a estes bancos. Mesmo assim, os bancos estatais continuaram a expandir o crédito e, consequentemente, os créditos duvidosos a taxas superiores às do crescimento do PIB, nos primeiros anos da década de 2000. Este comportamento levou a China a se tornar um dos países mais endividados do mundo, com uma razão percentual empréstimos/PIB da ordem de 140%. A concentração destes empréstimos (85% ou 120% do PIB) em poucas empresas, o endividamento excessivo em setores-chave da economia e o superinvestimento trouxeram receio acerca dos retornos esperados ao longo do ciclo de investimentos. Como resultado, em 2004, o grosso dos créditos duvidosos foi baixado dos balanços dos bancos e transferido para uma gestora de ativos podres, e o que restou passou a ser devidamente provisionado. A melhora daí derivada permitiu que um destes bancos, o Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) alcançasse sucesso em uma abertura de capital de US\$ 22 bilhões na praça de Hong Kong, em outubro de 2006 (Aglietta e Landry, 2007, p. 81).

As etapas ulteriores da reforma implicaram recapitalização dos bancos comerciais, que propiciaram a injeção de capital estrangeiro por meio da emissão primária de ações em Hong Kong. Apesar dos avanços, o sistema bancário chinês ainda está sujeito a inúmeras restrições. O crédito bancário se submete a normas

rígidas, que impõem pisos e tetos para as taxas de juros cobradas nos empréstimos. Como resultado da aceleração inflacionária em 2011, os depósitos usados para financiamento dos empréstimos estão sendo remunerados com taxas de juros reais negativas. Isto tem estimulado, segundo alguns analistas de bancos e consultorias, o desenvolvimento de um *sistema financeiro paralelo* pouco regulamentado, formado por sociedades fiduciárias, empresas financeiras e firmas de *leasing*. Estes analistas estimam que o crédito bancário oficial não vá além de 50% do total concedido e que continua concentrado em empresas estatais de médio e grande porte, vistas como de menor risco. As sociedades paralelas, por sua vez, trabalham com taxas de juros superiores às oficiais e se tornam atrativas para empresas privadas e para famílias com poupanças financeiras. Uma parte significativa destes recursos seria canalizada para investimentos imobiliários e está na origem da persistente alta nos preços dos imóveis, tema delicado no ambiente inflacionário corrente (Sender, 2011, p. C12).

Há visões menos críticas do sistema bancário chinês. Cintra (2008), por exemplo, reconhece a grande concentração nas mãos dos quatro grandes bancos comerciais em termos da intermediação do financiamento na economia, mas não a entende como “problema”. Esta qualificação de Aglietta e Landry (2007) só faria sentido nos marcos de um sistema financeiro de mercado, o que não é o caso da China. Ocorre que, com mercados de bônus e de ações ainda incipientes, a maior parte dos recursos disponíveis para financiamento provém dos depósitos bancários e da poupança familiar acumulada. Em 2004, esta massa de recursos era dirigida, preferencialmente, para crédito às empresas estatais (35%) e às empresas coletivas (38%). Neste último caso, estavam incluídas as *town and village enterprises* (TVEs), que estavam ligadas às aldeias, comunidades rurais, cooperativas urbanas ou províncias costeiras. Ou seja,

o setor bancário, sob a liderança dos quatro bancos comerciais estatais, com cobertura nacional, estritamente regulamentado, gerencia a massa da poupança das famílias e fornece grande parte do *funding* para as corporações – públicas e privadas –, desempenhando papel decisivo para a potenciação do acelerado processo de acumulação de capital chinês (Cintra, 2008, p. 5-6).

O trabalho de Cintra (2008, p. 133-7) fez extenso levantamento das várias etapas da reforma do sistema financeiro chinês, cujos bancos, até 1985, eram “caixas das finanças governamentais geridas pelo Banco do Povo”. Este banco atuava como banco central, banco comercial, banco de desenvolvimento, gestor das reservas internacionais e das taxas de juros e de câmbio. As reformas caminharam no sentido de tornar o sistema mais diversificado. Naquele mesmo ano de 1985, as atividades comerciais e de desenvolvimento foram distribuídas para os quatro bancos estatais. A partir dos anos 1990, foram criados três bancos para dar suporte às atividades prioritárias do governo: um banco de desenvolvimento, outro

para o desenvolvimento agrícola especificamente e outro para financiamento do comércio exterior. Ao longo do processo, também foram criados bancos comerciais em grande parte públicos, patrocinados por administrações locais, mas que absorveram capital estrangeiro. Os bancos estrangeiros já somavam 191, entre filiais (157), agências e subsidiárias. A participação das instituições globais ainda era pequena, mas elas viam como importante seu posicionamento num mercado doméstico de grandes proporções, que veio a remover restrições de operações na moeda local em novembro de 2006. Em suma: como resultado de negociações na Organização Mundial do Comércio (OMC), a China manteve controle estatal sobre o núcleo central do sistema bancário, mas buscou maior competitividade, saneando os ativos “podres” dos quatro grandes bancos, abrindo seu capital e atraiendo sócios estrangeiros estratégicos. Além disso, descentralizou o crédito e concedeu maior liberdade de instalação a bancos estrangeiros para operações em moeda estrangeira e nacional.

O mercado de capitais também mostra evolução. Aglietta e Maareck (2007, p. 29-53) lembram que a China tomou uma série de decisões nos últimos anos no sentido de criar um poderoso mercado de capitais. Ela fez uma reforma financeira, que principiou com a introdução de um sistema de aposentadorias de três pilares,⁶ propiciando o crescimento de um sistema de investidores institucionais. Os instrumentos que já estão sendo negociados são bônus públicos, que servirão de base para o desenvolvimento de um mercado de títulos corporativos e, consequentemente, de um mercado de capitais amplo e líquido. Para tanto, o mercado primário necessita de um sistema regulatório forte, que forneça proteção legal, introduza padrões de governança corporativa e incorpore padrões internacionais de contabilidade. Estruturas empresariais estão sendo reforçadas para prover liquidez em mercados secundários.

Aglietta e Maareck (2007, p. 29-53) argumentam que esse processo começou em 2004 e, em meados de 2006, a China já ocupava uma posição de liderança nas emissões de bônus em moeda local frente a seus vizinhos da Ásia emergente, com taxas de crescimento anual maiores. Neste curto período de três anos, as emissões chinesas passaram de 35% para 46% do PIB. Havia muito espaço ainda para crescer, uma vez que os mercados de bônus de seus vizinhos eram relativamente mais profundos em 2006: Malásia (93% do PIB), Coreia do Sul (90%), Cingapura (74%), Tailândia (51%) e Hong Kong (49%). Apesar disso, o total de bônus em circulação na China não ia além de um nono do mercado japonês. Pacheco (2011b, p. C8) informa que o crescimento continua, mas ainda não se compara aos mercados de capitais maduros, como Estados Unidos e Japão,

6. Fundos de pensão estatais compulsórios, fundos de pensão privados voluntários e investidores institucionais competindo pela nova poupança privada que surgirá da diversificação dos depósitos bancários.

cuja dívida emitida por meio de bônus públicos e privados alcança 200% do PIB. Na China, o mercado doméstico de bônus do governo e de empresas públicas ainda estaria subdesenvolvido, com valor próximo de 60%, em meados de 2011.

Apesar de ainda haver fortes restrições no mercado de capitais, algumas iniciativas chinesas começam a ter efeito, dentro de uma estratégia de *internacionalização administrada*, que passa pelo desenvolvimento de um mercado *offshore* em renminbis e pelo encorajamento do uso da moeda nacional em transações comerciais (World Bank, 2011, p. 140).

No primeiro caso, a China afirma querer transformar Xangai num centro financeiro internacional, mas nela o investidor estrangeiro ainda enfrenta inúmeras restrições. É em Hong Kong que ocorrem as experiências chinesas de desenvolvimento de um mercado *offshore* de capitais. Estruturada em moldes ocidentais, Hong Kong se tornou a preferida dos investidores chineses que procuram colocar recursos no exterior. No sentido contrário, ela também propicia a captação de recursos em renminbis por investidores estrangeiros e por instituições financeiras internacionais (Banco Mundial, Banco Asiático de Desenvolvimento, Corporação Financeira Internacional) interessadas em investir na China (World Bank, idem).

Em Hong Kong, esses investidores podem comprar e vender em renminbis nos mercados secundários e fechar contratos de derivativos. Segundo a Federação Internacional das Bolsas de Valores, a Bolsa de Hong Kong (HKEx) listava, em maio de 2011, dezoito companhias estrangeiras e 1.775 empresas locais, contra 1.289 companhias na Bolsa de Shenzhen – o quarto porto mais movimentado do mundo –, e 912 empresas na Bolsa de Xangai. Nestas duas últimas, nenhuma companhia estrangeira é listada. “Em contraste, na HKEx estrearam, em 2010, empresas que captaram US\$ 57,3 bilhões, volume 36,4% superior ao movimentado pelas duas principais bolsas do mercado americano, a NYSE e a Nasdaq” (Pacheco, 2011a, p. C12).

No segundo caso, Eichengreen (2009, p. 8-9) defende que, apesar de declarações a favor do uso de moedas nacionais em comércio bilateral, os acordos de *swap* feitos pela China não têm muita vantagem prática.⁷ Este tipo de crítica talvez não proceda. No primeiro trimestre de 2011, US\$ 55 bilhões (7%) do comércio exterior chinês foram liquidados em renminbis. Paralelamente, no final de abril de 2011 os depósitos em renminbi no sistema bancário de Hong Kong haviam crescido para US\$ 79 bilhões, nove vezes superiores ao total de julho de 2009, quando a negociação

7. Dados do Banco Mundial (World Bank, 2011, p. 141) mostram que, entre dezembro de 2008 e julho de 2010, foram assinados acordos de *swaps* no montante de RMB 803,5 bilhões: Coreia do Sul (RMB 180 bilhões), Hong Kong (RMB 200 bilhões), Malásia (RMB 80 bilhões), Bielorússia (RMB 20 bilhões), Indonésia (RMB 100 bilhões), Argentina (RMB 70 bilhões), Islândia (RMB 3,5 bilhões) e Cingapura (RMB 150 bilhões).

em renminbis foi lançada. Como há um reforço mútuo entre o aumento da liquidação de transações comerciais em renminbis e o desenvolvimento de Hong Kong como um centro financeiro também em renminbis, fica claro haver grande espaço para aumento das liquidações comerciais em moeda local (Orlik, 2011, p. A13).

Em suma, para escapar da *armadilha do dólar*, é fundamental o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico, que está em curso, para depois conectá-lo com os mercados globais. Esta é a precondição para começar a levantar os controles de capitais:

bancos comerciais serão capazes de oferecer instrumentos de proteção para operadores de comércio exterior e para investidores desejosos de diversificar no exterior. Inversamente, será possível tomar emprestado no exterior em moeda doméstica, reduzindo a dependência do dólar. Com uma conta de capital mais ampla e mais diversificada, se tornará possível mover-se para um regime mais flexível de taxa de câmbio (Aglietta e Maareck, 2007, p. 37).

Em 2011, a discussão da conversibilidade do renminbi parece ter avançado mais rapidamente. Uma questão que tem sido levantada com bastante frequência é a do uso de uma política cambial de valorização do renminbi como forma de controle inflacionário. As opiniões se dividem na China. No geral, parece haver o entendimento de que a subvalorização da moeda ainda é expressiva, de modo que a flutuação do câmbio seria prematura pelos impactos negativos na balança comercial, no crescimento e no nível de emprego.⁸ Um número crescente de analistas, no entanto, entende que o renminbi já está próximo de seu valor de mercado e defende a suspensão dos controles diretos, reservando ao governo o direito de intervir quando necessário e de administrar os fluxos internacionais de capitais rigorosamente, como é o caso de Yu Yongding (Yongding, 2011a, p. A15). Tom Orlik (2011, p. A13) é outro analista que afirma que o renminbi ainda está subvalorizado, mas já está muito próximo de seu valor de mercado.

Em artigo posterior, porém, o mesmo Yongding (2011b, p. A.15) afirma que não adianta a pressão americana pela valorização do renminbi. Além de ela já estar ocorrendo, maiores apreciações só ocorrerão com a suspensão dos controles de capitais, que, por sua vez, dependem do desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais da China. Ele deixa claro que o governo chinês espera que a atratividade do renminbi decorra dos fundamentos sólidos da economia e não da expectativa de valorização do renminbi, que atrai capital especulativo que aposte na retirada dos controles de capital.

8. Cálculo da valorização real percentual anual do renminbi contra o dólar foi efetuado em Silva (2011a) e atualizado para junho de 2011. Entre a média dos anos 2000 e a média do ano terminado em junho de 2011, a valorização real do renminbi foi de 18,9%. Em 2010, ela foi de 2,5%. Entre julho de 2010 e junho de 2011, de 3,3%.

Resumindo, independentemente de cumprir ou não uma agenda de liberalização e, por isso mesmo, ter participação ínfima nos mercados internacionais de câmbio, o renminbi já é uma moeda importante na região, a que mais se desenvolve no mundo, e a estratégia chinesa de *internacionalização administrada* passa por vários planos. Multilateralmente, o aumento de sua participação para o terceiro maior poder de voto no FMI, atrás apenas de Estados Unidos e Japão, lhe dará acesso a importantes cargos diretivos na instituição e, consequentemente, ampliará sua influência internacional.

Regionalmente, ela deve continuar a apostar na Iniciativa Chiang Mai, que reflete o fato de que o comércio asiático já é predominantemente voltado para a sua própria região, em detrimento de suas exportações destinadas aos países desenvolvidos. Em maio de 2009, foi criado um fundo de US\$ 120 bilhões na Ásia, para combater a crise. Japão e China entraram com 32% cada e a Coreia do Sul com 16%, somando 80% do total. Os 20% restantes vieram dos demais membros da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN). Certamente, a decisão de criar o fundo não foi feita para satisfazer necessidades financeiras dos três maiores países. Ela faz parte da expansão do *soft power* deles para os países menores. Eventuais problemas no comércio da região serão, portanto, enfrentados em primeira instância por recursos locais.

Além disso, a China deu a vários países – Argentina, Coreia do Sul, Cingapura, Indonésia, Malásia e Filipinas – a alternativa de se utilizar de *swaps* cambiais unilaterais do dólar para o renminbi como forma de incentivar o comércio bilateral e expandir a influência de sua moeda. Também envolve *swaps* bilaterais, como o celebrado entre o renminbi da China e o iene do Japão. Finalmente, seu mercado de capitais se desenvolve e a praça financeira *offshore* de Hong Kong passa a ser utilizada para facilitar o ingresso de recursos estrangeiros para investimentos. Todos estes planos apontam para uma política de longo prazo para dar conversibilidade à moeda chinesa. É de se pensar, então, que papel pode desempenhar o real brasileiro num sistema que reforme a “não ordem” monetária existente.

4 PERSPECTIVAS PARA O REAL BRASILEIRO

Assim como é claro o empenho da China em tornar sua moeda uma divisa conversível, não é prematuro pensar uma estratégia de longo prazo para o real brasileiro. Ocorre que, afora algumas declarações em normas e leis que tratam da questão cambial, só há indícios de uma internacionalização do real. O que se verifica de concreto são medidas de facilitação de pagamentos, de modo que os mercados privados têm ampliado o uso do real brasileiro.

Assim como a Ásia, os países em desenvolvimento da América também têm aumentado seu comércio com o próprio grupo de países em desenvolvimento, embora ainda estejam longe dos movimentos verificados naquela região:

em 1960, 18% das exportações foram para os países em desenvolvimento (17% para a região) e 79% para os países desenvolvidos; em 2006, 30% para aqueles (19% para a região) e 66% para estes (UNCTAD, 2008, p. 32-68). O Brasil, em particular, aumentou sua corrente de comércio, a soma de exportações e importações, em 245%, entre 2002 e 2008. As maiores taxas de crescimento percentual da corrente de comércio neste período mostram como vem mudando a origem e destino do comércio brasileiro, em detrimento das praças tradicionais: China (794%), Europa Oriental (462%), África (415%), Ásia (404%), Coreia do Sul (344%) e Argentina (335%); as menores foram para o Reino Unido (104%), Estados Unidos (106%), México (153%) e União Europeia (184%).

A crise também propiciou avanços nas relações oficiais. Em dezembro de 2010, por exemplo, os governadores do FMI aprovaram uma reforma nas quotas e na governança do organismo, completando a XIV Revisão Geral de Quotas iniciada em 2008. As quotas dobraram de DES 238,4 bilhões para, aproximadamente, DES 476,8 bilhões, ou cerca de US\$ 750 bilhões. Mais de 6% das quotas foram realocadas de países sobrerepresentados, especialmente da Europa, para os países em desenvolvimento, especialmente para os mercados emergentes dinâmicos. Como resultado, a China se tornará o terceiro maior país-membro, ao tempo em que Brasil, Índia e Rússia também estarão entre os dez maiores países-membros. A expectativa era de que a reforma estivesse totalmente implantada em janeiro de 2013 (FMI, 2011). Apesar disso, o FMI continua com recursos insuficientes para enfrentar os problemas que os países-membros possam apresentar em seus balanços de pagamentos, particularmente devido ao aumento das demandas por parte dos países da zona do euro.

Outra vitória foi alcançada quando da aprovação de uma linha de crédito flexível (FCL na sigla em inglês) no FMI, de resgate rápido em momentos de crise. Isto era uma das demandas históricas centrais dos países em desenvolvimento. Foi necessário a crise chegar ao cerne do mundo desenvolvido para que ela se tornasse viável. Países em dificuldades, como os da Europa do Leste e da periferia da zona do euro, passaram a contar com um sistema mais sólido para enfrentar as recorrentes crises financeiras internacionais, ao serem somados a FCL com os recursos da XIV Revisão de Quotas.

Ao contrário das inúmeras iniciativas multilaterais do Brasil, são modestos os avanços no plano monetário regional, que procura transitar do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR), que perde substância, para um Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), de escopo ainda muito limitado. Além disso, não parece haver pressa em ampliar a participação brasileira em instrumentos monetários regionais, de que é exemplo o Fundo Latino-Americano de Reservas (Flar), que pode vir a se constituir no embrião de um fundo monetário para a região.

A iniciativa regional mais antiga em funcionamento é o CCR, firmado em 1982 com o objetivo de promover o aumento da integração comercial, e que funciona como um sistema de compensação de pagamentos. Ele foi importante nos anos 1980, uma época em que os países da região estavam excluídos dos mercados privados de crédito e havia escassez de moeda estrangeira. Por conta disto, os bancos centrais envolvidos impuseram obrigatoriedade de canalização dos pagamentos intrarregionais pelo CCR. A situação se inverteu nos anos 1990, quando os países da região já haviam sido reincorporados aos mercados privados internacionais. Os bancos centrais começaram a retirar seu apoio ao instrumento sob os eflúvios do pensamento liberalizante, que impôs às autoridades monetárias nacionais uma atuação focada na questão da estabilidade da moeda. Inúmeras atividades deixaram então de ser por eles exercidas. Biancareli (2011, p. 18-21) dá números: nos anos 1980, entre 70% e 80% dos valores do comércio intrarregional estiveram sob o abrigo do CCR. Começaram a cair nos anos 1990: 40%, em 2001; 25%, em 2003; abaixo de 5%, após 2006.

O SML entre Brasil e Argentina entrou em operação em outubro de 2008 como uma tentativa de vir a ser o sucessor do CCR. Diferentemente deste, por enquanto, aquele é um sistema destinado a operações comerciais em moeda local a brasileiros e argentinos. O Brasil já assinou uma carta de intenções de pagamentos em moeda local com o Uruguai, que ainda não se reflete no plano operacional, e tratativas estão sendo feitas com a Colômbia. Fora da região, a sistemática foi apresentada aos países que formam o bloco BRICS.⁹

A participação do comércio bilateral em moeda local ainda é pequena e quase toda ela representada por exportações de empresas brasileiras. Apesar do crescimento do número de operações e do valor das exportações brasileiras em reais, elas não ultrapassam 2% das exportações totais para a Argentina desde a criação do SML. As exportações da Argentina em pesos, ao contrário, não têm qualquer expressão econômica. No acumulado entre outubro de 2008 e abril de 2011, o volume das exportações brasileiras em reais atingiu 99% do total das operações, o que significa que as exportações argentinas em pesos não ultrapassaram 1%. Isto pode se explicar pela tendência de valorização do real frente ao peso, o que leva os exportadores brasileiros a preferir o real, ao contrário da Argentina, com relação a um peso que se desvaloriza. Fica claro que sistemas de pagamentos em moedas locais só funcionam no longo prazo se estas moedas se mostrarem menos voláteis que a moeda global.

Levando em conta as propostas de criação de zonas monetárias regionais, porém, fica evidente que o uso de moedas locais tem vantagens em momentos de crise. A aceitação das moedas locais como reserva de valor pelos bancos centrais envolvidos favorece maior cooperação macroeconômica entre as autoridades

9. Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

monetárias. No futuro, a cooperação monetária pode levar à criação de um comitê de bancos centrais para coordenar as flutuações cambiais e para enfrentar problemas localizados e temporários de liquidez. Um exemplo vem da Ásia, com o fundo criado no âmbito da Iniciativa Chiang Mai, que também aponta para a constituição de uma moeda regional.

Na América do Sul, Biancareli (2011, p. 28-9) propõe o fortalecimento do Flar, que já se constitui num foro de cooperação monetária entre bancos centrais de seus países-membros: Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela. Apesar da boa avaliação de risco e da gestão profissional dos recursos que administra, o porte do organismo é limitado. Assim como o fundo asiático de US\$ 120 bilhões não foi desenhado para atender às necessidades de seus maiores fornecedores de recursos, a entrada do Brasil no Flar não lhe traria benefícios diretos, mas propiciaria um aumento significativo do *escudo de proteção* às economias mais vulneráveis da região.

Na esfera unilateral, no escopo de um processo de liberalização e simplificação de medidas na área de câmbio, o Banco Central do Brasil (BCB, 2009) unificou os mercados de câmbio por meio da Resolução nº 3.265, de 2005. Esta resolução permitiu aplicações de recursos nos mercados externos de capitais e de derivativos de pessoas físicas e jurídicas, com algumas exceções sujeitas a regulamentação específica, assim como aplicações no exterior por instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central e fundos de qualquer natureza. Novas regras para as exportações brasileiras permitiram que o exportador mantivesse as divisas no exterior por até 210 dias após o embarque das mercadorias. A Lei nº 11.371, de 2006, atribuiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a competência para definir a porcentagem das receitas de exportação a ser mantida no exterior, e a Resolução nº 3.412, de 2006, aprovou o fim das restrições impostas pela Resolução nº 3.265/2005 para aplicações no exterior por pessoas físicas e jurídicas, mantendo as restrições para as instituições financeiras e para os fundos.

Para os temas em discussão, é interessante citar a Resolução nº 3.221, de 2004, que permitiu a captação de empréstimos externos com a emissão de títulos denominados em reais, no mercado internacional. Esta norma está na origem do processo que culminou com a aprovação da Lei nº 11.803, de 2008, que têm importância para a internacionalização do real, embora tenha se prestado muito mais à mera facilitação de pagamentos. Esta lei

autorizou o Banco Central a manter contas de depósitos em reais tituladas por bancos centrais e instituições no exterior, acreditadas internacionalmente, que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional, que são de fundamental importância para o processo de internacionalização da moeda brasileira (BCB, 2009, p. 14).

Tendo em conta as simplificações na área cambial, uma das formas de os países emergentes buscarem esquivar-se da crise de crédito tem sido a de vender bônus em moedas locais. Segundo o Western Asset Management, de Londres, citado por Smith e Kohn (2009, p. C2), a maior parte das emissões está ocorrendo em moeda local, que ajuda a reduzir a vulnerabilidade externa a resgates de capital. Segundo estes administradores de ativos, citando dados do Banco de Compensações Internacionais (em inglês, Bank for International Settlements – BIS), “os títulos dos mercados emergentes em moedas nacionais quadruplicaram, de US\$ 1,8 trilhão em 2001, para US\$ 7,2 trilhões em 2008.”

No caso do Brasil, dados do Banco Central mostram a composição da dívida externa registrada. Entre 1999-2010, o dólar respondeu, na média, por 78% da dívida externa. Ele perdeu peso entre 2001-2004, por conta das emissões de DES derivadas dos programas do FMI. Neste último caso, a queda do dólar é apenas aparente, uma vez que ele representa 44% do peso dos DES. Em 2010, o dólar representava 83%. O euro e o iene responderam, na média, por 7% e, em 2010, por 5%. Em 2010, os DES não representam mais que 2%. A dívida externa em reais, por seu turno, começou a mostrar relevância a partir de 2005, quando atingiu 2% do total. Depois de atingir um pico de 8% do total em 2007, a participação do real recuou para a faixa dos 5% nos três anos seguintes, em função da crise financeira, mas tende a crescer. Mesmo assim, com US\$ 12,3 bilhões, em 2010, o real já ultrapassou a importância do euro (US\$ 11,1 bilhões) e do iene (US\$ 10,2 bilhões), segundo a base de dados do BCB (2011a).

Iniciativas talvez mais expressivas se passam nas relações privadas. Aqui são enfatizadas três delas: o aumento da participação do real brasileiro nos mercados internacionais de moedas, a internacionalização de bancos brasileiros na região e a tentativa de criação de um centro financeiro internacional em São Paulo.

Nos mercados internacionais de câmbio, o real brasileiro tem baixa relevância, mas mostra ascensão. Os resultados preliminares da amostra trienal de abril de 2010 do BIS mostram que o giro médio do mercado de taxas de câmbio subiu 20% com relação a abril de 2007, movimentando US\$ 4 trilhões/dia. Esta atividade está se tornando cada vez mais global, com transações internacionais representativas de 65% do total, contra 35% de transações domésticas.

O grupo mais expressivo no giro diário de moedas em 2010 foi 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. No terceiro grupo, os *pares exóticos* mais amplos são o dólar neozelandês, as coroas dos países nórdicos e os dólares de Hong Kong, Cingapura e Taiwan, mas aí também estão incluídos o renminbi, o rublo, o real brasileiro, o won coreano, o rand sul-africano, o florim húngaro e a rúpia indiana, entre outros.

A metodologia usada pelo Institute of International Finance (IIF, 2011, p. 22) para acompanhamento dos mercados emergentes, inclui trinta países espalhados pela Ásia, América Latina, Europa e África/Oriente Médio. Dezesseis deles foram relacionados como tendo participação no giro médio diário dos mercados de moedas estrangeiras, entre os quais se encontram China, Índia e Brasil. Sua importância relativa é pequena, mas mostra crescimento nos anos 2000: de 4,7% do giro médio diário no mercado global de moedas, em 2001, os mercados emergentes alcançaram 9,6% em 2010. Em iguais períodos, os emergentes da Ásia subiram de 1,3% para 3,6%, enquanto os da América Latina aumentaram de 1,5% para 2,3%.

A participação nos mercados internacionais de moedas mostra que o renminbi, a rúpia e o real estão entre as moedas que interessam aos investidores, ao lado do dólar, do iene e do euro. O que pode explicar isso? Há duas abordagens bastante próximas à questão, ao menos no reconhecimento de que as negociações com o real e a rúpia estão descoladas de seus fundamentos econômicos.

Rossi (2010, p. 44-49 e 64) destaca as diferenças entre *moedas-funding* e *moedas-commodities*. As primeiras estão associadas a baixas taxas de juros e são refúgios da liquidez global. Elas estão mais ligadas à busca de ganho em renda variável, como em bolsas de valores. O iene japonês, o franco suíço e o dólar americano conformam esta categoria. As outras estão associadas a altas taxas de juros e são alvos das estratégias de arbitragem (*carry trade*). Por sua valorização real nos anos 2000, as *moedas-commodities* envolvem operações de busca de ganho em renda fixa. Os dólares australiano, neozelandês e canadense, o florim húngaro e o real brasileiro, entre outras, estão nesta categoria. A trajetória de suas taxas de câmbio está negativamente correlacionada com preços de *commodities* e depreciam muito em crises de confiança.

Por isso, Rossi (2010, p. 64) desenvolveu uma investigação empírica apontando 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 e 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”. Daí decorre que a forte valorização cambial

dos países exportadores de *commodities* não pode ser explicada com base apenas nos fundamentos macroeconômicos. A grande volatilidade de moedas como o real brasileiro, o dólar australiano e o dólar neozelandês se explica pelo fato de serem moedas sujeitas à especulação internacional mediante o uso de instrumentos de renda fixa, predominantemente (Silva, 2011a, p. 13).

McCauley e Scatigna (2011, p. 67) mostram que, à medida que cresce a renda *per capita* de um país, tomada como *proxy* para complexidade e profundidade financeira e para credibilidade, sua moeda sofre os efeitos da *financeirização* e da *internacionalização*. Financeirização porque a moeda é comercializada em múltiplos do volume de seu comércio internacional. Internacionalização porque a comercialização se passa crescentemente em mercados de câmbio externos. Outro fator que explica este comportamento é o nível dos rendimentos que estas moedas propiciam: quanto mais altos ou mais baixos estes forem, maior o giro nestas moedas. Em resumo:

O movimento das taxas de câmbio evolui de modo previsível com o aumento da renda. À medida que cresce a renda *per capita*, a negociação com a moeda separa-se das transações em conta-corrente que estão em sua base. Paralelamente, uma parcela da negociação na moeda passa a ocorrer fora do país de origem. Em dados níveis de renda, as moedas com rendimentos altos ou baixos atraem mais negociação, consistente com seu papel de moedas alvo para operações de arbitragem.

Alguns exemplos: o giro médio diário por pares de moedas nos mercados globais de câmbio mostram que as transações dólar/renminbi saíram de zero, em 1998, para US\$ 31 bilhões (1% do total) em 2010. Em iguais períodos, as transações dólar/rúpia Indiana aumentaram de US\$ 1 bilhão (0%) para US\$ 36 bilhões (1%) e as transações dólar/real passaram de US\$ 3 bilhões (0%) para US\$ 25 bilhões (1%).

Outra questão destacada é a internacionalização dos bancos brasileiros no exterior, a partir da década de 1990, um tema que se insere no escopo da liberalização promovida por organismos multilaterais, como o FMI. Atualmente, quinze bancos brasileiros possuem dependências no exterior: onze privados (Itaú Unibanco, Bradesco, Votorantim, Safra, BBM, Pine, Daycoval, Industrial e Comercial, Indusval, Sofisa e Mercantil do Brasil) e três públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco do Estado do Rio Grande do Sul). O número sobe para dezesseis se considerado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), um banco de desenvolvimento que não capta depósitos do público. Freitas (2011, p. 8 e 24-28) destaca que a presença da Caixa Econômica Federal (CEF) e do BNDES no exterior é recente. Aquela abriu escritório de representação em Tóquio e Nova Jersei, em 2007, para atender as necessidades da expressiva comunidade brasileira, e em Caracas, em 2009. O BNDES abriu dependências externas em Montevidéu e Londres para

favorecer a internacionalização das empresas brasileiras e atrair investimentos estrangeiros para o Brasil. O escritório do Uruguai pretende, igualmente, favorecer o comércio entre os países do Mercado Comum do Sul (Mercosul).

Os números da base de dados do Departamento de Organização do Sistema Financeiro (DEORF) do Banco Central do Brasil (2011b) são um pouco diferentes por incluírem bancos originariamente estrangeiros na relação de bancos brasileiros com dependência no exterior. De acordo com esta metodologia, em dezembro de 1998, havia setenta bancos brasileiros com 278 dependências ou participações no exterior. Em dezembro de 2010, depois de um grande processo de concentração bancária, estes números caíram para 32 bancos brasileiros e 141 dependências. Uma abertura destas dependências ou participações por cidades mostra como mudaram os interesses dos bancos brasileiros. Em dezembro de 1998, 80% delas incluíam treze países.¹⁰ Destes, 52% eram em paraísos fiscais: Cayman, Panamá, Bahamas, Ilha da Madeira, Uruguai e Luxemburgo. Na sequência, em ordem de importância, estavam os parceiros do Mercosul (13%) e o Chile (3%). Em dezembro de 2010, 80% delas incluíam dez países.¹¹ Em paraísos fiscais, que incluem o Uruguai, 37%; nos Estados Unidos, 15%; nos três parceiros do Mercosul, 12% e na Ásia, também 12%. A queda relativa da presença em paraísos fiscais e a estabilidade no Mercosul foram compensadas por aumento de presença nos Estados Unidos e na Ásia.

Freitas (2011, p. 31) afirma que, com a eclosão da crise de 2007, houve um remanejamento da exposição ao risco dos bancos brasileiros: na média 2007-set. 2009, diminuiu a participação dos tomadores dos países desenvolvidos e elevou-se a participação dos centros financeiros *offshore* e dos países em desenvolvimento. Paralelamente, houve uma diminuição do estoque de direitos de bancos brasileiros no exterior entre 2007-2008, que voltou a crescer em 2009.

TABELA 3

Distribuição do estoque de direitos dos bancos brasileiros no exterior por país de origem do tomador em final de período¹ (2002 – 2010)
(Em %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Países desenvolvidos	70,4	81,3	80,2	77,2	69,6	61,3	71,4	57,6	62,5
Alemanha	3,3	6,9	8,9	6,2	3,4	2,4	2,8	2,6	3,1
Espanha	1,7	0,7	1,0	1,5	1,6	5,3	5,0	1,7	2,7

(Continua)

10. Ilhas Cayman (22% do total), Panamá (11%), Bahamas (11%), Estados Unidos (8%), Argentina (8%), Inglaterra (4%), Ilha da Madeira (3%), Uruguai (3%), Chile (3%), Luxemburgo (2%), Paraguai (2%), Portugal (1%) e Alemanha (1%).

11. Ilhas Cayman (25%), Estados Unidos (15%), Japão (8%), Bahamas (7%), Inglaterra (6%), Uruguai (5%), Argentina (4%), China e Hong Kong (4%), Paraguai (3%) e Portugal (3%).

(Continuação)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Estados Unidos	36,2	28,6	38,5	26,8	27,6	27,3	37,2	28,1	31,8
Reino Unido	9,0	19,4	12,2	21,6	20,7	9,5	7,4	11,6	10,0
Centros offshore	21,9	14,2	14,2	16,8	21,1	22,2	19,5	22,8	18,7
Cayman	17,3	11,4	10,7	14,0	11,4	15,4	13,9	17,4	12,4
Países em desenvolvimento	7,6	4,0	5,4	6,0	9,2	16,5	9,1	19,3	18,8
América Latina	7,3	3,8	4,8	4,7	7,4	7,2	7,1	18,5	16,0
Argentina	4,3	1,8	2,0	2,1	2,8	2,6	2,9	3,6	2,3
Chile	0,6	0,3	3,0	0,5	2,2	2,2	2,6	10,4	10,7
Paraguai	0,9	0,7	1,3	1,4	1,7	1,7	0,7	2,0	0,3
Uruguai	0,8	0,3	0,5	0,2	0,5	0,5	0,5	1,8	1,9
Ásia e Pacífico	0,0	0,1	0,1	1,0	1,3	8,8	1,5	0,4	2,2
Coreia do Sul	0,0	0,0	0,0	0,8	1,3	8,3	1,5	0,2	2,0
Evolução (em US\$ milhões)	13.909	23.811	26.009	29.398	30.452	43.153	41.617	54.152	78.903

Fontes: Freitas (2011, p. 31) e Bank for International Settlements – BIS (2010a; 2011).

A tabela 3, com os dados atualizados para 2009-2010, mostra aumento da exposição bancária dos bancos brasileiros aos tomadores dos países desenvolvidos em 2008, forte queda em 2009 e recuperação em 2010. Nos centros financeiros *offshore*, observa-se um movimento pendular entre 2007-2010. Nos países em desenvolvimento, após uma forte queda da exposição em 2008, houve, igualmente, uma forte recuperação nos anos seguintes. Quanto ao estoque de direitos de bancos brasileiros no exterior, após pequena queda em 2008 (estoque de US\$ 41.617 milhões) em relação a 2007 (US\$ 43.153 milhões), verifica-se forte incremento em 2009 (US\$ 54.152 milhões) e 2010 (US\$ 78.903 milhões).

Esses números refletem a importância dos países emergentes na recuperação da economia mundial, que ocorreu entre 2009-2010. O crescimento forte da economia brasileira também abriu espaços para novos negócios de bancos nacionais no exterior. Freitas (2011, p. 68) especula que, em condições de retomada do crescimento nas economias centrais e de normalização das condições dos mercados financeiros internacionais, poder-se-ia esperar ampliação da rede externa brasileira em futuro próximo. Neste segundo semestre de 2011, porém, todas as previsões econômicas são de recessão, nos Estados Unidos e na Europa, e de redução de ritmo de crescimento, na China. Os países em desenvolvimento, o Brasil em particular, percebem o impacto que isto pode trazer para suas contas externas. A lógica recomenda cautela na internacionalização de bancos brasileiros.

Finalmente, tem vindo à tona uma discussão em torno do interesse de o Brasil querer se transformar num centro financeiro regional, comparável a Hong Kong na Ásia. O projeto Brasil Investimentos & Negócios (BRAIN) foi criado em março de 2010, com o propósito de “articular e catalisar a consolidação do Brasil como um polo internacional de investimentos e negócios, com foco regional na América Latina, com projeção e conexões globais” (BRAIN, [s.d.]).

O BRAIN é de iniciativa da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa) e da Federação Brasileira de Bancos (Febraban). Surgiu em substituição ao Projeto Ômega, de 2008, deixando claro que se trata de “um projeto muito abrangente e complexo que acabou sendo simplificado a apenas um tema, a liberalização cambial” (Ribeiro, 2010). Em artigo publicado na *Folha de S. Paulo* (15 de agosto de 2010, p. A3), os porta-vozes da BRAIN reagiram às críticas de que a iniciativa seria apenas de liberalização cambial. Para eles, o objetivo não seria o de desregulamentar pura e simplesmente, transformando o Brasil num paraíso fiscal, numa zona franca financeira, nem dolarizar a economia, deixando-a superexposta às finanças ou excessivamente alavancada. Seu objetivo seria o de aproveitar melhor o grau de investimento obtido pelo país para atrair capital produtivo e não especulativo. Na prática, isto implicaria aumentar os fluxos de investimentos e capitais, de derivativos regionais, de processamento de informações e estimular o lançamento de ações de empresas estrangeiras (*Brazilian depositary receipts – BDRs*) no mercado de capitais brasileiro.

O projeto defende a ideia de que a globalização financeira conectou todo o planeta a uma rede mundial de negócios, mas os principais polos desta rede ainda são os mesmos dos séculos XIX e XX, isto é, Londres e Nova Iorque. Por isto, a exemplo do que já tem feito o mercado financeiro de Hong Kong, o BRAIN procura desenvolver suas ideias de transformar São Paulo em um centro financeiro regional de importância comparável à daquela cidade asiática (Ribeiro, 2010).

Na esfera privada, as leis da concorrência apontam para a necessidade de concentração e centralização de capitais. As bolsas de valores da Colômbia e Peru já estão fazendo a primeira fusão internacional de bolsas na América Latina. A BM&F Bovespa já é uma das maiores bolsas do mundo, mas pretende avançar para o seu entorno na região e capturar uma parte dos negócios que hoje se concentra nas praças financeiras tradicionais. Não há um posicionamento oficial a respeito do assunto, mas é lógico que há preocupação com os aspectos cambiais envolvidos. Questiona-se se seria a hora de ampliar a abertura externa, inclusive permitindo a compra de moeda estrangeira no mercado doméstico e impedindo qualquer tipo de restrição cambial. Não parece ser este o caminho escolhido pelas autoridades econômicas do governo. A recente tributação a incidir em operações

de derivativos mostra que novas liberalizações ficam na dependência dos rumos a serem tomados pela economia mundial. No momento, os prognósticos para este projeto parecem bastante negativos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As experiências da zona do euro e da China deixaram alguns ensinamentos. Para que o Brasil possa aproveitá-los a fim de tornar o real uma moeda internacional e participar de uma zona monetária regional, apontam-se aqui os quatro pontos mais relevantes.

O primeiro é que, apesar de emitir a segunda moeda do mundo, a zona do euro vive uma série de contradições com a crise em sua região. Na esfera da governança mundial, o euro apresenta dificuldades em se firmar como moeda internacional, notadamente porque não há uma autoridade única para falar em seu nome. Esta é uma crítica de Aglietta (2010b), muito semelhante à de Fiori (2010), que a entende como uma moeda inconclusa, sem um Estado nacional em seu apoio. Além disto, a exposição dos bancos europeus a títulos de dívida hipotecária levaram a um aumento do *spread* entre os bônus do governo alemão e os bônus dos países periféricos, ainda que todos fossem denominados em euros. A possibilidade de falta de pagamento destes títulos foi um sinal de que o euro estava longe de ser uma moeda substituta ao dólar.

Na Cúpula de Bruxelas, em 21 de julho de 2011, a União Europeia começou, enfim, a tomar decisões visando iniciar o processo de recuperação da credibilidade do euro. Recursos fiscais foram mobilizados para capitalizar um fundo financeiro que se tornou permanente. Novos empréstimos foram concedidos, os prazos da dívida da Grécia foram alongados, os encargos financeiros diminuíram, garantias de liquidez foram dadas aos títulos gregos, e o setor privado foi forçado a participar deste processo. Tão ou mais importante foi ter havido uma reversão da ênfase em contração fiscal e um reconhecimento da necessidade de retomar o crescimento econômico da região. A lição que daí decorre é que, em momentos de estresse, apego a soluções de consolidação fiscal e austeridade monetária só agravam o problema.

O segundo ponto é que, ao contrário das relações centro-periferia na Europa, a China tem sido vista como um fator positivo para o comércio internacional, particularmente na periferia representada pelos países exportadores de *commodities*. Sua moeda, porém, não é conversível e seus mercados financeiro e de capitais ainda têm pouca expressão. É patente o desejo da China de internacionalizar sua moeda para livrá-la da “armadilha do dólar”. Bem resolvida na questão produtiva e comercial, a flutuação do renminbi permitir-lhe-ia tornar-se uma moeda conversível, ampliar sua influência no mundo e diversificar suas reservas internacionais.

A China foca numa estratégia de *internacionalização administrada* e, para tanto, empreendeu extensa reforma do sistema bancário e implantação de um mercado de capitais com base na negociação de bônus públicos.

Daí se deriva a grande lição que a China pode dar ao Brasil: a abertura aos fluxos financeiros internacionais, a suspensão dos controles na conta de capital e, consequentemente, a flutuação do renminbi devem ocorrer como uma decorrência dos sucessos alcançados no crescimento econômico e no comércio exterior, não como uma antecipação a eles. Finanças devem continuar a servir a necessidades reais. As hesitações das autoridades governamentais chinesas em abrir sua economia prendem-se ao temor dos impactos que uma cultura de mercado, plena de operações especulativas, possa trazer a sua estrutura produtiva e comercial.

O terceiro ponto relevante consiste na aposta na Iniciativa Chiang Mai, que aproxima a China do Japão, da Coreia do Sul e dos demais vizinhos. Os recursos aportados neste fundo, que é um embrião de um fundo monetário asiático, não são expressivos para as eventuais necessidades de seus maiores contribuintes. Por isto, ele deve ser visto como uma forma de atrair os países menores para o desenvolvimento de instrumentos regionais de financiamento em épocas de crise.

O quarto e último ponto são seus esforços para constituir uma praça financeira internacional. Apesar de afirmar que Xangai será seu centro financeiro internacional, é em Hong Kong que a China testa o desenvolvimento de um mercado *offshore* de capitais. É por meio de sua bolsa que os investidores chineses colocam recursos no exterior e que os investidores estrangeiros e instituições financeiras internacionais captam recursos em renminbis quando interessados em investir na China. Em Hong Kong, estes investidores podem comprar e vender em renminbis nos mercados secundários e fechar contratos de derivativos.

Como isso se reflete no Brasil? Os sinais que se captam são ambíguos. O comércio intrarregional de bens e serviços também tem crescido, embora em proporção mais modesta com relação à Ásia. Nos mercados financeiros privados, o real brasileiro está entre as moedas que têm sido mais demandadas, mas isto pode estar refletindo estratégias de arbitragem, mais que reconhecimento de fundamentos macroeconômicos sólidos. Os bancos brasileiros vêm ocupando espaços crescentes em sua expansão regional. A introdução do SML é uma tentativa ainda débil de substituir o CCR, que perdeu relevância com a abertura financeira nos anos 1990. Finalmente, a BM&F Bovespa apadrinha a ideia de transformar o mercado financeiro de São Paulo em centro financeiro regional numa época de incertezas com a economia mundial.

O primeiro dos pontos mencionados trata da crise na zona do euro. A lição que se pode tirar das complexas negociações em andamento naquela região é bastante geral e resume-se à fragilidade do aparato macroeconômico convencional.

A ameaça de recessão mundial nos Estados Unidos e Europa, que nunca deixou de ser possível desde o advento da crise de 2008, ficou clara para a maioria dos agentes econômicos e para os analistas de mercado. No geral, o mercado aumenta o tom de suas exigências a favor de equilíbrio fiscal e austeridade monetária. Muita resistência teve de ser superada até que as autoridades políticas da União Europeia conseguissem matizar a ênfase recessiva dos pacotes de socorro financeiro para sua periferia e começassem a admitir a necessidade de estimular um retorno ao crescimento econômico.

O segundo ponto tem a ver com abertura externa. Ao contrário da China, que procura abrir controladamente seus mercados financeiro e de capitais, o Brasil está muito mais integrado à economia mundial. A questão que se coloca é o grau de aderência destes mercados às necessidades produtivas e comerciais do país, num ambiente externo de desvalorizações competitivas, protecionismo econômico e falta de cooperação internacional entre as nações e regiões dominantes: Estados Unidos, zona do euro e China. É preciso avaliar até que ponto novas aberturas estão em consonância com os interesses mais amplos da indústria nacional e do emprego doméstico.

O terceiro ponto trata dos compromissos que as economias mais desenvolvidas de uma zona monetária devem assumir com os parceiros menores ou mais frágeis da região. A tendência das principais zonas monetárias do mundo é a de criar fundos monetários regionais que lhes permitam internalizar toda ou parte substantiva das soluções às recorrentes crises financeiras e diminuir a importância do FMI. Uma alternativa a que o Brasil pode dar mais atenção é aderir ao Flar ou propor uma alternativa sul-americana a ele. Isto não resolveria eventuais problemas de liquidez para o Brasil, mas representaria um compromisso com os países menores da região. O benefício indireto estaria no aumento da importância regional do real brasileiro.

O último ponto trata do desenvolvimento de centros financeiros regionais. O tema é polêmico por seus rebatimentos nos controles cambiais. Neste caso, a cautela chinesa em abrir sua economia a capitais especulativos não pode ser confundida com imobilismo. A China partiu de uma situação de grande fechamento da conta de capital, mas tem dado passos controlados ao permitir a atração de recursos para investimentos em seu país por meio da emissão de bônus em renminbis em Hong Kong. Até que ponto a criação de uma praça financeira *offshore* em São Paulo permitirá controles cambiais adequados no resto do país e melhorará o financiamento do comércio exterior e da indústria nacional?

Finalizando, este trabalho procurou mostrar a evolução dos acontecimentos regionais. A zona do euro, cuja moeda chegou a ser defendida como substituta do dólar, debate-se com contradições internas que enfraquecem sua relevância internacional.

A Ásia, mais particularmente a China, apresenta avanços monetários e financeiros significativos. Seus passos são bastante consistentes no rumo de ocupar o centro da economia mundial ou, ao menos, de partilhá-lo com os Estados Unidos. A América do Sul se mostra tímida na defesa de projetos públicos que favoreçam a criação de uma zona monetária regional. E seus passos, por sua vez, parecem refletir certa tendência fragmentária e dolarizada dos seus vizinhos. Neste contexto, o governo brasileiro parece se satisfazer em facilitar o desenvolvimento de instrumentos financeiros privados.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. Le Dollar, le Yuan et le système monétaire international. *L'économie politique*, n. 45, janv. 2010a.
- _____. Quelle réforme du système monétaire international? *Alternatives économiques hors-série*, n. 84, févr. 2010b.
- AGLIETTA, M.; LANDRY, Y. **La Chine vers la superpuissance**. Paris: Economica, 2007.
- AGLIETTA, M.; MAARECK, P. Developing the bond market in China: the next step forward in financial reform. *Économie internationale*, n. 111, p. 29-53, 2007.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Medidas de simplificação na área de câmbio**. Brasília: BCB, fev. 2009.
- _____. **Nota para a imprensa** – 25.05.2011 - Setor externo. Brasília: BCB, 2011a. (e números anteriores).
- _____. Relação dos bancos brasileiros com dependências e/ou participações no exterior. In: _____. **Relatório de evolução do SFN**. Brasília: BCB, jun. 2011b.
- BIANCARELI, A. M. **O Brasil e a integração na América do Sul**: iniciativas para o financiamento externo de curto prazo. Rio de Janeiro: Ipea, mar. 2011. (Texto para Discussão, n. 1.589). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/TD_1589.pdf>.
- BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Consolidated banking statistics. **BIS quarterly review**, Jun. 2010a. (Table 9B). Disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1006.pdf>.
- _____. Monetary and Economic Department. **Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2010**. Sep. 2010b. (Preliminary results).
- _____. Consolidated banking statistics. **BIS quarterly review**, Jun. 2011. (Table 9B). Disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1106.pdf>.

BRAIN – BRASIL INVESTIMENTOS & NEGÓCIOS. **Institucional.** [s.d.]. Disponível em: <<http://www.brainbrasil.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=2>>. Acesso em: 28 fev. 2011.

CARVALHO, F. J. C. O G20 e a reforma do sistema financeiro: possibilidades e limitações. In: CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: Ipea, 2012. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/sites/000/2/livros/2012/livro_transformacoes_sitfinanceiro_vol01.pdf>.

CINTRA, M. A. M. **O Brasil na era da globalização:** condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. UNICAMP, 2008. Disponível em: <<http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoIXRelat1BNDES.pdf>>.

DER SPIEGEL. **Europa dá um passo em direção ao governo econômico com nova ajuda à Grécia.** 1 ago. 2011.

EFSF – FUNDO EUROPEU DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA. **EFSF framework agreement.** Paris: EFSF, 7 Jun. 2010.

EICHENGREEN, B. The dollar dilemma the word's top currency faces competition. **Foreign affairs**, v. 88, n. 5, p. 53-68, 2009.

ESM – MECANISMO DE ESTABILIDADE EUROPEIA. **ESM Treaty.** EFSF, 11 July 2011.

FIELDS, D.; VERNENGO, M. **Hegemonic currencies during the crisis:** the dollar *versus* the euro in a cartalist perspective. New York: Levy Economics Institute of Bard College, Apr. 2011. (Working Paper, n. 666).

FIORI, J. L. Crisis: Europa dividida y con sumisión a los EEUU. **La onda digital**, Montevideo, n. 498, 31 ago. 2010/6 sept. 2010. (Entrevista).

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Greece request for stand-by arrangement.** 10 May 2010. (Country Report, n. 10/110).

_____. **Greece third review under the stand-by arrangement.** 16 Mar. 2011a. (Country Report, n. 11/68).

_____. IMF Factsheet. **IMF quotas.** 3 Mar. 2011b.

FOLHA DE S. PAULO. **Notícias relacionadas à economia.** 15 ago. 2010. p. A3. Disponível em: <<http://www.brainbrasil.org>>.

FREITAS, M. C. P. **A internacionalização do sistema bancário brasileiro.** Rio de Janeiro: Ipea, 2011. (Texto para Discussão, n. 1.566).

IIF – INSTITUTE OF INTERNACIONAL FINANCE. **Capital flows to emerging market economies.** Washington: IIF, 24 Jan. 2011.

- JAEGER, M. **Yuan as a reserve currency**: likely prospects & possible implications. Germany: Deutsche Bank Research, 16 July 2010.
- McCAULEY, R.; SCATIGNA, M. Foreign exchange trading in emerging currencies: more financial, more offshore. **BIS quarterly review**, Mar. 2011.
- MUNDELL, R. A. **A theory of optimum currency areas in international economics**. New York: Macmillan, 1968.
- ORLIK, T. China já testa yuan como moeda global. **The Wall Street Journal**, 2 jun. 2011.
- PACHECO, F. Bolsa de Hong Kong é portal para China. **Valor Econômico**, 29 jun. 2011a.
- _____. Teto de juros na China alimenta crédito paralelo. **Valor Econômico**, 8 de ago. 2011b.
- PISANI-FERRY, J. Os últimos tabus da Europa. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 7 ago. 2011.
- RIBEIRO, A. BM&F Bovespa apresenta projeto Brain aos candidatos. **Valor online**, 23 jul. 2010. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/837545/bmampf-bovespa-apresenta-projeto-brain-aos-candidatos>>.
- ROSSI, P. O mercado internacional de moedas: o Carry Trade e as taxas de câmbio. **Observatório da economia global**, n. 5, out. 2010. (Textos Avulsos).
- SENDER, H. Norma rígida na China faz crescer crédito informal. **Valor Econômico**, 4 abr. 2011.
- SILVA, L. A. S. **O desequilíbrio monetário internacional e seus impactos nos países em desenvolvimento**. Brasília: Ipea, abr. 2011a.
- _____. **As propostas de reforma do sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, jun. 2011b.
- SMITH, S.; KOHN, T. Emergentes vendem bônus em moeda local. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 jul. 2009. p. C2.
- UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development. **Development and globalization: facts and figures. Geography of Merchandise Trade**, 2008.
- _____. **Trade and development report 2008**. New York; Geneva, 2008.
- _____. **Trade and development report 2009**. New York; Geneva, 2009.
- WORLD BANK. Global development horizons 2011. **Multipolarity: the new global economy**. Washington, 2011.

- YONGDING, Y. Aprendendo a flutuar. **Valor Econômico**, 31 mar. 2011a.
- _____. A viagem do Yuan pelo mundo. **Valor Econômico**, 24 jun. 2011b.
- XIAOCHUAN, Z. Reform the International Monetary System. **The people's bank of China**. 29 Aug. 2009.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- AKIÜZ, Y. **Why the IMF and the international monetary system need more than cosmetic reform**. Geneva: South Centre, Nov. 2010. (Research Paper, n. 32).
- EICHENGREEN, B. **Toward a new international financial architecture**. Washington: Institute for International Economics, Feb. 1999.
- 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.
- OLIVEIRA JÚNIOR, P. Medidas cambiais são legítimas, mas arriscadas – Entrevista a Silvio Cascione. **Reuters**, 18 nov. 2010. Disponível em: <<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE6AH0LQ20101118?sp=true>>.

CAPÍTULO 7

O PAPEL DO DÓLAR E DO RENMINBI NO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL*

Marcos Antonio Macedo Cintra**
Aline Regina Alves Martins***

Para Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

1 INTRODUÇÃO

A economia mundial e o sistema interestatal têm apresentado profundas transformações. A China, com ativos financeiros estimados em RMB 113,3 trilhões (cerca de US\$ 18 trilhões) em dezembro de 2011,¹ o equivalente a 246% do produto interno bruto (PIB), e reservas internacionais de US\$ 3,44 trilhões em março de 2013, planeja desempenhar um papel mais proeminente nas finanças globais. Para alguns analistas, estaria em curso um processo de transição de uma potência manufatureira e comercial – “fábrica do mundo”, segunda economia e primeira nação comercial (soma das exportações e importações) – para uma potência financeira, que passaria a explorar as vantagens competitivas do capital monetário e bancário chinês em âmbito global.

É verdade que o país desenvolve, simultaneamente, após a expansão do investimento estrangeiro direto (IED) chinês, estratégias para internacionalizar sua moeda – ampliando o seu uso no comércio exterior, sobretudo, em âmbito regional, e criando um mercado *offshore* em Hong Kong – e suas grandes instituições bancárias. Ademais, as discussões sobre a “guerra cambial” no âmbito das diversas reuniões do G20² e dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) desencadearam questionamentos sobre a efetividade do papel central do dólar e recolocaram os debates sobre a reforma do sistema monetário-financeiro internacional.³

* Elaborado com informações disponíveis até julho de 2013. Os autores agradecem aos comentários e sugestões de Eduardo Costa Pinto, Giuliano Contento de Oliveira, José Carlos de Souza Braga, Keiti da Rocha Gomes, Luiz Afonso Simoens da Silva e Rodrigo Pimentel Ferreira Leão, eximindo-os de possíveis equívocos persistentes.

** Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

*** Doutoranda em ciência política pela Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e bolsista da Coordenação de Aperfeiçoamento do Pessoal de Nível Superior (Capes). Ex-Pesquisadora do Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

1. RMB é a abreviação da moeda chinesa renminbi – “moeda do povo” –, cuja unidade básica é o iuane. CNY é o código monetário oficial da moeda chinesa negociada no mercado nacional, não disponível no exterior. Foi oficialmente lançada em 1949 pela República Popular da China. Em 2009, começou a funcionar um mercado de renminbi em Hong Kong, com o código monetário CNH.

2. Grupo formado pelas dezenove maiores economias mais a União Europeia, a saber: 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 e Turquia.

3. Argumenta-se que “os devedores líquidos têm moedas fracas. E nenhum devedor líquido se mantém como potência por muito tempo” (Eichengreen, 2011, p. 173). Sobre as propostas de reforma da arquitetura monetário-financeira internacional, ver o capítulo de Luiz Afonso Simoens da Silva neste volume. Ver também Silva (2012a) e Ocampo (2011; 2012).

Neste trabalho, defende-se a hipótese de que esse processo de internacionalização do renminbi e das instituições bancárias chinesas enfrenta constrangimentos de grande monta, dada a natureza e os desafios – internos e externos – do processo de desenvolvimento do país. Estes constrangimentos se explicitam na retórica da construção de uma “sociedade harmoniosa” e não expansionista (“ascensão pacífica”). Nas palavras de Xi Jinping, presidente da República Popular da China, em entrevista:

Através de mais de 30 anos da reforma e abertura, a China tem alcançado grande desenvolvimento socioeconômico e melhorado o padrão da vida do seu povo. Isso beneficia não só a própria China como também o mundo. (...) Com o aumento do poderio nacional, a China assumirá, dentro do nosso alcance, mais responsabilidades e deveres internacionais com vistas a contribuir para a causa de paz e desenvolvimento da humanidade. Embora a economia da China já fique no segundo lugar do mundo, é de salientar que o PIB *per capita* ainda é bem inferior ao nível médio mundial. *Há ainda um longo caminho a percorrer para se transformar num país rico e forte.* Atualmente, há preocupações na comunidade internacional de que a China, após sua ascensão, vá aplicar a hegemonia e maltratar os outros países. Tais preocupações são totalmente desnecessárias. A China já reiterou várias vezes à comunidade internacional o seu solene compromisso de persistir firmemente no caminho de desenvolvimento pacífico e nunca buscar a hegemonia nem a expansão. (...) Esperamos também que todos os países do mundo sigam a via do *desenvolvimento pacífico* e juntem os esforços na promoção da paz e desenvolvimento do mundo. O significado substancial do “Sonho da China” é a *grande revitalização da nação chinesa*. Trata-se do desejo nosso de longa data desde a história moderna. Após a Guerra do Ópio, em 1840, e durante um século, a nação chinesa foi sujeita a invasões externas e guerras civis, que causaram enormes misérias e sofrimentos ao povo chinês. Portanto, (...) o povo chinês apoia a realização do “Sonho da China”, pois é sonho de 1,3 bilhão de chineses. Desde a Antiguidade, os chineses têm defendido a *coexistência pacífica*, mesmo com divergências. Desejamos que países e civilizações diferentes possam fazer intercâmbios em pé de igualdade, aprender mutuamente e desenvolver-se juntos, de modo que todos os povos, com as suas vontades respeitadas, consigam compartilhar os frutos do desenvolvimento econômico, científico e tecnológico do mundo e somar esforços na construção de um mundo *harmonioso*, com paz duradoura e prosperidade comum (Safatle, 2013a, grifos nossos).⁴

Por ora, esse processo de internacionalização do renminbi e das instituições bancárias chinesas se constitui em uma estratégia defensiva.⁵ Por um lado, a China apreende o papel crescente de sua estrutura produtiva e de seu poder econômico. Ela procura fomentar o uso de sua moeda em âmbito internacional, replicando a experiência do euromercado – com o mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong – e,

4. Ver também The World Bank (2012).

5. Segundo Fiori (2013c): “Ainda que seja difícil de entender e aceitar, o Estado chinês não está a serviço do desenvolvimento capitalista; ao contrário, é o desenvolvimento capitalista e o próprio Estado chinês que estão a serviço de uma civilização milenar que já se considera o pináculo da história humana”. Isto significa, para os propósitos desta pesquisa, que a prioridade não está nas relações internacionais, mas no *desenvolvimento doméstico* de uma sociedade desigual, com renda *per capita* baixa (Safatle, 2013b).

com isso, visa diminuir gradualmente sua dependência em relação ao dólar.⁶ Por outro lado, a inserção internacional e regional de sua economia ocorreu na órbita do dólar – isto é, foi fruto da globalização produtiva e financeira regida pelos Estados Unidos. Seu modelo de desenvolvimento, com elevada autonomia da política monetária, creditícia e cambial, requer a manutenção de sua moeda e de seu sistema bancário com atuação predominantemente doméstica, operando em condições muito especiais. Isto restringe sua capacidade de promover o transbordamento do seu capital monetário e bancário para além de suas fronteiras – com exceção do investimento estrangeiro direto, sobretudo, para captura das matérias-primas necessárias ao seu desenvolvimento. Com isso, fica sujeita às pressões externas – vindas dos Estados Unidos, da União Europeia, do Japão, de países em desenvolvimento etc. –, mormente no que concerne à política cambial e de acumulação de reservas. Por enquanto, trata-se de estratégia bastante distinta da internacionalização global do dólar, das empresas e do sistema financeiro, bem como das bases militares, dos Estados Unidos, após a Segunda Guerra Mundial. Pretende-se afirmar, portanto, que persistem as assimetrias na ordem monetária e financeira internacional e que, no horizonte visível, o renminbi deverá desempenhar o papel restrito de uma moeda regional.

Para discutir essas questões, o capítulo está organizado em três seções após esta breve introdução. Na segunda seção, discorre-se a respeito da conformação do regime ouro-dólar e do padrão dólar flexível, destacando-se a centralidade da moeda americana no aprofundamento crescente da integração das estruturas produtivas e financeiras, em âmbito global. Em seguida, discute-se a supremacia do dólar no sistema monetário-financeiro internacional, após a crise econômica internacional iniciada em 2008. Na terceira seção, analisam-se as políticas da China, tentando diminuir gradativamente sua dependência ao dólar, bem como as possibilidades e os limites do renminbi em exercer o papel de moeda-chave internacional.⁷ Na quarta seção, apresentam-se algumas considerações prospectivas sobre o arranjo monetário-financeiro internacional.

6. De forma semelhante, pode-se compreender o longo projeto de construção do euro. Diante da flutuação do dólar, da hegemonia regional do marco alemão, das pressões por ajustamentos assimétricos e dos temores de uma apreciação desordenada das moedas europeias, comprometendo a competitividade, a Comunidade Econômica Europeia (CEE) formou um grupo de trabalho coordenado pelo primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, para estudar alternativas de transição de uma união aduaneira para uma união monetária. Em abril de 1972, como primeira etapa de implementação do Plano Werner, a Serpente Europeia começou a funcionar. As moedas participantes poderiam flutuar mais ou menos 2,25% umas em relação às outras e, em conjunto, até 4,5% em relação ao dólar e às demais moedas da CEE fora da Serpente Europeia. Foram estabelecidas linhas de crédito para auxiliar países com desequilíbrios de balanço de pagamentos e se criou o Fundo Monetário Europeu de Cooperação (FMEC) para monitorar as políticas monetárias nacionais, supervisionar os desembolsos de suas linhas de crédito e decidir sobre eventuais realinhamentos cambiais no interior da Serpente Europeia. Em 1^o de janeiro de 1979, começou a funcionar o Sistema Monetário Europeu (SME), substituindo a Serpente Europeia, como regime cambial. Foi introduzida a Unidade Monetária Europeia (*European Currency Unit, ECU*), como moeda paralela, baseada em uma cesta de moedas nacionais, que deveria, inicialmente, funcionar como moeda contábil dos gastos comunitários e evoluir, progressivamente, para funções plenas de moeda escritural. O Fundo Monetário Europeu (FME) substituiu o FMEC, e foram criadas novas linhas de crédito de curto prazo para ajustes de balanço de pagamentos. Este rearranjo institucional fortaleceria o Mecanismo Cambial Europeu (MCE), definido como um regime de bandas cambiais com flutuações de mais ou menos 2,25% em relação ao marco – exceção feita à lira, cuja banda de flutuação seria de mais ou menos 6% (Block, 1977; Moffitt, 1984).

7. Utilizam-se os conceitos de *moeda* e de *divisa* propostos por Aglietta (1986): a *moeda* é soberana no seu espaço nacional, tornando-se uma *divisa* quando passa a circular em âmbito internacional.

2 OS REGIMES MONETÁRIOS INTERNACIONAIS E O PAPEL DO DÓLAR

Os regimes monetários internacionais apresentam especificidades que decorrem das relações entre a soberania dos Estados nacionais e as forças privadas da generalização mercantil e financeira. No processo de constituição dos regimes monetários e cambiais internacionais, a “escolha” do padrão monetário depende de uma complexa interação entre as práticas de pagamento dominantes nos sistemas de crédito e nos mercados financeiros domésticos, bem como a hierarquia entre as economias e as moedas nacionais (Belluzzo, 1997; 1999).

O padrão libra-ouro foi expressão da hegemonia inglesa entre meados do século XIX e a Primeira Guerra Mundial (1914-1918), quando a Grã-Bretanha tornou-se “o centro de um império marítimo e territorial que dava volta ao mundo”. O regime de Bretton Woods e o dólar flexível foram constituídos sob a hegemonia americana após a Segunda Guerra Mundial (1939-1945). Os regimes libra-ouro e o dólar-ouro corresponderam às exigências de constituição e de funcionamento de um padrão universal, ancorado no ouro (*as good as gold*); no padrão dólar flexível, o ouro desapareceu, consolidando o regime do dinheiro fiduciário, inconvertível, em âmbito global, baseado na premissa de que um dólar *is as good as one dollar*, ancorado no poder do Estado, do sistema financeiro e da economia americana. O processo de “escolha” do padrão resultou, em todos os casos, da aceitação – no âmbito das relações comerciais e financeiras internacionais – da moeda do país dominante como unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor.⁸ Este processo é, ao mesmo tempo, causa e resultado da confiança dos mercados no sistema bancário, inclusive o banco central, do país hegemonicó. Mediante o poder

8. A partir de Keynes (1930; 1933; 1936), o entendimento das *economias monetárias de produção* não se restringe à reprodução conjunta das três funções do dinheiro – unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor –, mas requer também a compreensão do dinheiro, simultaneamente, como bem público e instrumento de enriquecimento privado. As decisões de gasto dos empresários tendem a ser viabilizadas por meio da oferta de recursos líquidos criados pelos bancos. Os empréstimos do sistema bancário criam moeda – poder de compra – para sancionar as apostas das empresas, que pretendem ampliar seus investimentos e seus lucros, a partir da avaliação dos riscos de liquidez e de pagamento. Todavia, a prerrogativa de criação de moeda pelos bancos deve estar subordinada às regras de conversibilidade, isto é, da transformação das “moedas privadas” na moeda central, forma final de liquidação dos contratos. A exigência de conversibilidade das moedas bancárias – de emissão “privada”, mas de aceitação geral – na moeda estatal revela o duplo caráter dos bancos e do dinheiro nas *economias monetárias de produção*: *i*) instituições privadas que procuram maximizar a rentabilidade do capital em um ambiente de incerteza e irreversibilidade; e *ii*) instituições responsáveis pela criação e gestão da moeda e do sistema de pagamentos (bem público). Esta conversibilidade não está garantida *a priori*. Em geral, ela é testada no momento em que se manifesta a *desconfiança* no caráter público da moeda emitida privadamente. Isto pode ocorrer sob a forma de mudanças nas avaliações dos mercados quando se vislumbra a possibilidade de deterioração da qualidade dos ativos e cresce o risco de uma corrida contra os passivos bancários constituídos predominantemente por depósitos à vista. Os bancos centrais – enquanto intermediários entre o poder soberano do Estado e o sistema bancário – procuram estabelecer, além de regras prudenciais e sanções, normas gerais de acesso dos bancos à liquidez na moeda central. Ao mesmo tempo em que impõem regras, sanções e condicionalidades, os bancos centrais também funcionam como redutores de riscos e de incerteza para os bancos, por meio dos instrumentos de abastecimento de liquidez – taxa de redesconto e operações no mercado aberto. Constitui-se, assim, um vasto sistema de pagamento, de criação de moeda bancária, operacionalizado pelos bancos comerciais, mas hierarquizado e organizado em torno dos bancos centrais. Nos momentos críticos, esta cadeia de pagamentos pode ser interrompida, surgindo a ameaça de uma crise sistêmica e requerendo o papel de emprestador de última instância dos bancos centrais. Ver Belluzzo (1997; 1999) e Freitas (1997a).

de financiar os negócios domésticos e estrangeiros e de interpor garantias às transações comerciais e financeiras internacionais, os bancos da economia dominante impõem “naturalmente” a moeda de sua emissão aos demais atores – soberanos e privados – do mercado internacional (Belluzzo, 1997; 1999).⁹

No padrão libra-ouro e no regime dólar-ouro (*gold exchange standard*), os sistemas monetários domésticos estavam baseados nas regras de emissão da moeda bancária de plena e imediata conversão na moeda central de cada país.¹⁰ Estas redes nacionais de administração da moeda e do crédito estavam inter-relacionadas, por meio de taxas de câmbio fixas e regras de conversibilidade, sustentadas por mecanismos de ajustamento que deveriam cumprir simultaneamente duas funções: *i*) possibilitar o reequilíbrio dos balanços de pagamentos; e *ii*) defender, dentro dos limites de variações estabelecidos, as paridades e as regras de conversibilidade entre as moedas nacionais e o padrão internacional (Belluzzo, 1997; 1999).

O sistema financeiro inglês, por meio de um intenso processo de concentração bancária, foi capaz de sustentar a emissão e a negociação de títulos de dívida doméstica e estrangeira, soberanos ou privados, a concessão de avais e o recebimento de depósitos internos e forâneos em Londres, ensejando uma forte expansão das transações comerciais e financeiras nacionais e internacionais. As políticas monetárias implementadas pelo Banco da Inglaterra, entre meados do século XIX e as primeiras décadas do século XX, tinham como objetivo precípua garantir o valor externo da moeda. Triffin (1964) mostrou que as taxas de redesconto subiam ou desciam – atraindo ou expandindo os fluxos de capitais de curto e de longo prazo e reduzindo ou ampliando as importações – de acordo com o resultado das transações correntes do país hegemônico. Com isso, administravam-se o sistema financeiro e o balanço de pagamento da Inglaterra, cujo comportamento era mimetizado pelos outros bancos centrais, sobretudo, para manter suas reservas de ouro, possibilitando ciclos econômicos sincronizados em âmbito mundial, sob a regência do Reino Unido. O automatismo dos mecanismos de ajustamento do padrão libra-ouro era entendido como uma forma “natural” de governança dos mercados autorregulados, imune às pressões políticas. Resultava, no entanto, do comprometimento dos bancos centrais com a defesa das paridades, uma vez que desobrigados de cuidar do emprego e dos salários das classes subalternas, dada a inexistência do sufrágio universal (Eichengreen, 1996). De todo modo, a liderança

9. Nas palavras de Brunhoff (2004, p. 76): “A hegemonia de uma moeda nacional em um dado período (...) não é um fenômeno puramente econômico ou financeiro. Ela tem fundamentos políticos que refletem as relações de força entre as nações em dado momento, segundo seus modos de inserção no capitalismo internacional”. Ver também Brunhoff (1996, p. 44-45).

10. Na teoria cartalista, a moeda está intrinsecamente associada ao poder político e, dessa forma, torna-se um elemento importante de estudo para a ciência política, bem como para as relações internacionais, uma vez que a hierarquia entre as moedas reflete, no plano internacional, a assimetria de poder existente nas relações interestatais. Para uma discussão da moeda enquanto “criatura do Estado”, a partir desta abordagem, ver Martins (2013) e Helleiner (2003).

do sistema financeiro de Londres e do Banco da Inglaterra possibilitava que a libra, a moeda nacional, desempenhasse a função de “moeda financiadora do mundo”, considerada a mais sólida entre todas e instrumento de denominação e liquidação de transações mercantis e de contratos financeiros (De Cecco, 1974).

Após a Segunda Guerra Mundial, as relações entre o econômico, o político e o social foram reordenadas de modo a remover os obstáculos à expansão da grande empresa, do capital bancário e, posteriormente, do capital financeiro americano. As duas grandes ondas de mundialização da concorrência desencadearam processos de centralização de capitais e, simultaneamente, estimularam a dispersão espacial das funções produtivas e, no movimento mais recente, a terceirização das funções acessórias ao processo produtivo. Esses movimentos foram acompanhados por uma intensa internacionalização das finanças: primeiro, do crédito bancário, por meio do crescimento espetacular do euromercado e das praças financeiras *offshore*; depois, dos mercados de capitais. As finanças diretas tornaram-se cruciais na formação das expectativas e financiamento das decisões de investimento e, simultaneamente, menos “eficientes” na definição dos critérios de avaliação e monitoramento do risco, a despeito das interpretações que atribuem aos mercados de capitais as virtudes da eficiência no uso das informações disponíveis e, portanto, na melhor alocação dos recursos.

2.1 A economia política dos regimes liderados pelo dólar

Em 1944, em face do papel militar, diplomático, produtivo, tecnológico e financeiro desempenhado pelos Estados Unidos, materializou-se uma nova ordem monetária internacional.¹¹ A ordem de Bretton Woods se fundamentou em cinco aspectos cruciais. Em primeiro lugar, acordou-se um regime de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis em função de desajustes estruturais. Em segundo lugar, estabeleceu-se o ouro como ativo de reserva internacional. Desta forma, uma moeda nacional somente poderia ter aceitação internacional quando garantisse seu lastro em ouro e sua conversibilidade automática para esta mercadoria (US\$ 35,00 a onça, equivalente a 28,35 gramas). A instituição de um padrão câmbio-ouro tinha como substrato subjacente a possibilidade de ancorar o sistema em uma base material que infundisse limites concretos à expansão da liquidez. Vale dizer, o ouro deveria desempenhar uma espécie de “freio automático” contra a ampliação sem limites do volume monetário no sistema financeiro internacional. Em terceiro lugar, definiu-se a livre conversibilidade de uma moeda nacional para outra, garantindo-se a plena mobilidade dos capitais privados entre os países. Contudo, permitia-se a existência de controles sobre os fluxos de capitais de curto prazo, para conter os movimentos

11. Grande parte dos debates realizados durante a Conferência de Bretton Woods, entre 1º e 22 de julho de 1944, foi divulgada em Schuler e Rosenberg (2012). Na versão eletrônica do projeto, foram acrescentadas conexões para documentos referenciados nas transcrições, sumários das reuniões das comissões de trabalho, notas explicativas e historiográficas sobre a conferência e os participantes, além de material de apoio ao evento e fotografias. Ver, ainda, Andrade (2013) e Steil (2013).

especulativos, característicos dos anos 1920.¹² Em quarto lugar, instituíram-se mecanismos de ajustes dos possíveis desequilíbrios nos balanços de pagamentos. Em caso de desajustes estruturais, promover-se-ia um realinhamento das paridades das taxas de câmbio, coordenado por um organismo multilateral – o Fundo Monetário Internacional (FMI). Em caso de desequilíbrios transitórios, estender-se-iam fontes de financiamento compensatório aos países deficitários pelo mesmo FMI. Porém, o acesso a estes recursos financeiros estaria condicionado a alterações nas políticas macroeconómicas adotadas pelos países deficitários. As condicionalidades traziam implícita a ideia de que as políticas macroeconómicas domésticas seriam a causa do desajuste no balanço de pagamento. O diagnóstico e as proposições de políticas foram consolidados no chamado “enfoque monetário do balanço de pagamento”.¹³ Em quinto lugar, criou-se a instituição básica desta ordem monetária – o FMI –, para zelar pelo cumprimento das regras cambiais, coordenar as revisões estruturais, estender financiamentos compensatórios e supervisionar as correções nas políticas macroeconómicas dos países deficitários em seus balanços de pagamentos. Criou-se também o Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD) – mais tarde, Grupo Banco Mundial¹⁴ – para auxiliar na reconstrução da Europa, necessária para viabilizar a nova ordem monetária internacional. Todavia, desde o início, o papel desta instituição foi secundário (Baer *et al.*, 1995).

12. Keynes (1943; 1944), durante as reuniões preparatórias para a Conferência de Bretton Woods, propôs um sistema supranacional de pagamentos e de provisão de liquidez. A moeda escritural – o *bancor* – visava, sobretudo, eliminar o papel exercido pelo ouro – ou por qualquer moeda nacional – enquanto ativo de reserva do sistema monetário e financeiro internacional. Tratava-se de evitar a consolidação de um ativo que pudesse assumir a função de “fuga para a liquidez”, exercido pelo ouro em momentos de instabilidade internacional; impedir que uma moeda nacional se convertesse em dinheiro universal, em particular, o dólar; e evitar que a Inglaterra ficasse sujeita às vicissitudes da política interna de outro país – os Estados Unidos. A International Clearing Union, um banco central dos bancos centrais, emitiria a moeda bancária internacional de natureza pública e liquidaria posições entre os bancos centrais: déficits e superávits dos países resultariam em, respectivamente, reduções e aumentos dos *bancors* dos bancos centrais nacionais junto à International Clearing Union. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais, que estariam vinculadas ao bancor mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. O *bancor* não seria, portanto, passível de negociação ou de entesouramento pelos agentes privados – assim, seria eliminada a demanda pela moeda-chave enquanto ativo financeiro e instrumento universal da preferência pela liquidez. Dessa forma, para Keynes (1943; 1944), a moeda internacional deveria ter caráter apenas veicular, enquanto a liquidez internacional deveria estar associada com as necessidades do comércio exterior. O volume de *bancors* se expandiria com o crescimento de transações comerciais, como ocorre, de modo geral, com os depósitos bancários domésticos, que acompanham a demanda das empresas, famílias e governos.

13. Esse foi outro tema debatido por Keynes (1943; 1944): as assimetrias dos processos de ajuste de balanço de pagamentos entre países deficitários e superavitários. As experiências históricas mostravam que apenas os deficitários – isto é, aqueles que perdiam reservas – enfrentavam pressões para promoverem ajustamentos, recessivos e/ou deflacionários, enquanto os superavitários, tão desequilibrados quanto os deficitários, eram considerados competitivos e acumulavam reservas. Um país superavitário seria tão responsável por crises de balanço de pagamentos quanto os deficitários, pela simples razão de que não há déficits sem que haja superávits. Sua proposta era que o sistema monetário internacional tivesse regras para uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios do balanço de pagamento: para os deficitários, facilidades na obtenção de crédito; para os superavitários, ampliação dos gastos – via expansão das importações. Assim, a economia mundial poderia mover-se na direção do pleno emprego, evitando ajustes deflacionários. A proposta aprovada dava grande poder assimétrico para os países superavitários – naquele momento, os Estados Unidos. Havia, portanto, o temor de os Estados Unidos decidirem manter seus superávits, praticar políticas protecionistas e não aceitar ajustes nas taxas de câmbio dos países menos competitivos. A “cláusula de moeda escassa”, instituída entre os artigos do FMI, foi produto destas discussões, mas jamais foi utilizada (Block, 1977).

14. O Grupo Banco Mundial é atualmente composto por: Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD); Associação Internacional de Desenvolvimento (AID); Corporação Financeira Internacional (CIFI), Agência Multilateral de Garantia de Investimentos (Miga); e Centro Internacional para Arbitragem de Disputas sobre Investimentos (Ciadi).

A ordem monetária que vigorou, de fato, no pós-Guerra, se afastou em muito dessas convenções instituídas em Bretton Woods. Um dos aspectos relevantes nestes desdobramentos foi o princípio da conversibilidade ao ouro. À medida que o acordo de Bretton Woods determinou o ouro como ativo de reserva internacional, pela situação assimétrica existente no imediato pós-Guerra, dado que os Estados Unidos detinham dois terços das reservas mundiais de ouro, sancionou o predomínio do dólar como dinheiro universal – unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. O dólar era a única moeda que podia garantir sua livre conversibilidade ao ouro em montantes significativos. Efetivou-se, então, a aceitação da moeda do país dominante como moeda internacional. Isto fez com que os outros países, em vez de acumularem ouro, mantivessem suas reservas diretamente em dólar, consolidando a moeda americana como referencial monetário internacional.

Adicionalmente, a aceitação do dólar como moeda internacional significou que a gestão monetário-financeira mundial estava sujeita aos ditames da política americana. Segundo a lógica do padrão ouro-dólar, a massa monetária mundial se encontrava totalmente determinada pelos Estados Unidos. Ou seja, caberiam aos Estados Unidos a expansão e a gestão da liquidez internacional, condição precípua para sustentar o comércio e o crescimento econômico. Porém, a crescente circulação internacional do dólar, para satisfazer a demanda por liquidez, era contraditória com as regras de câmbio-ouro instituídas em Bretton Woods. Esta contradição ficou conhecida como o “dilema de Triffin” (Triffin, 1960).¹⁵ A contradição consistia na incompatibilidade de o dólar, como padrão monetário internacional, exercer a função de circulação e de ativo de reserva de valor simultaneamente, uma vez que a função de ativo de reserva deveria ser lastreada em ouro. Para cumprir com a regra da conversibilidade ao ouro, os Estados Unidos somente poderiam emitir dólares na proporção em que acumulassem reservas, ou seja, que o país incorresse em constantes superávits no balanço de pagamentos, com entradas de dólares

15. Serrano (2002, p. 246) argumenta que “o ‘dilema de Triffin’ não ocorre, a despeito de sucessivos déficits globais no balanço de pagamentos do país central e do crescimento contínuo do comércio e das finanças internacionais. Além disso, a conversibilidade da moeda-chave em ouro não é ameaçada, uma vez que, apesar dos déficits no balanço de pagamentos, o ouro não se move (nem muda de mãos)”. Não se trata, simplesmente, do movimento do ouro, mas de a Inglaterra ter sido capaz de gerir o sistema – alterando as taxas de redesconto, como sinalizado –, reduzindo o dinamismo de sua economia e evitando crises de balanço de pagamento (Medeiros e Serrano, 1999, p. 126). Os Estados Unidos, por sua vez, nunca realizaram um ajuste de sua economia associado aos desequilíbrios do balanço de pagamento e, por conseguinte, para manter o valor de sua moeda, exceto durante o “choque Volcker”. Segundo Moffitt (1984, p. 31): “tornou-se evidente que esse sistema [Bretton Woods] nada era que um joguetão dos interesses da política dos Estados Unidos. Os Estados Unidos podiam arcar com constantes déficits no balanço de pagamentos, pois o dólar servia como moeda corrente do mundo. Para financiá-lo, no entanto, os Estados Unidos emitiam dólares – que são, essencialmente, a confirmação de uma dívida do Tesouro – sem jamais se preocuparem em manter uma administração monetária responsável. (...) Quando os Estados Unidos se recusaram a eliminar os déficits de seu balanço de pagamentos, as decisões monetárias de Bretton Woods transformaram-se em crescente passivo para os europeus e japoneses. A inflação nos Estados Unidos causou a redução do poder aquisitivo do dólar e, portanto, das reservas internacionais – basicamente em dólares”. Serrano (2004, p. 197) reconhece que “a alternativa de seguir políticas macroeconómicas contracionistas para garantir a manutenção da taxa de câmbio nominal nunca foi sequer considerada seriamente pelo governo americano, pois entrava em choque com suas prioridades de política interna e externa e significaria a inaceitável admissão, pelos EUA, de uma restrição externa ao seu crescimento e às suas políticas económicas em geral”.

superiores às saídas. Isto implicaria escassez do dólar no mercado internacional. Todavia, se a moeda fosse escassa em âmbito internacional, os Estados Unidos não poderiam satisfazer a demanda por liquidez.

Essa contradição foi solucionada em favor das necessidades de liquidez internacional e, com isso, a conversibilidade ao ouro tornou-se, de fato, letra morta. Na verdade, pode-se afirmar que o sistema de Bretton Woods trazia intrínseca uma ambiguidade, qual seja, um sistema puramente fundado no dólar, mas dissimulado atrás do princípio de conversibilidade ao ouro (Aglietta, 1986, p. 114). Para que o dólar cumprisse a função de circulação internacional, os Estados Unidos acabaram incorrendo em renitentes déficits em seu balanço de pagamentos, suprindo as necessidades de liquidez mundial por meio das exportações de capitais: inicialmente, via gastos militares e Plano Marshall (1947); em seguida, pela internacionalização do capital privado americano para Europa, Ásia e América Latina.¹⁶ A operação do sistema monetário internacional de uma forma benigna permitiu a reconstrução e o desenvolvimento acelerado das economias capitalistas tanto na Europa como na Ásia, para defender o “mundo livre” da ameaça do comunismo, durante a Guerra Fria. Finalmente, o enfraquecimento do FMI, em relação às concepções originais em negociação e às estabelecidas nos Acordos de Bretton Woods (1944), significou a entrega das funções de regulação de liquidez e de emprestador de última instância em âmbito internacional ao Federal Reserve (banco central americano).¹⁷

Em resumo, o padrão monetário internacional instituído após a Segunda Guerra Mundial foi fundado no dólar. A moeda americana, para exercer sua função de meio de circulação, abandonou, embora não oficialmente, a convenção do lastro ouro, que supostamente regulava sua função de ativo de reserva de valor. Foram os persistentes déficits no balanço de pagamento americano que viabilizaram a expansão da liquidez internacional e, por conseguinte, as condições monetário-financeiras do crescimento nos países capitalistas no pós-Guerra. Foi o Federal Reserve que desempenhou o papel principal de regulação desta liquidez internacional, a despeito das instituições multilaterais – FMI e Banco Mundial – criadas. Com isso, o banco central americano funcionou como regulador do sistema de crédito em

16. Os Estados Unidos permitiram também a desvalorização de 25 moedas nacionais em relação ao dólar – a queda de 30,5% na cotação da libra desencadeou uma cadeia de desvalorização das moedas europeias e do iene – e a formação da União Europeia de Pagamento (1950-1958). Pela União Europeia de Pagamento, cada país liquidava suas posições de crédito e débito com os demais membros e apenas a posição líquida permanecia em dólar. Facilitavam-se, portanto, as transações comerciais e os pagamentos durante a “escassez de dólar” (Block, 1977). A experiência pode ser considerada o embrião operacional do sistema de pagamento do Banco Central Europeu (BCE). Ver também Scanducci Filho (2000) e Gaspar (2011).

17. Kindleberger (1973, p. 340, tradução nossa) defendeu cinco funções ou responsabilidades para os países hegêmônicos na manutenção da estabilidade do sistema mundial: “a) manter um mercado relativamente aberto para os bens; b) proporcionar empréstimos de longo prazo anticíclicos, ou pelo menos estáveis; c) estruturar um sistema relativamente estável de taxa de câmbio; d) assegurar a coordenação das políticas macroeconômicas; e) atuar como emprestador de última instância, através de operações de redesconto e de outras formas, proporcionando liquidez nas crises financeiras”. Para uma avaliação crítica da teoria da estabilidade hegêmônica, ver capítulo de José Gilberto Scanducci Filho neste volume.

que se transformou o regime monetário e financeiro internacional. Além disso, foi sob a liderança dos Estados Unidos que se desenvolveu um intenso processo de internacionalização dos capitais privados. No entanto, o próprio exercício desta liderança e os graus de liberdade na gestão da política econômica, que este padrão monetário permitia aos Estados Unidos, começaram a ameaçar a função de reserva de valor de sua moeda, colocando em xeque o padrão dólar-ouro. A recuperação econômica e a conversibilidade das moedas dos países europeus e asiáticos determinaram uma situação mais simétrica nas relações internacionais, pelo menos no campo econômico, passando a contestar os graus de liberdade dos Estados Unidos diante da circulação internacional do dólar.

Os dólares “excedentes” detidos pelos bancos centrais e pelos agentes privados tinham, em geral, quatro destinos: eram aplicados no mercado financeiro americano, sobretudo, em títulos do Tesouro americano; ampliavam os depósitos no circuito *offshore* do eurodólar em formação; expandiam os investimentos das corporações multinacionais; ou buscavam a prometida transfiguração no ouro.¹⁸ Com o crescimento do euromercado, os bancos internacionais também representavam fontes de emissões de dólares para a economia internacional, multiplicando, sem controle das autoridades americanas, a *oferta monetária global*.¹⁹ Desde meados dos anos 1960, começaram a aparecer os primeiros sintomas de fadiga do arranjo monetário e cambial de Bretton Woods: o déficit americano decorria do forte movimento de capitais e, sobretudo, da expansão das despesas militares (Guerra da Coreia e do Vietnã); a balança comercial e de serviços permaneceu, decrescentemente, superavitária até 1971.

Em síntese, o regime de Bretton Woods floresceu de um compromisso implícito e benigno:²⁰ o benefício da senhoriação concedido ao país emissor da moeda-reserva, os Estados Unidos, seria compensado pela liberdade, atribuída aos demais países, de adotar políticas “keynesianas” internas e estratégias agressivas de comércio exterior (*export-drive*), fomentando o desenvolvimento socioeconômico.²¹ Belluzzo (2006, p. 26) resume estas diversas dimensões do padrão dólar-ouro:

18. No início de 1961, o Tesouro americano e o Federal Reserve Bank de Nova Iorque convenceram autoridades monetárias estrangeiras a estabelecer um Fundo Comum de Ouro com o intuito de manter a cotação em US\$ 35/onzá-troy; quando especuladores começasse a vender dólares e a comprar ouro, o fundo venderia o metal para satisfazer a demanda. A França, no entanto, começou deliberadamente a acumular reservas em ouro e o fundo foi extinto em 1968 (Moffitt, 1984).

19. Sobre a dinâmica de formação e expansão do euromercado, ver Lima (1985), Freitas (1989) e Moffitt (1984).

20. Como salienta Brunhoff (2004, p. 76): “Há um ‘compromisso hierárquico’ (...) que reflete a contradição entre a necessidade de haver uma referência monetária comum para as transações internacionais e a manutenção da especificidade das moedas nacionais”.

21. Não custa recordar que, entre 1950 e 1973, o PIB da República Federal Alemã cresceu a uma taxa média anual de 5,05%; da Itália, 5,68%; do Japão, 9,29%; da Coreia do Sul, 9,85%. No Brasil, as taxas foram mais altas e mais descontínuas, com uma média de 8%, entre 1955 e 1960, 11%, entre 1967 e 1973, e 6,4% entre 1974 e 1980, com uma queda significativa no período 1961-1967.

No imediato pós-Guerra, a prerrogativa de emissor da moeda-reserva permitiu aos Estados Unidos a consecução de três objetivos: a) objetivo estratégico: suportar a maior parte dos custos da aliança militar formalizada na Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN); b) objetivos econômicos: a *seignorage* permitiu a expansão da indústria americana e de seu estilo tecnológico (o fordismo), sobretudo, por meio do investimento direto levado a cabo pela grande empresa transnacional; c) objetivos financeiros: a posição de “banqueiro internacional” dos Estados Unidos concedeu um enorme espaço para a expansão internacional do sistema financeiro americano e maior raio de manobra para a política monetária do Federal Reserve.

Como Minsky (1975; 1986) sugeriu, ao buscar esses objetivos, a economia americana, entre 1945 e 1971, funcionou como “reguladora” do sistema capitalista. Isto significa que os Estados Unidos cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e de provimento de liquidez para a economia internacional. Para os outros países, sobretudo os europeus e os asiáticos, esta função reguladora era uma garantia *ex-ante* de políticas nacionais expansionistas continuadas e estratégias de crescimento baseadas nas exportações. A rápida recuperação das economias europeias e o espetacular crescimento do Japão não podem ser dissociados do progressivo desgaste das regras monetárias e cambiais concertadas em Bretton Woods. A acirrada concorrência comercial das economias industrializadas da Europa e do Japão e o fluxo de investimentos americanos diretos para o resto do mundo, além dos gastos da Guerra Fria, determinaram a ampliação do déficit do balanço de pagamentos americano, a acumulação de dólares nos bancos centrais estrangeiros e a formação do euromercado.

A “crise” de Bretton Woods – o predomínio crescente da função de meio de financiamento e de pagamento do dólar à custa de sua função reserva de valor universal – culminou na desvinculação unilateral do dólar com o ouro em 1971 e na introdução do regime de taxas de câmbio flutuante em 1973.²² Para Moffitt (1984, p. 39), a revogação unilateral dos princípios de Bretton Woods pelo presidente Richard Nixon significou, de fato, que “o mundo estava completamente dependente do dólar americano. Ao mesmo tempo, o mundo tornara-se também dependente do *alter ego* do dólar: os bancos americanos”. Segundo Aglietta (1986, p. 115, grifo no original, tradução nossa): “o completo desaparecimento dos atributos monetários do ouro” permitiu, ao mesmo tempo, “o *auge de uma economia do endividamento internacional, fundada no dólar*”. Vale dizer, a expansão do crédito

22. O conflito entre essas duas funções da moeda está na origem da crise do dólar-ouro, suscitando inclusive tentativas de substituição do dólar pelos direitos especiais de saque (DES – em inglês, special drawing right, SDR), uma “moeda virtual” emitida pelo FMI e ativo de reserva utilizado apenas entre os bancos centrais e o FMI. Os DES foram alocados em três ocasiões. Na primeira, entre 1970-1972, foram distribuídos DES 9,3 bilhões entre os países membros; na segunda, entre 1979-1981, mais DES 12,1 bilhões; e na terceira, acordou-se, no âmbito do G20, em 2009, um reforço da capacidade de empréstimo do FMI – de US\$ 250 bilhões para US\$ 750 bilhões –, sendo US\$ 250 bilhões por meio de nova emissão de DES. Ainda no final da década de 1960, o valor dos DES foi definido como equivalente a 0,888671 grama de ouro, que correspondia a US\$ 1,00. Após 1973, com a desmonetização do ouro, a cotação dos DES foi redefinida a partir de uma cesta de moedas – desde 1999, o dólar, o euro, o iene e a libra.

bancário internacional em dólar, criando-se meios de pagamentos sem qualquer relação com o balanço de pagamentos dos Estados Unidos.

Os defensores das taxas flutuantes proclamavam a possibilidade de escapar das aporias da “trindade impossível”: a convivência entre taxas de câmbio fixas, mobilidade de capitais e a autonomia das políticas monetárias domésticas. Procurava-se, portanto, permitir os realinhamentos cambiais e maior liberdade às políticas monetárias domésticas, dada a liberalização crescente dos movimentos de capitais entre as principais praças financeiras. A década de 1970, todavia, foi caracterizada por instabilidade cambial e tensões decorrentes da alta das taxas de inflação e do papel do dólar no sistema monetário internacional, após a ruptura da conversibilidade ouro. A elevada especulação contra a moeda americana foi enfrentada pela *diplomacia do dólar forte*: elevação das taxas de juros deflagrada pelo Federal Reserve, presidido por Paul Volcker, em outubro de 1979; valorização do dólar; e enquadramentos dos principais parceiros-competidores, Alemanha e Japão (Tavares, 1985; Tavares e Melin, 1997).²³

Na esteira da decisão do Federal Reserve, eclodiu a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento. A América Latina foi atingida com virulência. Parte das dívidas dos países asiáticos foi refinaciada pelos bancos japoneses, desejosos de ampliar suas participações no mercado financeiro internacional. Simultaneamente, as elevadas taxas de juros expandiram as dívidas públicas dos Estados Unidos e da Europa. Com o dólar supervalorizado, os Estados Unidos inverteram sua situação externa: passaram de uma posição credora para a de devedora líquida. Os bancos internacionais credores se beneficiaram da expansão da dívida pública americana: os papéis do Tesouro americano e as taxas de juros elevadas contrabalançaram a queda na qualidade dos ativos e na rentabilidade dos bancos, no momento em que a dívida externa latino-americana sofria desvalorização.

Desde o início dos anos 1980, é sobre a reputação de sua dívida pública que os Estados Unidos sustentam a supremacia do dólar e reforçaram as tendências à transnacionalização de seu mercado financeiro e de capitais e a “metástase global” de sua grande empresa, assim como das empresas e bancos europeus e asiáticos. Os déficits gêmeos americanos – fiscal (houve superávit no breve interregno do governo de Bill Clinton) e em conta-corrente – fomentaram a segunda onda de internacionalização: a chamada globalização financeira e produtiva, agora, sob a égide do padrão dólar flexível. O dólar se fortalece, como moeda de crédito global, sob o comando do sistema financeiro americano e da dinâmica econômica dos Estados Unidos, como *demandante e devedor de última instância*, isto é, com déficit

23. Sobre os processos competitivos de remoção dos mecanismos de controles de capitais nos países desenvolvidos – Inglaterra, Japão, Austrália, Nova Zelândia, países escandinavos e membros da Comunidade Europeia –, ver Chesnais (1994; 1996), Freitas (1997b), Ferreira, Freitas e Schwartz (1998) e Torres Filho (2013). Nos anos 1990, assistiu-se a um movimento semelhante nos chamados “mercados emergentes” da América Latina, Ásia e Leste Europeu.

em transações correntes e dívida externa – cuja taxa de juros é determinada pelo Federal Reserve. Eis o verdadeiro “privilegio exorbitante” dos Estados Unidos:

no atual padrão dólar flexível, os crescentes déficits em conta-corrente não impõem nenhuma restrição de balanço de pagamentos à economia americana. Como o dólar é o meio de pagamento internacional, ao contrário dos demais países, praticamente todas as importações dos EUA são pagas em dólar. Isto também implica que praticamente todos os passivos externos americanos são denominados em dólar. Como os dólares são emitidos pelo Federal Reserve é simplesmente impossível (enquanto as importações americanas forem pagas em dólar) os EUA não terem recursos (dólares) suficientes para pagar suas contas externas. Além disso, naturalmente é o Federal Reserve que determina diretamente a taxa de juros de curto prazo do dólar, enquanto as taxas de juros de longo prazo em dólar são inteiramente dominadas pelas expectativas do mercado sobre o curso futuro da taxa do banco central. Portanto, como a “dívida externa” americana é em dólar, os EUA estão na posição peculiar de determinar *unilateralmente* a taxa de juros que incide sobre sua própria dívida externa. Como a dívida pública americana que paga os juros determinados pelo Federal Reserve é o ativo financeiro de maior liquidez em dólar, ela é também o ativo de reserva mais importante do sistema financeiro internacional (Serrano, 2004, p. 248, grifo nosso).

É evidente, portanto, que os Estados Unidos não vão abdicar deste “privilegio exorbitante”. As decisões políticas tomadas pelo governo dos Estados Unidos, ante a decomposição do sistema de Bretton Woods, permitiram ampliar o espaço supranacional de circulação do capital monetário, financeiro e produtivo. A política americana de supremacia do dólar estimulou a expansão dos mercados financeiros internacionais, primeiramente, por meio do crédito bancário – euromercado e praças financeiras *offshore* – e, posteriormente, mediante o crescimento das finanças diretas. Eliminada a separação de funções entre os bancos comerciais, de investimento, seguradoras e associações encarregadas dos empréstimos hipotecários, os grandes conglomerados financeiros americanos buscaram escapar das regras prudenciais, promovendo o processo de “originar e distribuir”, impulsionando a securitização dos créditos e a alavancagem das posições financiadas nos mercados monetários. Desta forma, promoveram também a interligação com o sistema bancário paralelo (*shadow banking system*) – fundos de investimento, fundos de pensão, *hedge funds*, fundos de *private-equity*, fundos de riqueza soberana e *special investments vehicles* (SIV).²⁴

Trata-se, portanto, de compreender que os Estados Unidos impuseram a liberalização financeira e promoveram as políticas de abertura comercial e integração produtiva. Assim, suas empresas encontraram o caminho para a migração produtiva, enquanto suas instituições financeiras foram investidas plenamente na função de gestoras da finança e da moeda universal. Isto significa que as instituições financeiras americanas

24. Sobre a dinâmica dos mercados financeiros liberalizados, desregulamentados e displicentemente supervisionados, ver Guttman (1994), Cintra (1997), Freitas (1997b), Farhi (1998), Farhi e Cintra (2008; 2009).

foram habilitadas a: *i*) administrar em escala global as relações débito-crédito, fazendo avançar o processo de securitização das dívidas; *ii*) comandar a circulação de capitais entre as praças financeiras e, portanto, condicionar a formação das taxas de câmbio; *iii*) promover as mudanças nas estruturas de propriedade, ou seja, organizar o jogo da concentração patrimonial e produtiva; *iv*) dar fluidez ao sistema de pagamentos em escala global; e *v*) monitorar e gerenciar os riscos financeiros – variação das taxas de juros e de câmbio e os preços dos ativos –, contendo a instabilidade, por meio de uma miríade de derivativos (Belluzzo, 2012b).²⁵

Em resumo, a liderança americana, construída a partir de seu enorme mercado nacional e da vocação “internacionalista” da sua grande empresa e de seus grandes bancos, ensejou, na segunda metade do século XX, a formação e consolidação do espaço manufatureiro, comercial, financeiro e monetário, conhecido como *economia global*. Sob a égide americana, o caráter “revolucionário do crédito e da inovação financeira e tecnológica” formatou um espaço transnacional de acumulação do capital e, simultaneamente, a expansão dos valores culturais, ideológicos, diplomáticos, militares etc. americanos para além de seu território (Belluzzo, 1998; 2013c).²⁶

As estatísticas disponíveis, seguramente imperfeitas, auxiliam a explicitar de diferentes formas este sistema global interconectado (*interconnected global system*). A partir de um amplo estudo do McKinsey Global Institute (Lund *et al.*, 2013), por exemplo, apreende-se que o estoque de investimento estrangeiro – reservas internacionais, investimento externo direto (IED), ações, títulos e empréstimos – alcançou US\$ 101 trilhões em 2011, o equivalente a 145% do PIB mundial (tabela 1).

Entre 2000 e 2007, apresentou taxa de crescimento média de 17%, movimento arrefecido durante a Grande Recessão (2008-2012). Com a criação da União Econômica e Monetária e a moeda única, a Europa participouativamente deste processo de globalização financeira: “as nações da Europa Ocidental responderam por 56% do crescimento do fluxo de capital global entre 1980-2007 – e 72% pela

25. Em função das limitações do escopo, não será efetuada uma discussão sobre as inovações financeiras e institucionais, nem será realizada uma análise da dinâmica da crise, por meio dos processos de inflação e de deflação dos ativos imobiliários e financeiros, característicos dos ciclos liderados pelas finanças (*finance-led*). Salienta-se apenas que, no movimento de inflação de ativos imobiliários, estavam interconectados três determinantes: *i*) a erosão dos critérios de avaliação do risco de crédito e o “aperfeiçoamento” dos métodos de captura dos devedores, as famílias de renda média e baixa, cuja capacidade de pagamento estava limitada pela estagnação da renda; *ii*) a ampliação da securitização das hipotecas e outros recebíveis, mediante a criação e multiplicação de ativos lastreados nas dívidas contraídas pelas famílias – originar e distribuir, impulsionando a alavancagem das posições financiadas nos mercados monetários; e *iii*) a possibilidade de “extrair” novos empréstimos apoiados na valorização dos imóveis e destinados à aquisição de bens de consumo duráveis (*home equity loans*). Na etapa de euforia, a confirmação das expectativas otimistas leva os possuidores de riqueza a apostas mais arriscadas, incorporando ativos de menor qualidade em suas carteiras. Porém, uma súbita alteração das expectativas acarreta uma onda de vendas em massa, que tende a começar pelos ativos mais arriscados, revertendo o ciclo. Para mais informações, ver Minsky (1986), Aglietta (2004), Coutinho e Belluzzo (1996; 1998), Greenspan (2007; 2010), Buiter e Sibert (2007), Buiter (2008), Kregel (2008a; 2008b), Guttman e Plihon (2008), Borio (2008), Morris (2008), Freitas e Cintra (2008), Wolf (2008), Tett (2009), United States (2009), Roubini e Mihm (2010), United States (2011), Farhi e Prates (2013).

26. Para a relação dos Estados Unidos com o seu “território econômico supranacional”, ver Fiori (2004; 2007; 2008). Para outras discussões sobre o poder global americano, do ponto de vista geopolítico, ver Panitch e Gindin (2005) e Gowan (2005). Sobre a desconcentração relativa do poder americano, ver Lima (2010) e Cruz (2010).

contração entre 2007-2011” (Lund *et al.*, 2013, p. 27, tradução nossa), uma vez que o grau de integração entre os mercados financeiros europeus deu um passo atrás, nos últimos anos. Segundo Lund *et al.* (2013, p. 16, tradução nossa),

hoje, 30% dos títulos das ações e dos bônus mundiais estão detidos por investidores estrangeiros. A participação varia significativamente entre as regiões: a Europa é a mais alta, com 53% detidos por investidores estrangeiros (dois terços dos quais são provenientes de outros países europeus). Na América do Norte, 23% dos títulos e ações são detidos por investidores estrangeiros; na China, o dado correspondente é 9,4%.

TABELA 1
Estoque global de investimento estrangeiro direto – IED (1990-2011)¹

	US\$ trilhões, fim de período, taxas de câmbio nominais											Taxa de crescimento (%)	
	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		2000-2007	2007-2011
Total	11	18	31	60	75	94	85	93	99	101		17,0	2,0
Reservas internacionais	1	1	2	4	5	6	6	7	8	9		20,8	9,9
IED	2	3	7	12	15	19	20	23	24	26		16,0	7,5
Ações	1	2	6	11	14	17	10	14	16	14		15,6	-4,2
Títulos	1	3	5	13	16	19	17	20	20	20		19,4	1,4
Empréstimos ²	6	8	11	20	25	32	31	29	31	32		16,4	-0,2
Em % do PIB global	55	67	101	131	142	153	139	148	149	145		-	-

Fonte: *Balance of Payments* do McKinsey Global Institute *apud* Lund *et al.* (2013, p. 70).

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Exclui ativos de centros financeiros offshore. Os totais podem apresentar desvios provenientes de arredondamento.

² Inclui essencialmente empréstimos, moedas e depósitos, bem como uma pequena parcela de crédito comercial.

Outra forma de observar a crescente interpenetração dos capitais é por meio do levantamento do investimento direto externo, divulgado no *World Investment Report* pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD, 2012). Como se pode verificar na tabela 2, os fluxos de entrada de investimento direto externo alcançaram US\$ 1,5 trilhão em 2011, sendo US\$ 526 bilhões por meio de fusões e aquisições; o estoque de entrada, US\$ 20,4 trilhões. Nesse mesmo ano, as corporações transnacionais, com ativos totais estimados em US\$ 82,1 trilhões, promoveram vendas de US\$ 27,9 trilhões, exportações de US\$ 7,4 trilhões e valor adicionado de US\$ 7,2 trilhões. Além disso, geraram 69 milhões de empregos. Outro relatório da UNCTAD (2013) afirma que as cadeias de valor administradas de várias formas pelas empresas transnacionais respondem por 80% dos US\$ 20 trilhões em comércio exterior em cada ano.

O papel do dólar e do sistema financeiro americano deve ser compreendido neste profundo espaço de acumulação de capital global. O balanço de pagamentos dos Estados Unidos, sinteticamente, possibilita identificar as interações do sistema financeiro americano líquido e profundo, fornecendo fluxos de capitais de longo

prazo para o resto do mundo e, simultaneamente, captando recursos de curto prazo. Desta forma, as finanças americanas, operando em dólar, reciclam os fluxos internacionais de capitais, financiam os balanços de pagamentos e asseguram a liquidez para o sistema monetário e financeiro internacional. Como sugerido, a progressiva liberalização dos fluxos de capitais foi gestando um mercado unificado de dinheiro e ativos financeiros em escala global, sob o comando do sistema financeiro americano. Kindleberg (1987, p. 72) entendia que, após a Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos desempenhavam o papel de banco comercial do mundo (*the U.S. as a bank*). Isto porque o sistema financeiro americano atuava como banco “comercial” global, atraindo e emprestando recursos: “[os Estados Unidos] estiveram envolvidos em intermediação financeira, emprestando a longo e tomado a curto, fornecendo liquidez para o mundo. (...) Os EUA estavam, na realidade, agindo como *banco do mundo*” (Kindleberger, 1987, p. 72-73, grifo nosso).

TABELA 2
Indicadores selecionados de IED e produção internacional (1990-2011, anos selecionados)
(Em US\$ bilhões, valores em preços correntes)

	1990	2005-2007 (média pré-crise)	2009	2010	2011
IED – fluxo de entrada	207	1.473	1.198	1.309	1.524
IED – fluxo de saída	241	1.501	1.175	1.451	1.694
IED – estoque de entrada	2.081	14.588	18.041	19.907	20.438
IED – estoque de saída	2.093	15.812	19.326	20.865	21.168
Fusões e aquisições transfronteiras	99	703	250	344	526
Total de ativos das empresas estrangeiras	4.599	43.623	74.910	75.609	82.131
Vendas das empresas estrangeiras	5.102	20.656	23.866	25.622	27.877
Valor adicionado das empresas estrangeiras	1.018	4.949	6.392	6.560	7.183
Exportações de empresas estrangeiras	1.498	5.003	5.060	6.267	7.358
Emprego das empresas estrangeiras (milhares)	21.458	51.593	59.877	63.903	69.065
<i>Memorandum</i>					
PIB global	22.206	50.411	57.920	63.075	69.660
Formação bruta de capital fixo	5.109	11.208	12.735	13.940	15.770
Royalties e receitas de taxa de licenciamento	29	156	200	218	242
Exportações de bens e serviços não fatores	4.382	15.008	15.196	18.821	22.095

Fonte: UNCTAD (2012, p. 24) e IMF (2012).
Elaboração dos autores.

Serrano (2002, p. 248) lembra que “a analogia correta é a de que os EUA, ao controlar a emissão da moeda internacional, faziam o papel de *banco central*

do mundo".²⁷ Atualmente, as finanças dolarizadas encontram mais semelhança com os "bancos múltiplos ou universais", que atuam como supermercados financeiros, sob a proteção do Federal Reserve. Diante das potencialidades dos mercados financeiros americanos, em termos de liquidez, profundidade, sofisticação, introdução de inovações e custos de emissão, o sistema financeiro dos Estados Unidos e o padrão dólar flexível atuam como o mercado de crédito e de capitais planetário. Eles atraem, multiplicam e redistribuem capitais pelos principais mercados financeiros – Reino Unido, área do euro, Canadá, Japão e mercados emergentes –, por constituírem um dos mais internacionalizado dos "mercados nacionais" e comandarem o dinheiro que tem sido o verdadeiro dinheiro mundial (Braga e Cintra, 2004).²⁸

A partir de 1982, a conta-corrente do balanço de pagamento dos Estados Unidos tornou-se deficitária – exceção ao ano recessivo de 1991–, sendo financiada mediante a atração de capitais estrangeiros. A tabela 3 e o gráfico 1 revelam que a entrada de capitais, de curto e de longo prazo, foi capaz de financiar o déficit em conta-corrente e a saída de capitais americanos, mesmo em momentos de fraudes contábeis (Enron, WorldCom etc.), acentuadas desvalorizações nas cotações das bolsas de valores e crise financeira sistêmica (colapso do banco de investimento Lehman Brothers), bem como taxas de juros próximas de zero (entre outubro de 2008 e julho de 2013). Em 2010, por exemplo, o déficit em transações correntes somou US\$ 449,5 bilhões, e os americanos investiram US\$ 909,9 bilhões no exterior, resultando em uma saída de US\$ 1,3 trilhão. Todavia, os estrangeiros aplicaram US\$ 1,3 trilhão nos Estados Unidos, sendo US\$ 398,3 bilhões realizados pelos bancos centrais, US\$ 205,8 bilhões pelas corporações transnacionais, na forma de investimento estrangeiro direto, e US\$ 298,3 bilhões em títulos do Tesouro americano. Portanto, os investidores estrangeiros "financiaram" o balanço de pagamentos dos Estados Unidos, enquanto o sistema financeiro americano reciclagem e ancorou os fluxos internacionais de capitais. Em 2008, com o aprofundamento da crise e a deterioração das condições financeiras, os investidores americanos repatriaram capitais: US\$ 332,1 bilhões (gráfico 1). Em 2012, o movimento voltou a se repetir, mas em menor grau, liderado pelas instituições bancárias (tabela 3).

27. Segundo Solomon (1977, p. 31, tradução nossa): "entre 1949 e 1959, os Estados Unidos assumiram o importante papel de banco central do mundo, preenchendo, assim, uma função não especificada nos acordos de Bretton Woods: os Estados Unidos criaram moeda internacional ao expandirem suas dívidas líquidas para com o resto do mundo". Da mesma forma, afirmaram Panitch e Gindin (2005, p. 111, tradução nossa): "Foi no contexto desta integração que o Federal Reserve começou a emergir como o que a revista *The Economist* pode chamar 'realmente, o banco central do mundo', em termos da provisão de liquidez e da definição da taxa de juros básica global. As origens desses desenvolvimentos estão associadas ao crescimento de finanças internacionais durante a era de Bretton Woods, especialmente quando Wall Street passa a participar do mercado de eurodólar em Londres. E foi o primeiro *big bang* de desregulamentação financeira, ocorrido em Nova Iorque em meados dos anos 1970, seguido por outras explosões tanto nos mercados financeiros domésticos como nos internacionais, após o Choque Volcker. (...) Ao mesmo tempo, o papel internacional crescente de bancos de investimento americanos mediou fusões corporativas em todas as partes da Europa e da Ásia, além de influenciar suas reorientações industrial e financeira".

28. Segundo estimativas do Federal Reserve Bank of New York, mais de 70% das notas de US\$ 100 e mais de 55% das notas de US\$ 50 e de US\$ 20 são mantidas no exterior. Praticamente, dois terços de todas as notas de dólar circulam fora dos Estados Unidos, desde 1990 (Goldberg, 2010, p. 2).

TABELA 3

Balanço de pagamento dos EUA (1960-2012, anos selecionados)
 (Em US\$ milhões)

	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2012
Ativos americanos no exterior	-4.099	-9.337	-86.967	-81.234	-560.523	-909.953	-97.469
Ativos do governo dos Estados Unidos (exclui reservas)	-1.100	-1.589	-5.162	2.317	-941	7.540	85.331
Moedas estrangeiras e ativos de curto prazo	-528	-16	242	-130	-24	10.108	90.987
Ativos do setor privado	-5.144	-10.229	-73.651	-81.393	-559.292	-915.659	-178.341
Investimento direto no exterior	-2.940	-7.590	-19.222	-37.183	-159.212	-301.080	-388.293
Portfólio	-663	-1.076	-3.568	-28.765	-127.908	-139.084	-144.823
Ativos de instituições não bancárias	-394	-596	-4.023	-27.824	-138.790	31.326	-25.723
Ativos de bancos universais	-1.148	-967	-46.838	12.379	-133.382	-506.821	380.498
Ativos de estrangeiros nos Estados Unidos	2.294	7.226	62.037	139.357	1.038.224	1.333.921	543.884
Reservas dos bancos centrais estrangeiros	1.473	7.775	16.649	33.910	42.758	398.309	393.922
Ativos do setor privado	821	-550	45.388	105.447	995.466	935.612	149.962
Investimento estrangeiro direto	315	1.464	16.918	48.494	321.274	205.851	166.411
Títulos do Tesouro americano	-364	81	2.645	-2.534	-69.983	298.341	156.385
Outros valores mobiliários (bônus e ações)	282	2.189	5.457	1.592	459.889	140.939	196.908
Passivo de instituições não bancárias	-90	2.014	6.852	45.133	170.672	67.985	-39.505
Passivo dos bancos universais	678	-6.298	10.743	-3.824	116.971	194.177	-387.378
<i>Memorandum</i>							
Balanço de bens	4.892	2.603	-25.500	-111.037	-446.942	-650.156	-741.475
Balanço de serviços	-1.385	-349	6.093	30.173	69.605	150.777	206.819
Balanço de bens e serviços	3.508	2.254	-19.407	-80.864	-377.337	-499.379	-534.656
Balanço de rendas	3.379	6.233	30.073	28.550	19.178	177.659	223.928
Transferências unilaterais	-4.062	-6.156	-8.349	-26.654	-58.159	-127.751	-129.688
Balanço de transações correntes	2.824	2.331	2.317	-78.968	-416.317	-449.471	-440.416

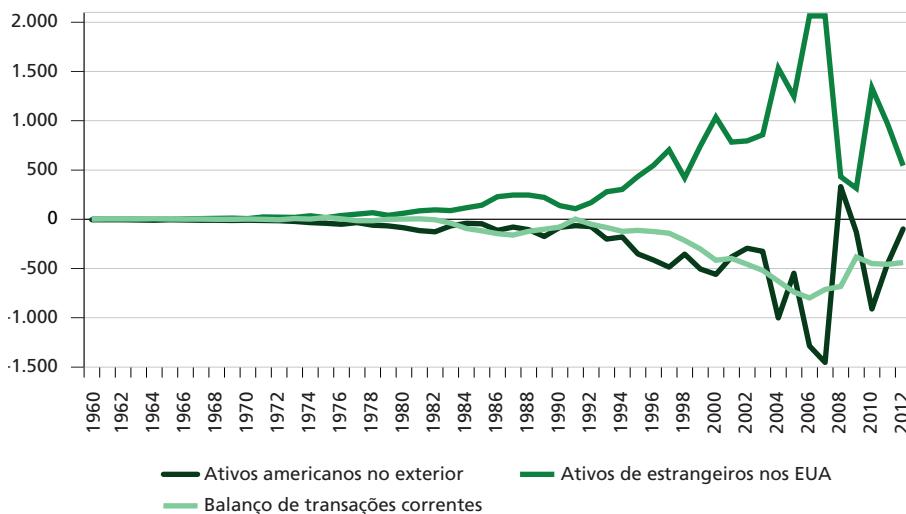
Fonte: Bureau of Economic Analysis. Disponível em: <<http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>>.

Elaboração dos autores.

Os déficits em conta-corrente e sua forma de financiamento alteraram a posição líquida de investimento internacional dos Estados Unidos, de credor, até 1985, para devedor. A diferença entre os estoques de ativos estrangeiros detidos por americanos e os estoques de ativos americanos detidos por investidores estrangeiros tornou-se crescentemente deficitária: de US\$ 28 bilhões, ou 0,6% do PIB, em 1986, para US\$ 3,8 trilhões, ou 24,6% do PIB, em 2012. Nesse último ano, os investimentos americanos no exterior somaram US\$ 21,6 trilhões (138% do PIB): US\$ 5 trilhões em investimento direto; US\$ 7,5 trilhões em ações e títulos de dívida; e US\$ 3,9 trilhões em operações dos bancos americanos (tabela 4 e gráfico 2). Por sua vez,

os investimentos estrangeiros nos EUA alcançaram US\$ 25,5 trilhões (162,6% do PIB); US\$ 3 trilhões em investimento direto; US\$ 6,9 trilhões em ações e bônus corporativos; US\$ 3,6 trilhões em captação dos bancos americanos mediante suas filiais no exterior; US\$ 5,7 trilhões em ativos de bancos centrais estrangeiros; e US\$ 1,5 trilhão em títulos da dívida pública americana.²⁹ As operações com derivativos passaram a ser registradas em 2005 e, desde então, a posição líquida foi positiva, sendo US\$ 126,2 bilhões em 2011.

GRÁFICO 1
Balanço de pagamento dos Estados Unidos (1960-2012)
(Em US\$ milhões)



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Disponível em: <<http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>>. Elaboração dos autores.

Reitera-se que essa parece ser a grande vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro:

a eliminação pura e simples da sua restrição externa. Agora, os EUA podem incorrer em déficits em conta-corrente, permanentes e crescentes, sem se preocupar com o fato de seu passivo externo líquido estar aumentando, uma vez que este passivo “externo” é composto de obrigações denominadas na própria moeda e não conversíveis em mais nada (Serrano, 2002, p. 251).

29. Não se deve esquecer que as operações dos investidores estrangeiros nos mercados de ações e de dívida nos Estados Unidos desempenharam papel relevante nos processos de inflação de ativos financeiros e imobiliários, bem como estimularam o crédito ao consumo e a superacumulação produtiva e financeira na década de 1990, nas empresas pontocom. Os investidores estrangeiros compraram bônus emitidos pelas corporações que recompravam suas ações, estimulando as cotações. Ao se tornarem um dos principais *fundings* para a expansão das agências federais, os estrangeiros também estimularam o mercado de hipotecas, fomentando a bolha no mercado de imóveis residenciais. Ver Cintra e Cagnin (2007a; 2007b), Cagnin (2007) e Cagnin (2012).

Vale dizer, o sistema financeiro americano desregulamentado e liberalizado – operando em dólar em âmbito global –, ancorado no Federal Reserve, fornece e recicla a liquidez do sistema monetário internacional. Durante a fase mais aguda da crise financeira internacional, centrada nos Estados Unidos, entre o fim de outubro de 2008 e o fim de abril de 2009, o Federal Reserve – atuando como emprestador de última instância do sistema financeiro global – estabeleceu acordos de troca de moedas com quatorze bancos centrais – inclusive com área do euro, Austrália, Canadá, Dinamarca, Japão, Noruega, Nova Zelândia, Reino Unido, Suécia e Suíça –, no valor de US\$ 900 bilhões, para ampliar a liquidez em dólares nos mercados financeiros globais. Foram utilizados US\$ 617 bilhões. Com o agravamento das dívidas soberanas na área do euro, em 30 de novembro de 2011, o Federal Reserve realizou novos acordos de troca de moedas com cinco bancos centrais no valor de US\$ 100 bilhões.³⁰

De acordo com o FMI, 34 países desenvolvidos e 109 países em desenvolvimento informam o volume de reservas internacionais dos respectivos bancos centrais, mas nem todos discriminam a composição das moedas em que estão alocadas. Pelos dados sistematizados pelo FMI, a participação do dólar na composição total das reservas internacionais teria reduzido de 54,1% em 1998 para 34,4% em dezembro de 2012. Trata-se, no entanto, de uma informação parcial, pois houve um aumento da participação das reservas não identificadas de 22% em 1998 para 44,4% em dezembro de 2012 (tabelas 5 e 6). Portanto, não é possível inferir uma queda da participação do dólar nas reservas internacionais dos bancos centrais, dada a redução no grau de transparência dos dados divulgados. A China, por exemplo, constitui um dos países que não revelam a composição de suas reservas internacionais. Em dezembro de 2012, as reservas chinesas, de US\$ 3,3 trilhões, representavam 74,9% das reservas não identificadas. Considerando-se apenas as reservas identificadas, houve uma queda da participação do dólar de 71,1%, em 2000, para 61,9%, em 2012; aumento do euro até 2008; e aumento das moedas de economias emergentes, como o dólar australiano, a partir de 2008 (tabela 7).

30. Pela primeira vez, foram efetuadas operações de *swaps* de US\$ 30 bilhões com os bancos centrais de mercados emergentes – Brasil, México, Coreia do Sul e Cingapura – a fim de facilitar o movimento dos investidores para o dólar, auxiliando a conter as pressões pela desvalorização das moedas (fugas de capitais). Para uma discussão sobre o papel destas operações de *swap* na gestão da crise global, ver McGuire e Peter (2009) e Goldberg, Kennedy e Mil (2011). Para um panorama da atuação do Federal Reserve, ver Bullio et al., (2009), Bastos e Mattos (2011) e Cardoso (2012; 2013). As primeiras operações de trocas de moedas realizadas pelo Federal Reserve ocorreram em 1962, no âmbito das medidas implementadas para sustentar o dólar (Moffitt, 1984, p. 32).

TABELA 4
Posição dos investimentos internacionais dos Estados Unidos
(1976-2012, anos selecionados)
(Em US\$ bilhões)

	1976	1980	1990	2000	2010	2012
Posição líquida	163	360	-230	-1.337	-2.474	-3.864
Derivativos financeiros (líquido)					110	58
Posição líquida (exclui derivativos financeiros)	163	360	-230	-1.337	-2.584	-3.922
Ativos americanos no exterior	457	930	2.179	6.239	20.298	21.638
Derivativos financeiros (<i>gross positive fair value</i>) ¹					3.652	3.620
Reservas do governo americano	44	171	175	128	489	572
Ouro	37	156	102	72	368	433
Direitos Especiais de Saque	2	3	11	11	57	55
FMI	4	3	9	15	12	34
Ativos do governo americano (exclui reservas)	45	66	84	85	75	94
Moedas estrangeiras e ativos de curto prazo	1	2	1	3	1	10
Ativos do setor privado	368	693	1.920	6.025	16.082	17.352
Investimento direto no exterior	222	388	617	1.532	4.307	5.078
Portfólio (bônus e ações)	44	62	342	2.426	6.336	7.531
Ativos de instituições não bancárias	20	38	265	837	875	845
Ativos de bancos universais	81	204	696	1.232	4.564	3.898
Ativos de estrangeiros nos Estados Unidos	294	569	2.409	7.576	22.772	25.502
Derivativos financeiros (<i>gross negative fair value</i>) ¹					3.542	3.562
Reservas dos bancos centrais estrangeiros	107	181	380	1.037	4.913	5.692
Títulos do governo americano	73	118	291	756	3.993	4.527
Ativos do setor privado	187	388	2.029	6.539	14.317	16.247
Investimento estrangeiro direto	48	127	505	1.421	2.598	3.057
Títulos do Tesouro americano	7	16	152	382	1.102	1.542
Outros valores mobiliários (bônus e ações)	55	74	461	2.623	5.934	6.904
Passivo de instituições não bancárias	13	30	213	739	644	657
Passivo dos bancos universais	53	121	633	1.169	3.698	3.633

Fonte: Bureau of Economic Analysis. Disponível em: <http://www.bea.gov/international/xls/intinv113_t1.xls>.

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Há dois métodos de agregação dos derivativos. O primeiro é pelo valor nocional, que equivale ao valor do ativo subjacente. O segundo é denominado “valores brutos de mercado”, que corresponde ao custo de substituição de todos os contratos aos preços de mercado.

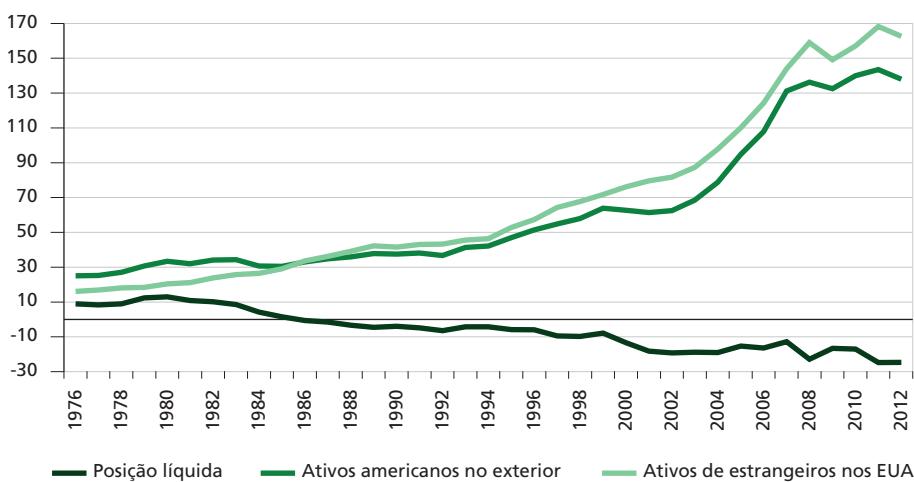
O que se pode inferir, a partir desses dados, é que o sistema monetário internacional voltou a ser um sistema de reserva, no qual se destacam os montantes acumulados pelos: *i*) países emergentes industrializados: China (incluíndo Hong Kong), Coreia do Sul, Cingapura, Taiwan, Índia, Brasil; *ii*) países produtores de petróleo: Arábia

Saudita, Kuwait, Catar, Noruega, Rússia; e *iii)* países desenvolvidos: Japão e Suíça.³¹ Em dezembro de 2012, o total das reservas internacionais atingiu US\$ 10,95 trilhões, sendo US\$ 3,7 trilhões dos países desenvolvidos e US\$ 7,2 trilhões dos países em desenvolvimento (tabela 5). A participação do euro – entre as reservas identificadas – manteve o papel relativo desempenhado pelas moedas europeias antes da introdução da moeda única, quais sejam, o marco alemão, o franco francês, o guilder holandês e a Unidade Monetária Europeia (ECU). Todavia, a participação do euro caiu de 16,1% em 2007, antes da crise financeira e da explicitação dos problemas na arquitetura da União Europeia, para 13,3% em 2012, entre as reservas identificadas. Esta queda ocorreu entre os países em desenvolvimento: de 13,2% para 9,3%, no mesmo período (tabela 6). Os bancos centrais dos países em desenvolvimento venderam € 45 bilhões em 2012, reduzindo em 6,2% a presença do euro em suas reservas internacionais. Segundo análise antecipada pelo Banco Central Europeu (BCE):

encontra-se evidência de um forte declínio do interesse estrangeiro em títulos de dívida pública emitidos por determinados países da área do euro e uma moderada redução para a zona do euro como um todo durante a intensificação da crise no segundo semestre de 2011 (ECB, 2012, p. 11, tradução nossa).

GRÁFICO 2

Posição dos investimentos internacionais dos Estados Unidos (1976-2012)
(Em % do PIB)



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Disponível em: <http://www.bea.gov/international/xls/intinv113_t1.xls>. Elaboração dos autores.

31. Nos anos 1970, com a introdução das taxas de câmbio flutuantes, formou-se a ilusão de que não haveria mais a necessidade de reservas internacionais. Os mercados financeiros internacionais assegurariam os ajustes rápidos e contínuos dos balanços de pagamentos, com a condição de não exercerem nenhum controle sobre os fluxos de capitais. Os bancos centrais, ao transferirem a gestão das obrigações externas para os mercados, não precisariam se preocupar em constituir reservas. Para Aglietta (1986, p. 14, tradução nossa) isto significava: “o mundo encantado do mercado perfeito transplantado à escala das relações internacionais. Neste mundo, a moeda internacional se extingue, posto que já não possui uma função específica. O setor privado pode utilizar qualquer divisa para efetuar seus pagamentos internacionais. As divisas se tornam triviais, já que somente têm um papel instrumental, ao equilibrarem-se por si mesmas as transações comerciais e financeiras”.

De acordo com reportagem do *Financial Times*, republicada no *Valor Econômico*: “o desafio do euro como moeda de reserva internacional foi postergado em uma geração, à luz da constatação de que os países em desenvolvimento estão descartando a moeda europeia de suas reservas oficiais” (Harding, 2013). Isto indica que, embora alguma diversificação da composição das reservas dos bancos centrais possa ocorrer, de forma gradual e discreta, inclusive por meio dos fundos de riqueza soberana (*sovereign wealth funds*), não há no horizonte visível nenhuma mudança dramática em direção a uma moeda global alternativa, seja pela ausência de vontade política, seja pela incapacidade de qualquer outra moeda, inclusive o euro, em desempenhar o papel de moeda-reserva global e fonte principal de valor de ativos financeiros e moeda de veículo do comércio internacional, pelo qual as mercadorias e os serviços são faturados e outras moedas trocadas.

A pesquisa trianual do Bank for International Settlements (BIS, 2010, p. 7) sobre o mercado global de moedas reitera o papel predominante do dólar. Com um volume diário de transações cambiais estimado em US\$ 3.981 bilhões, sendo US\$ 1.490 bilhões em transações à vista (*spot*), US\$ 1.765 bilhões em operações de *swaps* de moedas, US\$ 475 bilhões em contratos a termo (*outright forwards*), US\$ 207 bilhões em opções (*options*) e outros produtos, o dólar estava presente em 85% das operações (tabela 8). O euro respondia por 39%; o iene, 19%; e a libra, 13%. As transações com as moedas de alguns países emergentes – Austrália, Brasil, China, Coreia do Sul Índia, Rússia – têm se ampliado, mas permanecem marginais. A plataforma do CLS Bank International, que compensa 700 mil transações cambiais por dia em dezessete moedas, movimentando US\$ 4 trilhões, confirma a pesquisa do BIS (2010): o dólar aparece em uma das pontas de 90% das operações; o euro, em 40%; o iene, em 18%; e a libra, em 17%.³² Todas as outras treze moedas, inclusive o franco-suíço, estão em uma das pontas de aproximadamente 35% das transações.³³

Embora tenha ocasionado muita destruição de riqueza, de renda e de emprego, e tenha gerado muita incerteza sobre o futuro, a crise financeira iniciada em 2008 não minou a posição dominante dos Estados Unidos, nem sua capacidade de reagir, em âmbito tecnológico, militar, diplomático, econômico, financeiro e monetário (NIC, 2012; Braga, 2012; Kroeber, 2012a; Oliveira, 2013). Sobre o aspecto monetário e financeiro, durante a crise, a *fuga para a qualidade* levou os investidores, públicos

32. As moedas liquidadas no CLS Bank International são: dólar (Estados Unidos), euro (zona do euro), libra esterlina (Reino Unido), iene (Japão), dólar de Hong Kong, dólar de Cingapura, dólar australiano (Austrália), dólar da Nova Zelândia, won (Coreia do Sul), peso mexicano (México), dólar canadense (Canadá), coroa dinamarquesa (Dinamarca), coroa norueguesa (Noruega), coroa sueca (Suécia), rande (África do Sul), franco suíço (Suíça) e shekel (Israel). Para maiores informações, ver: <<http://www.cls-group.com/MarketInsight/CLS%20Information/CLS%20Statistics%20on%20FX%20Activity.pdf>>. Os autores agradecem a Rafael Bianchini Abreu Paiva por estas informações.

33. Também por razões de escopo não se realizará o detalhamento da participação do dólar nas emissões de títulos de dívida, nos empréstimos bancários e nos derivativos financeiros. Para estas informações, ver o capítulo de Bruno Martarello De Conti, Daniela Magalhães Prates e Dominique Plichon neste volume. Sobre a participação do euro, ver ECB (2012, p. 10).

e privados, a fugir *para* o dólar e não *do* dólar, a despeito da redução das taxas de juros para próximo de zero em Wall Street. Confirmou-se, mais uma vez, o papel do dólar como moeda-reserva da economia global, para a qual se foge em momentos de crise – mesmo que a crise ocorra no centro financeiro do próprio dólar, ou seja, em Nova Iorque (Serrano, 2004; Eichengreen, 2011).

O dólar também permanece predominante nos acordos de taxas de câmbio. Por meio de diferentes mecanismos, muitos países mantêm regimes cambiais atrelados ao dólar. Em 2010, oito países encontravam-se dolarizados ou mantinham *currency boards* (caixa de conversão) com dólar; noventa países adotavam o dólar como âncora cambial; e nove países gerenciavam a flutuação de suas moedas de acordo com o dólar (tabela 9). A participação das moedas relacionadas, de alguma maneira, ao dólar se ampliou de 50% em 2008 para 52% em 2010; e este grupo de países representava mais de um terço do PIB mundial, excluindo-se os Estados Unidos.³⁴

TABELA 5
Composição das reservas internacionais, por moeda (1998-2012, anos selecionados)
(Em US\$ milhões)

	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Mundo	1.643.589	1.935.859	4.319.959	6.704.205	7.345.786	9.264.235	10.936.323
Reservas identificadas ¹	1.282.406	1.518.244	2.843.626	4.119.361	4.210.258	5.161.831	6.079.649
Dólar	888.724	1.079.916	1.902.535	2.641.657	2.698.599	3.191.655	3.761.310
Libra	34.142	41.798	102.243	192.675	168.794	203.015	243.307
Marco alemão	176.951	-	-	-	-	-	-
Franco francês	20.814	-	-	-	-	-	-
Iene	80.029	92.078	101.769	12.048	131.901	188.770	239.760
Franco suíço	4.237	4.087	4.143	6.395	5.799	6.629	7.704
Guilder holandês	3.489	-	-	-	-	-	-
ECU ²	16.637	-	-	-	-	-	-
Euro	-	277.693	683.893	1.082.376	1.112.287	1.342.492	1.455.137
Outras moedas	57.383	22.672	49.041	75.778	92.878	229.271	372.430
Reservas não identificadas ³	361.183	417.615	1.476.334	2.584.845	3.135.528	4.102.404	4.856.675

(Continua)

34. Estimativas sobre as moedas utilizadas no faturamento ou liquidação do comércio exterior são limitadas. Para Goldberg e Tille (2008) e Auboin (2012), o exportador e o importador podem apresentar interesses opostos na escolha da moeda de denominação ou liquidação das transações comerciais. Vale dizer, a escolha da moeda para faturar exportação e importação não é neutra em relação à exposição ao risco de câmbio. Por um lado, o importador deseja limitar a participação da moeda estrangeira nos contratos e maximizar a participação da própria moeda, a fim de conter os riscos de taxa de câmbio, sobretudo, se efetuar grandes operações ou se controlar as cadeias de distribuição. Por outro lado, o exportador deseja determinar unilateralmente a moeda de pagamento, que maximiza suas receitas. Dessa forma, um número significativo de países gostaria de desenvolver o uso de sua moeda no comércio internacional. A partir de uma ampla base de dados, Goldberg e Tille (2008) identificam que o dólar desempenha um papel dominante nas trocas entre o Canadá e os Estados Unidos (81%) e entre o Canadá e o restante do mundo (68%). O dólar também está presente em 84,9% das exportações da Coreia do Sul, em 52,4% das exportações do Japão, em 67,9% das exportações da Austrália e em 80% das exportações da Tailândia. Refletindo a elevada participação das matérias-primas e da energia nas importações, o dólar fatura 82,2% das compras externas coreanas e 70,7% das japonesas. Ver também Tille e Goldberg (2009). Para uma estimativa da participação do euro nas trocas fora da União Europeia, ver box 1.

(Continuação)

	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Economias desenvolvidas	1.022.435	1.217.025	2.078.490	2.432.208	2.491.193	3.092.204	3.690.839
Reservas identificadas ¹	925.177	1.107.883	1.821.599	2.157.080	2.197.678	2.708.457	3.281.890
Dólar	618.689	772.465	1.261.105	1.423.433	1.475.598	1.761.725	2.082.479
Libra	26.033	31.010	49.831	76.021	59.055	68.152	97.880
Marco alemão	130.279	-	-	-	-	-	-
Franco francês	12.898	-	-	-	-	-	-
Iene	65.943	80.784	86.263	85.215	93.545	120.656	155.767
Franco suíço	2.212	3.185	3.428	4.721	3.955	5.198	2.536
Guider holandês	2.989	-	-	-	-	-	-
ECU ²	16.541	-	-	-	-	-	-
Euro	-	203.910	387.038	522.190	511.245	646.720	778.471
Outras moedas	49.593	16.529	33.935	45.501	54.281	106.005	164.756
Reservas não identificadas ³	97.258	109.142	256.891	275.127	293.515	383.747	408.949
Economias em desenvolvimento	621.153	718.834	2.241.469	4.271.998	4.854.593	6.172.030	7.245.485
Reservas identificadas ¹	357.229	410.361	1.022.027	1.962.280	2.012.580	2.453.374	2.797.759
Dólar	270.035	307.452	641.431	1.218.224	1.223.001	1.429.929	1.678.831
Libra	811	10.788	52.413	116.654	109.738	134.863	145.427
Marco alemão	46.672	-	-	-	-	-	-
Franco francês	7.916	-	-	-	-	-	-
Iene	14.086	11.294	15.506	35.265	38.356	68.113	83.994
Franco suíço	2.024	901	715	1.675	1.845	1.431	5.168
Guider holandês	500	-	-	-	-	-	-
ECU ²	96	-	-	-	-	-	-
Euro	-	73.783	296.855	560.186	601.042	695.772	676.666
Outras moedas	779	6.143	15.106	30.277	38.597	123.266	207.674
Reservas não identificadas ³	263.924	308.473	1.219.443	2.309.717	2.842.013	3.718.656	4.447.726
China	149.188	168.278	821.514	1.530.282	1.949.260	2.866.079	3.331.120

Fonte: Base de dados da Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (Cofer), do FMI. Disponível em:
<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Mostra as reservas cujas moedas foram identificadas.

² A ECU era uma moeda virtual baseada em uma cesta de moedas dos Estados-membros da Comunidade Europeia, usada como unidade de conta antes da introdução do euro em 1º de janeiro de 1999.

³ Mostra a diferença entre o total das reservas e as identificadas.

TABELA 6

Composição das reservas internacionais, por moeda (1998-2012, anos selecionados)
 (Em %)

	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Mundo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Reservas identificadas ¹	78,0	78,4	65,8	61,4	57,3	55,7	55,6
Dólar	54,1	55,8	44,0	39,4	36,7	34,5	34,4
Libra	2,1	2,2	2,4	2,9	2,3	2,2	2,2
Marco alemão	10,8	-	-	-	-	-	-
Franco francês	1,3	-	-	-	-	-	-
Iene	4,9	4,8	2,4	0,2	1,8	2,0	2,2
Franco suíço	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Guider holandês	0,2	-	-	-	-	-	-
ECU ²	1,0	-	-	-	-	-	-
Euro	-	14,3	15,8	16,1	15,1	14,5	13,3
Outras moedas	3,5	1,2	1,1	1,1	1,3	2,5	3,4
Reservas não identificadas ³	22,0	21,6	34,2	38,6	42,7	44,3	44,4
Economias desenvolvidas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Reservas discriminadas ¹	90,5	91,0	87,6	88,7	88,2	87,6	88,9
Dólar	60,5	63,5	60,7	58,5	59,2	57,0	56,4
Libra	2,5	2,5	2,4	3,1	2,4	2,2	2,7
Marco alemão	12,7	-	-	-	-	-	-
Franco francês	1,3	-	-	-	-	-	-
Iene	6,4	6,6	4,2	3,5	3,8	3,9	4,2
Franco suíço	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Guider holandês	0,3	-	-	-	-	-	-
ECU ²	1,6	-	-	-	-	-	-
Euro	-	16,8	18,6	21,5	20,5	20,9	21,1
Outras moedas	4,9	1,4	1,6	1,9	2,2	3,4	4,5
Reservas não identificadas ³	9,5	9,0	12,4	11,3	11,8	12,4	11,1
Economias em desenvolvimento	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Reservas identificadas ¹	57,5	57,1	45,6	45,9	41,5	39,7	38,6
Dólar	43,5	42,8	28,6	28,5	25,2	23,2	23,2
Libra	0,1	1,5	2,3	2,7	2,3	2,2	2,0
Marco alemão	7,5	-	-	-	-	-	-
Franco francês	1,3	-	-	-	-	-	-
Iene	2,3	1,6	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2
Franco suíço	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

(Continua)

(Continuação)

	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Guider holandês	0,1	-	-	-	-	-	-
ECU ²	0,0	-	-	-	-	-	-
Euro	-	10,3	13,2	13,1	12,4	11,3	9,3
Outras moedas	0,1	0,9	0,7	0,7	0,8	2,0	2,9
Reservas não identificadas ³	42,5	42,9	54,4	54,1	58,5	60,3	61,4
China	56,5	54,6	67,4	66,3	68,6	77,1	74,9

Fonte: Base de dados da Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (Cofer), do FMI. Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>>.

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Mostra as reservas cujas moedas foram identificadas.² A ECU era uma moeda virtual baseada em uma cesta de moedas dos Estados-membros da Comunidade Europeia, usada como unidade de conta antes da introdução do euro em 1º de janeiro de 1999.³ Mostra a diferença entre o total das reservas e as identificadas.

TABELA 7
Composição das reservas internacionais identificadas, por moeda
(1998-2012, anos selecionados)
(Em %)

	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Mundo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dólar	69,3	71,1	66,9	64,1	64,1	61,8	61,9
Libra	2,7	2,8	3,6	4,7	4,0	3,9	4,0
Marco alemão	13,8	-	-	-	-	-	-
Franco francês	1,6	-	-	-	-	-	-
Iene	6,2	6,1	3,6	0,3	3,1	3,7	3,9
Franco suíço	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Guider holandês	0,3	-	-	-	-	-	-
ECU ¹	1,3	-	-	-	-	-	-
Euro	-	18,3	24,1	26,3	26,4	26,0	23,9
Outras moedas	4,5	1,5	1,7	1,8	2,2	4,4	6,1
Economias desenvolvidas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dólar	66,9	69,7	69,2	66,0	67,1	65,0	63,5
Libra	2,8	2,8	2,7	3,5	2,7	2,5	3,0
Marco alemão	14,1	-	-	-	-	-	-
Franco francês	1,4	-	-	-	-	-	-
Iene	7,1	7,3	4,7	4,0	4,3	4,5	4,7
Franco suíço	0,2	-	-	-	-	-	-
Guider holandês	0,3	-	-	-	-	-	-
ECU ¹	1,8	-	-	-	-	-	-
Euro	-	18,4	21,2	24,2	23,3	23,9	23,7
Outras moedas	5,4	1,5	1,9	2,1	2,5	3,9	5,0

(Continua)

(Continuação)

	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Economias em desenvolvimento	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dólar	75,6	74,9	62,8	62,1	60,8	58,3	60,0
Libra	0,2	2,6	5,1	5,9	5,5	5,5	5,2
Marco alemão	13,1	-	-	-	-	-	-
Franco francês	2,2	-	-	-	-	-	-
Iene	3,9	2,8	1,5	1,8	1,9	2,8	3,0
Franco suíço	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Guilder holandês	0,1	-	-	-	-	-	-
ECU ¹	0,0	-	-	-	-	-	-
Euro	-	18,0	29,0	28,5	29,9	28,4	24,2
Outras moedas	0,2	1,5	1,5	1,5	1,9	5,0	7,4

Fonte: Base de dados da Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (Cofer), do FMI. Disponível em:

<<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>>.

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Mostra as reservas cujas moedas foram identificadas.² A ECU era uma moeda virtual baseada em uma cesta de moedas dos Estados-membros da Comunidade Europeia, usada como unidade de conta antes da introdução do euro em 1º de janeiro de 1999.³ Mostra a diferença entre o total das reservas e as identificadas.

Vale dizer, não está em curso nenhuma ruptura da ordem monetária e financeira global, sob a égide dos Estados Unidos. Com a crise, os investidores, na busca do mercado mais líquido a fim de alcançarem proteção, correram para os títulos da dívida pública americana. Como sugerido, estes títulos – em última instância, o dólar americano – representam papéis de alta qualidade e, assim, lastreiam as operações do mercado monetário, fornecem a referência (*benchmark*) para as taxas de juros de longo prazo e mantêm a posição central no sistema monetário-financeiro global.

TABELA 8
Giro médio diário (*turnover*) no mercado global de moedas (2001, 2004, 2007 e 2010)
(Em % do total)

Moeda	2001	2004	2007	2010
Dólar (Estados Unidos)	89,9	88,0	85,6	84,9
Euro (área do euro)	37,9	37,4	37,0	39,1
Iene (Japão)	23,5	20,8	17,2	19,0
Libra (Reino Unido)	13,0	16,5	14,9	12,9
Franco suíço (Suíça)	6,0	6,0	6,8	7,6
Dólar (Austrália)	4,3	6,0	6,6	7,6
Dólar (Canadá)	4,5	4,2	4,3	5,3
Coroa (Suécia)	2,5	2,2	2,7	2,2
Dólar (Hong Kong)	2,2	1,8	2,7	2,4
Coroa (Noruega)	1,5	1,4	2,1	1,3

(Continua)

(Continuação)

Moeda	2001	2004	2007	2010
Dólar (Nova Zelândia)	0,6	1,1	1,9	1,6
Peso (México)	0,8	1,1	1,3	1,3
Dólar (Cingapura)	1,1	0,9	1,2	1,4
Won (Coreia do Sul)	0,8	1,1	1,2	1,5
Rande (África do Sul)	0,9	0,7	0,9	0,7
Coroa (Dinamarca)	1,2	0,9	0,8	0,6
Rubro (Rússia)	0,3	0,6	0,7	0,9
Zloty (Polônia)	0,5	0,4	0,8	0,8
Rúpia (Índia)	0,2	0,3	0,7	0,9
Renminbi (China)	0,0	0,1	0,5	0,3
Dólar (Taiwan)	0,3	0,4	0,4	0,5
Real (Brasil)	0,5	0,3	0,4	0,7
Total	200,0	200,0	200,0	200,0

Fonte: BIS (2010).

Elaboração dos autores.

Obs.: as transações envolvem duas moedas, portanto, o valor da porcentagem total é de 200%.

TABELA 9
Países com acordos de taxas de câmbio baseados em dólar (1995-2010, anos selecionados)

	1995	2000	2005	2007	2010
Dolarização ou formação de um <i>currency board</i> (caixa de conversão)	9	8	7	7	8
Regime cambial indexado ao dólar (<i>pegged exchange rate</i>)	82	85	90	89	90
Regime cambial flutuante com dólar como moeda de referência	6	8	6	8	9
Total de países	207	207	207	207	207
<i>Memorandum</i>					
Moedas relacionadas ao dólar (%)	47	49	50	50	52
Produto interno bruto relacionado ao dólar (%)	21	29	31	36	36

Fonte: Goldberg (2010, p. 3; 2011, p. 23).

Elaboração dos autores.

De acordo com informações divulgadas pelo Tesouro americano, os investidores estrangeiros mantinham US\$ 5,5 trilhões de títulos em seus portfólios em dezembro de 2012 (tabela 10). As economias asiáticas – primeiramente a China e o Japão, depois, Taiwan, Hong Kong e Cingapura – passaram a acumular os maiores estoques de títulos da dívida pública americana em mercado. Juntas, detinham cerca de US\$ 2,8 trilhões em títulos públicos americanos, praticamente a metade do estoque acumulado pelos estrangeiros. O Reino Unido, os Centros Bancários do Caribe (centro *offshore* sob o comando dos bancos americanos) e os países produtores de petróleo também figuravam entre os grandes detentores de

títulos da dívida pública americana.³⁵ A França e a Alemanha, grandes detentores de títulos públicos americanos nos anos 1970, reduziram suas posições absolutas e relativas, explicitando o papel desempenhado pelo euro como moeda regional: praticamente 71% das trocas no mercado comum são intraeuropeias, o que diminui a necessidade de uma moeda internacional.³⁶ Esta característica do euro na ordem monetária global foi salientada pelo BCE: “*one salient feature of the international monetary system is that it is centred around the US dollar as a global reference currency and the euro as a regional currency*” (ECB, 2012, p. 11). Em dezembro de 2012, a França e a Alemanha acumulavam, respectivamente, US\$ 64,7 bilhões e US\$ 62,3 bilhões em títulos do Tesouro americano, ocupando as 17^a e 18^a posições (tabela 9). A posição da Bélgica, no entanto, que acumulava US\$ 13,2 bilhões em dezembro de 2007 e passou a deter US\$ 140 bilhões em dezembro de 2012, explicita os crescentes conflitos no interior da eurozona e as fragilidades do euro como moeda-reserva internacional. Deve-se enfatizar, ainda, que grande parte destes títulos compõe as carteiras dos bancos centrais dos respectivos países.

Enfim, os Estados Unidos, usufruindo de seu poder financeiro, impõem a predominância de sua moeda nas transações econômicas e financeiras internacionais, ao mesmo tempo que mantêm um déficit elevado e persistente em conta-corrente e uma posição devedora externa. Isto significa que os mercados financeiros globais parecem dispostos a aceitar, a despeito das flutuações do valor do dólar, que os Estados Unidos exerçam, dentro de limites bastante elásticos, o privilégio da senhoriação internacional. Desta forma, os Estados Unidos cumprem um papel fundamental na gestão da ordem financeira global:

o *hot money* conta, nos EUA, com um mercado amplo e profundo, onde imagina poder descansar das aventuras em praças exóticas. A existência de um volume respeitável de papéis do governo americano, reputados por seu baixo risco e excelente liquidez, tem permitido que a reversão dos episódios especulativos – com ações, imóveis ou ativos estrangeiros – seja amortecida por um movimento compensatório no preço dos títulos públicos americanos. Os títulos da dívida pública americana são vistos, portanto, como um refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais é abalada [como na crise mexicana de 1994, dos países asiáticos em 1997 e da crise financeira

35. Salienta-se que os dados apresentados pelo Tesouro americano não refletem necessariamente a nacionalidade do último detentor do título negociado. Muitos investidores – privados ou oficiais – estrangeiros de títulos públicos americanos podem manter seus títulos em contas fora de seus próprios países, a fim de preservar o sigilo nas suas transações. Seguramente, esta decisão contribui para o grande volume de títulos públicos americanos arrolados no Reino Unido, um grande centro financeiro mundial, nos centros bancários offshore do Caribe e em Luxemburgo. Note-se que, em dezembro de 2012, os ativos bancários de Luxemburgo representavam 22 vezes o PIB do país.

36. Para diferentes perspectivas sobre o euro, ver o prefácio do professor Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo e os capítulos dos professores Benjamin J. Cohen, Roberto Frenkel, Luiz Afonso Simoens da Silva e Aline Regina Alves Martins neste volume. Ver também Montanaro e Toneroni (2012), Allen e Moessner (2012), Guttmann e Plihon (2013), Aglietta (2012), ECB (2012), Miranda (2013) e Carvalho e Alves (2013).

internacional iniciada em 2008]. Isso significa que o fortalecimento da função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, decorre fundamentalmente das características de seu mercado financeiro e do papel crucial desempenhado pelo Estado americano como prestamista e devedor de última instância (Belluzzo, 1997, p. 187-188, grifo nosso).

TABELA 10
Maiores detentores de títulos do Tesouro americano
(US\$ bilhões)

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
China	1.202,8	1.151,9	1.160,1	894,8	727,4	477,6
Japão	1.120,2	1.058,4	882,3	765,7	626,0	581,2
Exportadores de petróleo ¹	262,5	261,1	211,9	201,1	186,2	137,9
Brasil	251,5	226,9	186,1	169,2	127,0	129,9
Centros Bancários do Caribe ²	250,0	227,2	168,4	128,2	197,9	116,4
Taiwan	198,8	177,3	155,1	116,5	71,8	38,2
Suíça	193,9	142,4	106,8	89,7	62,3	38,9
Rússia	157,6	149,5	151,0	141,8	116,4	32,7
Luxemburgo	150,5	147,6	86,4	88,4	97,3	69,7
Reino Unido ³	142,0	114,3	270,4	180,3	131,1	158,1
Hong Kong	141,8	121,7	134,2	148,7	77,2	51,2
Bélgica	140,0	135,2	33,2	17,3	15,9	13,2
Irlanda	105,4	97,7	45,8	43,6	54,3	18,7
Cingapura	99,5	75,1	72,9	39,2	40,9	39,8
Noruega	74,6	56,7	19,6	12,1	23,1	26,2
Canadá	67,8	45,1	75,3	52,8	...	18,7
França	64,7	44,7	15,0	30,5	16,8	...
Alemanha	62,3	60,7	60,5	47,8	56,0	41,7
Todos os outros	869,4	713,9	600,4	517,0	449,6	362,9
Total	5.555,4	5.007,4	4.435,6	3.685,1	3.077,2	2.353,2
Bancos centrais	4.006,6	3.621,0	3.189,3	2.700,1	2.138,3	1.641,1
Títulos de curto prazo (<i>Treasury bills</i>)	372,7	357,6	462,3	528,1	457,9	196,3
Títulos de médio e longo (<i>T-bonds & notes</i>)	3.633,9	3.263,4	2.727,0	2.172,0	1.680,4	1.444,8

Fonte: United States (2013).

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Os exportadores de petróleo incluem: Equador, Venezuela, Indonésia, Bahrein, Irã, Iraque, Kuwait, Omã, Catar, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos, Argélia, Gabão, Líbia e Nigéria.

² Centros Bancários no Caribe incluem: Bahamas, Bermudas, Ilhas Caimã, Antilhas Holandesas e Panamá. Começando com nova série de junho de 2006, também inclui Ilhas Virgens Britânicas.

³ Reino Unido inclui: Ilhas do Canal (grupo de ilhas anglo-normandas sob o poder da Inglaterra no Canal da Mancha) e Ilha de Man (ilha entre a Inglaterra e a Irlanda).

Obs.: 1. Dados em final de período.

2. Países em ordem decrescente segundo os valores da primeira coluna.

3. Os três pontos (...) indicam a indisponibilidade do dado.

BOX 1

Euro: uma moeda incompleta ou “acidental”, gerida por um banco central em “esplêndido isolamento”

A importância relativa do euro enquanto moeda-reserva internacional poderá crescer à medida que mais países o adotarem e/ou o utilizarem para ancorar seus regimes cambiais e, simultaneamente, a região enfrentar os graves problemas intrínsecos de sua arquitetura institucional, explicitados durante a crise iniciada em 2008.

Diversos países, reconhecendo a importância relativa da área do euro para seu comércio e finanças, sinalizaram seja um aumento no peso da moeda única em uma cesta de moedas utilizada para guiar suas políticas cambiais, seja o uso do euro como âncora cambial (*currency board* ou *pegged exchange rate*), seja seu emprego como moeda de referência em regimes de câmbio flutuantes, seja ainda sua utilização na composição do portfólio das suas reservas internacionais (quadro 1). Em grande medida, a utilização da moeda única nestes diversos regimes de taxa de câmbio em países fora da área do euro tem sido apoiada por fatores geográficos e institucionais, sendo observada, principalmente, nos países vizinhos da zona do euro e nos países que estabeleceram acordos institucionais especiais com a União Europeia e/ou com os seus Estados-membros. Com exceção dos países participantes no Mecanismo de Taxa de Câmbio II (Exchange Rate Mechanism, ERM II) – regime de acesso à área do euro (banda de flutuação de mais ou menos 15%) –, a decisão de utilizar o euro como moeda de referência é unilateral e não implica qualquer compromisso da parte do BCE. Com isso, amplia-se o papel do euro no comércio regional, mas também no comércio fora da União Europeia. Todavia, o faturamento ou liquidação em euro das importações de fora da União Europeia permanece menor que o das exportações (tabela 11).

QUADRO 1

Países e territórios com regimes cambiais relacionados ao euro (até abril de 2012)

União Europeia (não membros da área euro)	Mecanismo de taxa de câmbio (<i>exchange rate mechanism</i> – ERM II) – banda de flutuação de mais ou menos 15%	Dinamarca – banda de flutuação de mais ou menos 2,25%; Letônia – banda de flutuação de mais ou menos 1% unilateral; e Lituânia
	<i>Currency board</i> (caixa de conversão)	Bulgária
	Regime cambial flutuante com euro como moeda de referência e meta de inflação	República Checa e Romênia
	<i>Memorandum</i> : regime cambial flutuante com meta de inflação	Hungria, Polônia, Suécia, Reino Unido

(Continua)

(Continuação)

Países candidatos e países candidatos potenciais a União Europeia	Adoção unilateral do euro	Kosovo e Montenegro
	<i>Currency board</i> (caixa de conversão)	Bósnia e Herzegovina
	Regime cambial indexado ao euro (<i>pegged exchange rate</i>) ou regime cambial flutuante com euro como moeda de referência	República da Macedônia
	<i>Memorandum</i> : regime cambial flutuante com meta de inflação	Albânia, Islândia, Sérvia, Turquia
Outros	Adoção do euro	Microestados europeus, algumas coletividades francesas ultramarinas ¹
	Regime cambial indexado ao euro (<i>pegged exchange rate</i>)	Zona do franco africano e no Pacífico, Cabo Verde, Camarões, e São Tomé e Príncipe ²
	Outros regimes utilizando o euro como moeda de referência	Suíça ³
	Regime cambial indexado ao euro (<i>pegged exchange rate</i>) e regime cambial flutuante em Direitos Especiais de Saque (DES) ou outras cestas de moedas envolvendo o euro	Botsuana (DES), Fiji, Irã, Kuwait, Líbia (DES, banda de flutuação de mais ou menos 25%), Marrocos (80%), Federação Russa (45%), Samoa, Cingapura, Síria (DES), Tunísia, Vanuatu (ilha no Pacífico)

Fonte: ECB (2012, p. 57).

Notas: ¹ República de São Marino, Cidade do Vaticano, Principado de Mônaco e Andorra. Saint Barthélémy, Saint Martin e Saint Pierre e Miquelon são coletividades francesas ultramarinas que utilizam o euro como moeda oficial.² Zona do franco na África: União Económica e Monetária do Oeste Africano (Uemoa) – West African Economic and Monetary Union – Benim, Burkina Faso, Costa do Marfim, Guiné-Bissau, Mali, Níger, Senegal e Togo; e a Comunidade Económica e Monetária da África Central (CEMAC) – Economic and Monetary Community of Central African – Camarões, República Centro-Africana, Chade, República do Congo, Guiné Equatorial e Gabão). Zona do franco no Pacífico: Nova Caledônia, Polinésia Francesa, e Wallis e Futuna.³ Em 6 de setembro de 2011, o Banco Nacional Suíço fixou a taxa de câmbio do franco suíço (CHF 1,20/€ 1,00).

Entretanto, o arcabouço institucional de funcionamento do BCE – supranacional e independente – revelou-se bastante frágil. Segundo Miranda (2013, p. 36, grifo nosso): “o euro é uma divisa singular entre seus pares internacionais. É uma moeda única emitida e administrada por um banco central estatutariamente federativo, cujo *capital* pertence a uma federação politicamente inexistente e cujo poder deliberativo é completamente independente dos Estados soberanos que o adotaram”. Assim, “é uma moeda compartilhada por países, mas que não tem, como instrumento de política monetária, título unificado de dívida soberana,

(Continua)

(Continuação)

já que a gestão orçamentária é descentralizada, isto é, não existe federalismo fiscal. Cada um dos países que a adotam deveria se submeter somente às exigências do Pacto de Crescimento e Estabilidade, que celebraram em 1997 e ratificaram, posteriormente, em 2005" (*op. cit.*).

TABELA 11

Participação do euro no faturamento ou liquidação no comércio exterior de bens fora da União Europeia (2008-2011)
(Em % do total)

	Exportações				Importações			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Países da área do euro								
Austria	75,6	74,9	74,1	75,1	63,0	55,9	55,4	55,9
Chipre	19,3	23,4	63,4	47,6	22,6	22,3	24,6	36,3
Estônia	-	37,7	43,4	48,6	-	35,5	35,9	32,3
França	49,3	43,8	43,5	45,9	44,2	37,3	39,4	48,1
Alemanha	-	66,4	66,6	67,8	41,2	35,3	49,1	48,7
Grécia	20,9	26,0	26,2	27,3	28,2	24,5	20,3	26,9
Irlanda	17,1	16,7	14,9	11,0	36,3	34,7	23,4	21,4
Itália	64,1	64,3	62,0	-	39,4	38,6	38,3	-
Luxemburgo	44,9	43,9	59,4	42,0	38,2	48,6	47,0	37,5
Holanda	-	-	56,0	-	-	-	32,8	-
Portugal	61,1	61,2	60,7	59,2	48,1	50,7	46,7	39,5
Eslaváquia	-	81,3	81,2	81,2	-	43,9	44,8	45,0
Eslôvénia	82,9	81,5	81,7	82,8	65,0	58,7	56,6	60,7
Espanha	55,2	57,4	55,1	52,6	49,7	52,1	52,3	52,3
Países da União Europeia não pertencentes à área do euro								
Bulgária	41,5	45,0	43,1	39,5	25,0	28,9	26,4	26,3
República Checa	-	50,1	50,8	50,3	-	25,0	23,6	23,4
Hungria	56,5	52,4	48,6	-	25,2	26,7	29,5	-
Letônia	-	41,8	38,9	34,1	-	49,2	45,1	41,7
Lituânia	42,6	45,8	48,5	50,1	22,9	24,7	24,9	25,6
Romênia	41,3	55,1	52,1	47,5	35,7	34,7	35,2	35,5

Fonte: ECB (2012, p. 74).

Obs.: 1. Os dados para República Checa para 2011 referem-se ao primeiro trimestre.

2. Os dados para Grécia, Luxemburgo, Lituânia, Letônia, Eslôvénia e Espanha referem-se à moeda de liquidação.

Dessa forma, o euro é uma moeda estrangeira, para cada um dos países da eurozona, na medida em que os conecta a uma taxa de câmbio fixa, independente de suas realidades econômicas subjacentes, e os priva da autonomia de implementação de política monetária e cambial. Segundo Aglietta (2012, p. 20, tradução nossa): "o euro funciona da mesma maneira

(Continua)

(Continuação)

que o dólar na Argentina entre 1991 e 2001, quando a taxa de câmbio foi fixada pela Constituição em peso por dólar. (...) como sistema, o euro é semelhante ao padrão-ouro: uma moeda externa cuja oferta global estava fora do alcance dos governos nacionais, mas dinheiro fiduciário, no entanto, que a comunidade financeira confiava porque as regras de convertibilidade eram consideradas invioláveis".

Todavia, como sugerido, as moedas estatais contemporâneas estão ancoradas na capacidade de os Estados – ou Tesouros – tributarem, emitirem moeda e administrarem dívida pública. Os vínculos entre o Estado ou Tesouro e o banco central, uma instituição investida com o poder de emitir moeda, tendem a ser estreitos; o Estado ou Tesouro garante o capital do banco central e declara a moeda de curso legal; por sua vez, o banco central funciona com emprestador de última instância do Estado e do sistema financeiro doméstico. Segundo Goodhart (1999, p. 20): *"The gist of my thesis so far has been that the key factor determining the scope and scale of a Central Bank's Lender of Last Resort functions has been its ability to absorb losses"*.

Pelo Tratado de Funcionamento da União Europeia (União Europeia, 2010), o Sistema Europeu de Bancos Centrais reúne o BCE e os bancos centrais nacionais dos 28 países da União Europeia. O Eurosistema é um subconjunto do Sistema Europeu de Bancos Centrais, agregando o BCE e os bancos centrais nacionais da área do euro. O Tratado de Funcionamento da União Europeia delega aos bancos centrais nacionais a supervisão de instituições domésticas, a administração da estabilidade sistemática, a garantia dos seguros de depósitos (limitados a € 100 mil) e a função de empréstimo de última instância. Além disto, o Tratado de Funcionamento da União Europeia proíbe o BCE e os bancos centrais nacionais da zona do euro de emprestar diretamente ou comprar títulos dos tesouros nacionais sob a justificativa de que não pode haver financiamento monetário dos Estados pelo Eurosistema (Artigo 123). O BCE só pode comprar ou vender títulos no mercado secundário, pois, neste caso, não haveria criação ou destruição de moeda, uma vez que estas ocorreriam, respectivamente, quando os bancos os comprassem dos tesouros e quando os tesouros os amortizassem.

Esse banco central com características muito particulares possui como objetivo precípua a manutenção da estabilidade de preços, perseguindo uma meta de inflação de 2% para a área do euro. O principal instrumento operacional são as intervenções no mercado monetário, comprando e vendendo títulos (operações de mercado aberto). Nestas intervenções, o banco central tanto fixa a taxa de juros para compra de títulos com cláusulas de recompra (taxa repos), para adequar oferta e demanda por reservas bancárias no dia a dia (sintonia fina da política monetária), como estabelece precondições para o acesso dos bancos ao mercado atacadista de euros.

Nesse sentido, o euro é uma moeda incompleta ou inacabada: cada Estado da área do euro é responsável pelo capital investido no BCE, mas este não pode responder por sua solvência. "Por conseguinte, o BCE não é o emprestador de última instância para os Estados da eurozona. Isso, de novo, faz do euro uma moeda estrangeira para cada país. Não pode haver nenhuma formulação política cooperativa na Europa se a moeda é externa a todos os Estados-membros. Porém, há um país no qual o euro é menos externo que para os demais: Alemanha" (Aglietta, 2012, p. 23, tradução nossa). Isto porque a Alemanha, como país credor, passou a exercer uma espécie de "protetorado macroeconômico" (Fiori, 2010) sobre o restante da Europa. O Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (UE-28) e o Mecanismo Europeu de Estabilização

(Continua)

(Continuação)

(Euro-17) possibilitam, com o apoio da Comissão Europeia e do FMI, um instrumento para exercer o controle rigoroso das contas públicas (dívida e déficit), com poder de punição dos Estados que descumprirem os acordos, dadas as limitações da capacidade de intervenção e de controle do BCE (tabela 12). Com isto, transfere-se para as economias devedoras o ônus mais pesado do ajuste, por meio da implementação das políticas de austeridade fiscal: recessão, desemprego, e contração dos salários e dos mecanismos de proteção social (Carvalho, 2013b; Coelho, 2013).

Trata-se, portanto, de uma moeda emitida por um banco central que não pertence a nenhum Estado, não administra a dívida de nenhum Tesouro – dada a ausência de um mercado de dívida pública unificado e de uma política fiscal única – e não pode atuar como “emprestador de última instância” em caso de crises fiscais ou financeiras em quaisquer dos Estados-membros, possuindo sistemas fragmentados de supervisão bancária e de seguros de depósito. Tudo isso enfraquece a capacidade de expansão autônoma no sistema monetário-financeiro internacional desta moeda “semiprivada” e “falsamente forte”. Na verdade, a crise na eurozona pode ser configurada como uma “crise monetária”, “de insolvência do próprio euro” (Fiori, 2010), sobretudo, se estas questões não forem enfrentadas.

TABELA 12
Planos de resgates na União Europeia e área do euro

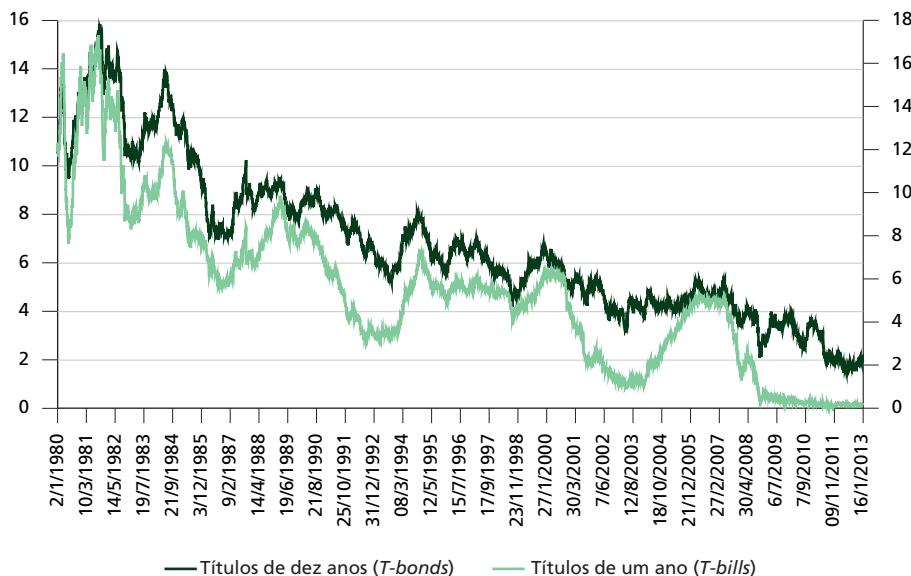
	FMI(€ bilhões)	Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (Euro-17) – temporário (€ bilhões)	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (UE-28)(€ bilhões)	Total (€ bilhões)	UE-28 (€ bilhões)	FMI/União Europeia (%)
Total	250	440	60	750	500	50
Irlanda	23	23	23	68	45	50
Portugal	26	26	26	78	52	50
Espanha	-	100	-	100	100	-
Grécia	28	145	-	173	145	19
Desembolso	77	294	49	419	342	22
Saldo I	173	146	11	331	158	110
Mecanismo Europeu de Estabilização (Euro-17), out./2012 – permanente	250	700	60	1.010	760	33
Chipre	1	9	-	10	9	11
Saldo II	172	397	11	581	409	42

Fonte: Mecanismo Europeu de Estabilização. Disponível em: <<http://www.esm.europa.eu/#>>.

Finalmente, o aumento da participação relativa dos mercados financeiros da área do euro está limitado a outros fatores, tais como a recusa do Reino Unido, importante centro financeiro internacional, em adotar o euro e a rejeição dos membros da União Europeia em acelerar a admissão de novos países da Europa Oriental (a Croácia foi incorporada em 1º. de julho de 2013). Desta forma, esta área monetária deverá manter seu papel de emissão de bônus e de empréstimos em âmbito internacional, mas com predomínio regional, dada a própria dimensão econômica e financeira dos países membros.

Dessa forma, nos momentos de elevação da aversão ao risco, a queda das taxas de juros – as de curto prazo, fixadas pelo Federal Reserve, e as de longo prazo, determinadas pelo aumento da demanda pelos investidores – possibilita a recomposição dos portfólios. Simultaneamente, facilita a gestão da crise, do ponto de vista do Tesouro americano, diminuindo o impacto fiscal do refinanciamento do estoque da dívida pública. Em março de 2013, por exemplo, a taxa de juros sobre os títulos do Tesouro americano de um ano estava em 0,14%; as sobre os títulos de dez anos, 1,92% (gráfico 3).³⁷ Diante desta enorme assimetria de poder – financeiro e monetário –, os Estados Unidos vão resistir em se manter como gestores exclusivos da moeda-reserva internacional.

GRÁFICO 3
Taxas de juros sobre os títulos do Tesouro americano de um ano e dez anos (1980-2013)
(Em %)



Fonte: Federal Reserve. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>>. Elaboração dos autores.

Uma primeira fraqueza desta ordem monetária e financeira mundial, sob o comando dos Estados Unidos, é a permanente instabilidade dos fluxos de capitais e das taxas de câmbio, pois sujeitos aos humores – euforia e

37. Sobre as operações de flexibilização quantitativa (*quantitative easing* – QE) realizadas pelo Federal Reserve, ver Bastos e Mattos (2011), Farhi (2012) e Cardoso (2012; 2013). A sinalização emitida pelo presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, de que o processo de redução dos estímulos monetários poderia se iniciar antes do final de 2013, com a retomada do crescimento da economia americana, desencadeou uma alta abrupta nas taxas de juros de longo prazo. A taxa de juros nos títulos de dez anos atingiu 2,73% em 5 de julho de 2013. Sobre os novos condicionantes da política monetária nos países desenvolvidos, ver Aglietta (2013) e Cintra e Gomes (2013).

depressão – dos mercados, que podem culminar em graves crises financeiras e cambiais. Uma segunda fraqueza, interligada com a anterior, é a incapacidade de os mercados livres e desregulamentados manterem os fluxos de recursos para os países e devedores de maior risco.³⁸ Nos momentos de ampla liquidez internacional, países de moedas inconversíveis, com pequena participação nas transações internacionais, correm o risco de valorização da moeda local ou são forçados a realizar operações de esterilização dos efeitos monetários da expansão das reservas com elevadas taxas de juros. Nos momentos de reversão, os fluxos ficam sujeitos aos processos de fuga abrupta de capitais e parada súbita, desencadeando forte volatilidade nos preços dos ativos e desvalorização das moedas.³⁹ Evidentemente, estas polarizações da confiança se traduzem em limitações à autonomia das políticas econômicas nacionais dos países – exceto dos Estados Unidos. A intensidade da restrição depende da forma e do grau da articulação das economias domésticas com os mercados financeiros sujeitos à instabilidade das expectativas.

Após as diversas crises financeiras e cambiais que atingiram os países em desenvolvimento na década de 1990, o conjunto destas economias passou a apresentar superávits em conta-corrente, liderados pelos países asiáticos e produtores de petróleo. A experiência dos países asiáticos parece indicar que a obtenção de saldos comerciais e a acumulação de reservas permitem a adoção de políticas monetárias mais lassas, que favorecem a expansão do crédito doméstico, da produção e do emprego. A acumulação de reservas – mediante saldos comerciais elevados e não pela contratação de novas dívidas – atende à demanda por liquidez em moeda forte e assegura a estabilidade da taxa de câmbio, com taxas de juros relativamente baixas (Carvalho, 2013a). Belluzzo (2013b) radicaliza o argumento:

o montante relativamente elevado de reservas que os bancos centrais devem manter para garantir a estabilidade da taxa de câmbio é um dos sintomas da impossibilidade de adoção da flutuação cambial pura. Como os títulos de riqueza em moeda local e os denominados em dólares são substitutos muito imperfeitos, a arbitragem entre juros internos e externos não logra a convergência das taxas e acaba por impor a “administração” do câmbio. Hoje, são raros os regimes de flutuação livre e solta.

38. Para Davidson (2011, p. 236, grifos nossos): “A idade de ouro de desenvolvimento econômico de 1950-1973 requereu que as instituições internacionais e as políticas de auxílio ao estrangeiro do governo dos Estados Unidos funcionassem segundo os princípios do Plano Keynes, com a nação credora aceitando a principal responsabilidade pela resolução do desequilíbrio nos pagamentos internacionais. Contudo, o acordo formal de Bretton Woods não requeria que as nações credoras tomassem esta ação. Desde 1973, no sistema de pagamentos internacionais, as considerações acerca desses pagamentos dificultam muitas vezes o rápido crescimento econômico de muitas nações desenvolvidas do mundo, ao mesmo tempo em que constrangem gravemente o crescimento dos países menos desenvolvidos”.

39. Para uma discussão da hierarquia do sistema monetário internacional e a inserção dos países em desenvolvimento, ver Prates (2002) e o capítulo de Bruno Martarello De Conti, Daniela Magalhães Prates e Dominique Plihon neste volume. Ver também Cintra e Prates (2011), Oliveira (2011; 2012), Belluzzo (2011), Akyüz (2011) e Silva (2012a). Sobre as paradas súbitas, ver Reinhart e Calvo (2000).

Uma terceira fraqueza é a assimetria dos processos de ajustamento e a perpetuação dos desequilíbrios globais.⁴⁰ Kregel (2010, p. 4) vai ao âmago da questão do sistema monetário internacional: “*the basic problem is not the particular national liability that serves as the international currency but rather the failure of an efficient adjustment mechanism for global imbalances*”. Na verdade, a renitência da liderança do sistema monetário e financeiro americano em âmbito global limita a necessidade de ajuste no país devedor, deficitário e emissor da moeda mundial e, por conseguinte, nos países credores e superavitários – Japão, Alemanha, China, exportadores de petróleo etc. Por isso, os “*persistent and large global imbalances*”. Enfim, “*private flows have been capable of creating substantial, cumulative distortions to the international adjustment mechanism*” (*op. cit.*).

Isso significa que alterar a moeda internacional não é uma solução para o (declínio) valor dos superávits acumulados, porque o problema está relacionado com a ausência de um mecanismo de ajustamento internacional compatível com a plena utilização de recursos globais. Segundo Kregel (2010, p. 7, tradução nossa):

sobre o valor dos excedentes acumulados em dólar pela China, é importante reconhecer que estes superávits teriam sido eliminados (provavelmente, por meio de uma redução da renda ou do emprego doméstico, ou por meio de uma crise financeira), se estivesse operando-se um processo de ajustamento automático de preço com base em taxas de câmbio flexíveis. A introdução de Direitos Especiais de Saque (DES) ou outra moeda alternativa não irá proteger o valor das reservas chinesas enquanto o renminbi for fixo a uma taxa que impede os ajustes de preços relativos. Dado o dilema de Triffin, a China não pode escapar das perdas em dólar das suas reservas internacionais mais que os bancos centrais poderiam sob as regras de Bretton Woods.⁴¹

Vai ficando claro, no entanto, que a força do dólar e a superioridade financeira das empresas e dos bancos americanos deterioraram a competitividade da indústria manufatureira em seu território. O resultado mais visível disto é o elevado déficit na conta-corrente, mas pode ser observada também a degradação do mercado de trabalho, a estagnação da renda do trabalho e a maior desigualdade da renda (Belluzzo, 2012a). Ancorada no privilégio da emissão da moeda de reserva e constrangida pelo enfraquecimento de sua competitividade, a grande empresa americana deslocou suas fábricas para as regiões de menor custo relativo da mão

40. A fragilidade dos países de “moeda fraca” e devedores – explicitando, mais uma vez, as assimetrias nos processos de ajustamento – se revela com força nos países periféricos da área do euro. No resgate de Chipre, com a redução do grau de solidariedade entre os Estados-membros, ficou evidente que “um euro não é efetivamente um euro em toda a região”. O valor de um euro em passivos bancários depende da solvência do banco e da solvência do governo ou Tesouro por trás deste banco.

41. Nesse contexto, “os fluxos de capitais teriam de ser parte de qualquer processo bem-sucedido de coordenação se um ajuste internacional for perseguido, quer para assegurar a eliminação dos desequilíbrios, quer para permitir os desequilíbrios semipermanentes e apoiar as estratégias de desenvolvimento das economias emergentes. Esta coordenação também teria um papel importante na estabilidade do poder de compra de qualquer passivo que seja utilizado como moeda internacional” (Kregel, 2010, p. 8, tradução nossa).

de obra, com efeitos sobre a distribuição espacial da manufatura. Com as respostas competitivas desencadeadas pelas empresas transnacionais europeias e japonesas, o Sudeste Asiático se converteu na região mais atraente para o investimento direto e a difusão acelerada do progresso técnico.

Esse rearranjo espacial dos sistemas industriais promoveu a formação do *cluster* manufatureiro asiático em torno da China. A forma de organização das cadeias produtivas, sob o comando das empresas transnacionais – por meio da terceirização de atividades produtoras de peças e componentes –, articulou um número crescente de países.⁴² O funcionamento deste “complexo asiático” condicionou a dinâmica econômica global que antecedeu a crise iniciada em 2008: *i)* a “tríade” – União Europeia, Japão e Estados Unidos, com ênfase nos últimos – era o principal provedor de investimento direto na China e região; *ii)* a elevada taxa de investimento com incorporação de inovações tecnológicas (*catching up*) nos emergentes asiáticos derramou sobre a economia global uma oferta crescente de bens de consumo, intermediários e de capital a baixo custo, possibilitando a Grande Moderação, mas gerando danos para as estruturas industriais de países desenvolvidos e em desenvolvimento (Brasil, inclusive); *iii)* o rápido crescimento dos asiáticos e a urbanização acelerada na China e na Índia provocaram o aquecimento dos mercados de *commodities*, alimentos, minerais, petróleo e gás, impulsionando as exportações e a renda dos países produtores; e *iv)* a acumulação de reservas fechava o circuito, com a aquisição de ativos denominados em dólares (Belluzzo, 2012a; 2012b). Porém, o processo de perda de substância das estruturas produtivas e comerciais, que favoreceu a reprodução dos desequilíbrios globais, começou a desencadear reações, promovendo novas transformações na geoeconomia e na geopolítica global, a partir dos Estados Unidos, que manipularam um conjunto amplo de instrumentos, inclusive o dólar.⁴³

Documento do governo americano mostra como o país se mobiliza para garantir a liderança mundial na indústria de transformação avançada (United States, 2012a). Tal indústria contempla não somente as novas tecnologias, mas também todo o conjunto de fornecedores e produtores industriais locais que atuam globalmente por meio de processos eficientes, altamente integrados. O objetivo é identificar

42. Há uma ampla literatura sobre a configuração das cadeias produtivas globais. Ver Sturgeon (2002), Borghi (2011), O mundo... (2010), Booth (2013) e UNCTAD (2013). Para mais detalhes da interconexão da China nas cadeias produtivas globais, ver Moraes (2012; 2013).

43. As transformações ocorrem também a partir do Japão. Documento do Ministério da Economia, Comércio e Indústria do Japão (Japan, 2012) registra a migração das empresas japonesas para os países vizinhos, particularmente para a China, após a valorização do iene entre 1985 e 1995. Depois de mostrar as transformações na divisão internacional do trabalho, o estudo propõe aprofundar as conexões com as empresas no exterior, ampliar a competitividade da indústria doméstica e atrair parte dos investimentos de volta para a ilha.

oportunidades de investimento no setor de ponta da indústria e revolucionar a indústria americana (*op. cit.*).⁴⁴ Ademais, os Estados Unidos passam por uma mudança notável na produção de energia – gás e petróleo extraídos de rochas metamórficas com técnicas de mineração –, que reduz o custo de produzir no país, começando a ganhar velocidade e escala um ciclo de repatriação da produção industrial, antes centrada na Ásia, para abastecer o mercado consumidor americano.⁴⁵

Além das políticas governamentais, a concentração do capital e do desenvolvimento tecnológico sob o comando das grandes empresas transnacionais provenientes da tríade – países que perderam posição na disputa competitiva da manufatura – prenunciam uma nova rodada de inovações e de automação por meio da utilização de “redes de máquinas inteligentes”. Para Nolon (2008), por exemplo, o potencial de transformação tecnológica – gastos com pesquisa e desenvolvimento – está concentrado em 1.250 grandes corporações. Neste conjunto, as companhias dos países desenvolvidos representam 94%, sendo 41,3% dos Estados Unidos. A maioria dos registros de patentes tem ocorrido nos seguintes setores: equipamentos de informática, farmacêutica e biotecnologia, *software* e serviços de computação, eletrônica e equipamentos elétricos, automobilística (montagem, peças e componentes), aeroespacial, nanotecnologia, neurociência, robótica, novas formas de energia e novos materiais. Estes setores podem formar um bloco de inovações com potencial para revolucionar os métodos de produção e transformar as estruturas produtivas, permitindo ganhos de produtividade capazes de contrabalançar e/ou superar as vantagens sino-asiáticas dos baixos salários. Vale dizer, *as vantagens do “complexo asiático” não estão plenamente asseguradas* (Belluzzo, 2013d).

As estruturas produtivas, embora majoritariamente controladas pelas empresas transnacionais, localizadas nas economias periféricas, sobretudo na Ásia, estão ganhando dinamismo próprio.⁴⁶ As reações e contrarreações desencadeadas pelos

44. Reunindo dezesseis recomendações, as propostas foram organizadas em três pilares: possibilitar a inovação tecnológica; assegurar a formação de talentos; e melhorar o ambiente de negócios (United States, 2012a; ledj, 2012). Ver também Block e Keller (2011).

45. De acordo com estudo elaborado pelo Morgan Stanley (Pradhan, Drozdik e Kang, 2013), a reindustrialização da economia americana está em curso. A manufatura de bens industriais no território americano tem se tornado mais atraente, e um número crescente de empresas desloca parte da produção no exterior para o país (Lamucci, 2013).

46. Nesse sentido, relatório do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD, 2013) afirma: “nunca antes na história as condições de vida e as perspectivas de futuro de tantos indivíduos havia mudado tanto nem tão rápido”. Afirma ainda: “o Sul está cada vez mais interdependente e interconectado. Os telefones celulares com acesso à Internet são cada vez mais comuns entre as famílias na Ásia e na América Latina, bem como na maior parte da África –, sendo que a maioria destes *smartphones* é produzida por empresas sediadas no Sul. Brasil, China, Índia, Indonésia e México possuem atualmente maior tráfego diário em mídias sociais do que qualquer outro país, com exceção dos Estados Unidos. A evolução da interconectividade global no Sul é tanto virtual como pessoal: a migração entre os países em desenvolvimento tem superado a migração do Sul para o Norte”.

diversos países, inclusive a China, a partir deste movimento de reestruturação produtiva, recolocam a importância das economias emergentes no cenário global.⁴⁷

Finalmente, podem ser citadas estratégias de reestruturação geoconômica e geopolítica: a disputa regional, entre Estados Unidos, Japão e China, pela hegemonia do Leste Asiático e do Pacífico Sul. Para Fiori (2012; 2013a; 2013b), os Estados Unidos, por meio das novas estratégias do governo do presidente Barack Obama, procuram fazer o cerco econômico e militar da China, reafirmando sua atuação na região do Pacífico. Desde 2010, o presidente Barack Obama vem insistindo que os Estados Unidos são uma nação do Pacífico, disposta a exercer um papel central e de longo prazo no controle geopolítico e econômico dos dois lados do oceano Pacífico, no oceano Índico e no sul da Ásia (United States, 2012b).⁴⁸ A Trans-Pacific Economic Partnership (TPP), pedra angular da política comercial dos Estados Unidos, se propõe a reunir os dois lados do Pacífico em uma grande área de livre comércio, sem incluir a China.⁴⁹ Ao mesmo tempo, os Estados Unidos têm procurado aprofundar as relações comerciais e de investimento com a União Europeia, por meio da Transatlantic Trade and Investment Partnership, como parte de uma estratégia de promoção do emprego, do crescimento e da competitividade.⁵⁰ A China, por sua vez, está capitaneando o Regional Comprehensive Economic Partnership (RECEP), um acordo preferencial de comércio que busca integrar as economias do Leste Asiático. Lançada em dezembro de 2012, a iniciativa inclui os dez países membros da ASEAN e seis outros países com os quais o grupo possui acordos de livre comércio – China, Índia, Japão, Coreia do Sul, Austrália e Nova Zelândia. Fiori (2013b, grifo nosso) reconhece que

o mais provável é que a nova Doutrina Obama de contenção da China reforce e expanda a “economia de guerra” do país, acelerando e aprofundando sua “conquista

47. Para um panorama dos programas chineses de estímulo à constituição de sistemas de pesquisa e desenvolvimento públicos e privados, ver Freitas (2011) e Pacheco (2011). Ver também Fiori (2013d).

48. Este processo inclui o fortalecimento do Comando Americano do Pacífico (US Pacific Command – Uspacom). Como afirma Oliveira (2013, p. 155): “não há tolerância, por enquanto pelo menos, para com a escolha chinesa de constituir-se em polo alternativo de influência global”.

49. O Acordo de Parceria Econômica Transpacífica (TPP) está sendo negociado desde 2009 por doze países: Austrália, Brunei, Canadá, Cingapura, Chile, Estados Unidos, Japão (agregou-se ao grupo em março de 2013), Malásia, México, Nova Zelândia, Peru e Vietnã. A Coreia do Sul ainda não se posicionou. As trocas entre os países do TPP representam 25% do comércio mundial.

50. Simultaneamente, a União Europeia lança uma nova política industrial – (Comissão Europeia, 2012) – uma vez que a produção manufatureira em 2012 permanece 10% inferior à registrada em 2008, com perda de 3 milhões de empregos. A proposta europeia possui quatro pilares: investimento em novas tecnologias; acesso aos mercados interno e externo; acesso ao capital; e valorização dos recursos humanos. Privilegia seis grandes setores: i) tecnologias avançadas para produção limpa (impressoras 3D, equipamentos com eficiência energética, utilização de materiais reciclados e robótica); ii) tecnologias facilitadoras essenciais, chamadas *kecs* (*key enabling technologies*), incluindo micro e nanoeletrônica, biotecnologia industrial e fotônica (fibra ótica, laser, elementos optoeletrônicos, equipamentos médico-odontológicos a laser, instrumentos ópticos, lasers industriais); iii) produtos de origem biológica (química verde), tais como bioplásticos, biolubrificantes, solventes, biobetumes; iv) construção e matérias-primas sustentáveis (motores, bombas, ventiladores, condicionadores de ar); v) veículos e embarcações verdes (elétricos e híbridos); vi) redes inteligentes (*smart grids*) de armazenamento e ajustes entre produção e consumo de diversas energias.

do Oeste” e sua integração com a Rússia e com a Ásia Central. (...) para os chineses, o desenvolvimento capitalista é apenas um instrumento a mais de *defesa* de sua civilização milenar, contra os sucessivos cercos e invasões dos “povos bárbaros”.⁵¹

Vale dizer, a competição interestatal impulsiona o acirramento da concorrência entre as grandes empresas transnacionais e os respectivos sistemas financeiros, promovendo novas ondas de internacionalização e de expansão da economia global. Tem-se agora um amplo conjunto de elementos para avançar na compreensão da estratégia chinesa de internacionalização do renminbi, fortalecendo sua “capacidade de se adequar melhor à *nova situação do aprofundamento da globalização econômica e resistir aos eventuais riscos da economia internacional*”, como afirmou o novo presidente da China, Xi Jinping (Safatle, 2013a, grifo nosso).

3 A ECONOMIA POLÍTICA DO RENMINBI

Kissinger (2011) mostrou que o “milagre econômico chinês” manteve fidelidade ao ponto de vista de Deng Xiaoping:⁵² a taxa de juros, a taxa de câmbio, os preços e os mecanismos de mercado, em geral, são ferramentas de uma estratégia de desenvolvimento mais ampla. O objetivo desta estratégia de desenvolvimento não é criar uma economia de mercado, mas tornar a China um país moderno, rico e poderoso. Os mecanismos de mercado são meios e não fins em si mesmos (Kroeber, 2011, p. 2).

51. Para o presidente da China, Xi Jinping: “a China e a Rússia são parceiros de coordenação estratégica de maior peso e importância. Tanto para a China como para a Rússia, o relacionamento bilateral ocupa uma posição prioritária na diplomacia geral e nas políticas externas. (...) Foram resolvidas completamente as questões fronteiriças legadas pela história. (...) O volume do comércio bilateral aumentou quatorze vezes nas últimas duas décadas, batendo o recorde de US\$ 88,2 bilhões no ano passado, e a cooperação nos projetos estratégicos de grande escala ganha força, principalmente nos setores de energia, investimentos, aviação e indústria aeroespacial. (...) as tarefas importantes no desenvolvimento das relações sino-russas são: primeiro, consolidar a confiança mútua de natureza estratégica e política e reforçar o apoio recíproco nas questões relativas aos interesses da outra parte. Segundo, ampliar a cooperação pragmática, como, por exemplo, atingir com antecedência a meta de elevar o comércio bilateral a US\$ 100 bilhões até 2015, estabelecer a parceria estratégica na área de energia, implementar projetos estratégicos de grande escala e aprofundar o intercâmbio na área humanística. Terceiro, estreitar ainda mais a colaboração nos assuntos internacionais e regionais, defender firmemente os princípios da Carta das Nações Unidas e as normas fundamentais das relações internacionais, salvaguardar os resultados da Segunda Guerra Mundial e a ordem internacional pós-Guerra, assegurando a paz, a segurança e a estabilidade mundial. Afinal, a China e a Rússia têm tanto a confiança como a capacidade para transformar as vantagens criadas pelo alto nível das nossas relações políticas em frutos concretos da nossa cooperação pragmática, que se traduzirão em benefício para os nossos povos” (Safatle, 2013a, grifo nosso).

Do ponto de vista da Rússia, Karaganov (2013) afirma: “a China vê a Rússia como sua retaguarda estratégica – e talvez uma base – na escalada da rivalidade com os Estados Unidos (embora ainda não como uma aliada). Os líderes russos veem a competição sino-americana como um refoco bem-vindo ao peso estratégico de seu país, que, ao contrário da China, não vem sendo fortalecido por um crescimento econômico sólido. Quanto mais os Estados Unidos contestarem a inevitável expansão do ‘perímetro de segurança’ da China, melhor para a Rússia, ou pelo menos parece ser assim que pensam os estrategistas do Kremlin. Enquanto isso, as relações sino-russas atingiram um grau de entusiasmo nunca antes visto”.

52. Deng Xiaoping ocupou, entre outros cargos, os de presidente da Comissão Militar Central da China (1983-1990) e de vice-presidente do Partido Comunista da China (1975-1982). Ver Fairbank e Goldman (2006) e Leão (2010). Segundo Deng Xiaoping: “nós precisamos fazer uso da ciência e tecnologia desenvolvida por eles [os países capitalistas] e assimilar o seu acúmulo de conhecimento e experiência que possam ser utilizados no desenvolvimento do nosso país. Apesar disso, se nós vamos importar tecnologia avançada e outros bens dos países capitalistas, nós não iremos importar o seu sistema individualista, nem nada que seja negativo para a sociedade chinesa” (Deng, 1993, tradução nossa). Ver também <<http://web.peopledaily.com.cn/english/dengxp/vol2/text/b1280.html>>.

Kissinger (2011) mostrou também que a China foi reintegrada ao circuito econômico global, aceitando o convite de reaproximação com os Estados Unidos, dado que a União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS) era percebida como a principal ameaça à sua segurança.⁵³

Evidentemente, a China, assim como seus vizinhos, foi capaz de combinar mão de obra barata, taxa de câmbio real competitiva, política industrial e de comércio exterior, e elevadas taxas de investimento, com ganhos de escala e de escopo, e incorporação do progresso técnico nas empresas locais por meio de parcerias (*joint ventures*) com as empresas transnacionais. Vale dizer, o país foi capaz de aproveitar a “proposta americana” de configuração da economia global, uma vez que abria oportunidades para o seu projeto nacional de desenvolvimento.⁵⁴ Assim, o país pôde promover políticas nacionais de industrialização ajustadas ao movimento de expansão da economia global, liderado pelos Estados Unidos. A incorporação da grande empresa transnacional em busca de vantagens competitivas e a reação das empresas nacionais, demandantes de peças, componentes, alimentos, minerais e energia, resultaram na formação do *cluster* manufatureiro sino-asiático, como discutido na seção anterior, e no transbordamento de seu dinamismo para uma parte relevante da economia regional e global.

A estratégia chinesa incluiu ainda forte controle e direcionamento do sistema de crédito doméstico, com a oferta concentrada nos grandes bancos públicos. Os principais tomadores eram as empresas públicas, semiprivadas e privadas dedicadas à implementação dos projetos de investimentos produtivos e de infraestrutura, tais como portos, aeroportos, ferrovias de alta velocidade e projetos de mobilidade urbana.⁵⁵ Rígidos controles sobre o sistema financeiro, com elevados volumes de depósitos e de poupança, e sobre a conta de capital desempenharam papel crucial na definição dos preços fundamentais – taxa de juros sobre os depósitos e sobre os empréstimos e taxa de câmbio – e, portanto, no arcabouço de sua política nacional de desenvolvimento.

Não se trata de reconstituir nem as políticas nem a dinâmica do “milagre econômico chinês”.⁵⁶ Trata-se apenas de compreender que a estratégia de inserção

53. Segundo Medeiros e Serrano (1999, p. 133): “no pós-Guerra o acesso ao mercado americano e ao financiamento internacional criou para os países aliados as condições externas para o crescimento acelerado. Assim, podemos caracterizar como ‘desenvolvimento a convite’ a estratégia americana de não apenas permitir, como também em vários casos promover deliberadamente o desenvolvimento econômico dos países aliados nas regiões de maior importância estratégica para o conflito com a URSS”.

54. Nas palavras de Arrighi (2008, p. 377): “quando a derrota iminente no Vietnã obrigou os Estados Unidos a readmitir a China na relação comercial e diplomática normal com o restante da Ásia Oriental e com o mundo em geral, a China comunista tinha todo o interesse em aproveitar a oportunidade oferecida por esta relação para promover a riqueza e o poder nacional”.

55. De acordo com estimativas de Prasad e Ye (2012, p. 17-18), entre 2007 e 2010, a participação dos empréstimos para as empresas, sobretudo estatais, atingiu quase 80%; as famílias aborveram os 20% restantes.

56. Isso tem sido realizado por diversos autores, em diferentes perspectivas. Ver Medeiros (1999; 2006; 2011), Fairbank e Goldman (2006), Aglietta e Landry (2007), Lyrio (2010), Leão (2010a; 2011), Pinto (2011), Kissinger (2011), Artus, Mistral e Plagnol (2011), Keidel (2011) e Lardy (2011).

da economia chinesa está profundamente imbricada com a crescente integração produtiva e financeira – a expansão da economia global –, operando em dólar flexível, sob a égide do Estado americano. Como mostrado, os investidores invadiram todas as praças possíveis e imagináveis – até a China –, articulando um sistema financeiro verdadeiramente mundial. As corporações montaram redes produtivas globais, com a migração de parte da indústria manufatureira dos países desenvolvidos para a Ásia e para o Leste Europeu.

Nesse processo, as exportações da China saltaram de US\$ 18,1 bilhões em 1980 para US\$ 1,9 trilhão em 2011 (tabela 13). As importações cresceram de US\$ 19,9 bilhões para US\$ 1,7 trilhão, no mesmo período. Esta extraordinária expansão do comércio exterior chinês foi acompanhada por um enorme crescimento do investimento estrangeiro direto, de US\$ 57 milhões em 1980 para US\$ 124 bilhões em 2011 (tabela 13). O estoque de investimento estrangeiro direto saltou de US\$ 1 bilhão para US\$ 711,8 bilhões no mesmo período, e para US\$ 1,1 trilhão na praça financeira de Hong Kong, auxiliar no financiamento da expansão produtiva e financeira. As “empresas com investimento estrangeiro” – subsidiárias chinesas de empresas multinacionais e *joint ventures* com empresas do mundo industrializado – responderam por cerca de 52% das exportações chinesas a partir de 2002.

Por sua vez, em 2012, o déficit no comércio internacional de bens dos EUA somou US\$ 735,3 bilhões, sendo US\$ 315 bilhões registrados com a China, representando 42,8% do total.⁵⁷ Isto significa que quase a metade do déficit na balança comercial dos Estados Unidos decorre das relações com as próprias filiais de empresas americanas no exterior, que deslocaram parte de suas estruturas produtivas para a Ásia, sobretudo, para a China (Whichard, 2003; Kregel, 2008a; Moran, 2011). A economia chinesa tem, portanto, uma relação simbiótica com o fenômeno da globalização produtiva, liderada pelos capitais e pelas empresas americanas – e também europeias, japonesas, sul-coreanas etc. –, em dólar. A China se industrializou e se integrou na economia mundial sem uma moeda de curso internacional.

De toda forma, o dinamismo da economia global ficou crescentemente dependente das relações tanto virtuosas quanto contraditórias entre as duas regiões, dado o baixo crescimento da União Europeia, condicionado pelas forças deflacionárias do Tratado de Maastricht. De um lado, o emissor da moeda-reserva e sua enorme liberdade para expandir o crédito, o endividamento das famílias, o déficit em conta-corrente e o passivo externo. De outro lado, os países comprometidos com estratégias de crescimento industrial acelerado, apoiadas em altas taxas de

57 Fonte: base de dados do U.S. Census Bureau. Disponível em: <<http://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>>. Ver também as tabelas A.1 e A.2 no anexo. Os Estados Unidos apresentaram déficit comercial – portanto, fonte de demanda efetiva – com todas as regiões, com a exceção do Brasil e os países do Leste Europeu, após 2008. A China, por sua vez, registrou déficit com a maioria dos países asiáticos (inclusive Japão) e com os países em desenvolvimento (África, América Latina, Oriente Médio e Rússia) e superávit com os Estados Unidos e a Europa.

investimento, atração de investimento estrangeiro em nova capacidade produtiva, ganhos de competitividade com baixos preços e, simultaneamente, busca incessante da graduação tecnológica das exportações.

TABELA 13
China: indicadores selecionados (2007-2011)

	2007	2008	2009	2010	2011
PIB nominal (RMB bilhões)	26.581,0	31.404,5	34.090,3	40.151,3	47.156,4
PIB nominal (US\$ bilhões)	3.495,7	4.521,8	4.990,5	5.931,2	7.298,6
PIB <i>per capita</i> (RMB)	20.169,5	23.707,7	25.607,5	30.015,0	34.999,4
PIB <i>per capita</i> (US\$)	2.652,5	3.413,6	3.748,7	4.433,9	5.417,0
PIB real (% variação)	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2
Inflação (IPC, % variação)	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4
Taxa de juros – empréstimo (% , média do período)	7,47	5,31	5,31	5,81	6,56
Taxa de juros – depósito (% , média do período)	4,14	2,25	2,25	2,75	3,50
RMB/US\$ (média do período)	7,604	6,945	6,831	6,770	6,461
Índice de taxa de câmbio real efetiva (% variação) ¹	4,0	9,2	3,4	-0,5	...
Índice de taxa de câmbio nominal efetiva (% variação)	1,4	6,6	5,0	-1,9	...
Política fiscal (% do PIB)					
Resultado fiscal ²	0,6	-0,4	-2,3	-1,7	...
Receitas totais	19,3	19,5	20,1	20,7	22,0
Despesas totais	18,7	19,9	22,4	22,4	...
Dívida do governo central	19,6	17,0	17,7	16,8	...
Poupança (% do PIB)	51,0	51,6	51,8	52,6	...
Investimento (% do PIB)	42,2	43,9	47,5	48,6	...
Balança transações correntes (% do PIB)	10,1	9,1	5,2	5,2	2,8
Balança comercial (% do PIB)	9,0	8,0	5,0	4,3	3,3
Exportações (% do PIB)	34,9	31,7	24,1	26,7	26,1
Importações (% do PIB)	25,9	23,7	19,1	22,4	22,7
Balança de serviços (% do PIB)	-0,2	-0,3	-0,6	-0,4	-0,8
Conta financeira (% do PIB)	2,6	1,0	3,5	3,7	3,0
Investimento direto (% do PIB)	4,1	2,7	1,4	2,1	2,3
Balanço de pagamento (% do PIB)	13,2	10,6	8,0	8,0	5,3
Reservas internacionais (US\$ bilhões, fim de período) ³	1.530,3	1.949,3	2.416,0	2.866,1	3.202,8
Dívida externa total (US\$ bilhões, fim de período)	389,2	390,2	428,7	548,9	...
Exportações (% variação)	25,8	17,6	-16,1	31,4	20,4
Importações (% variação)	20,3	18,7	-11,1	39,1	25,1
Exportações (US\$ bilhões)	1.220,1	1.430,7	1.201,6	1.577,8	1.898,6
Exportações processadas (% do total)	50,6	47,2	48,8	46,9	44,0

(Continua)

(Continuação)

	2007	2008	2009	2010	2011
Importações (US\$ bilhões)	956,1	1.132,6	1.005,6	1.396,0	1.743,5
Importações processadas (% do total)	38,5	33,4	32,1	29,9	26,9
Fluxo de entrada de IED (US\$ milhões)					
China	83,5	108,3	95,0	114,7	124,0
Hong Kong, China	54,3	59,6	52,4	71,1	83,2
Fluxo de saída de IED (US\$ bilhões)					
China	22,5	52,2	56,5	68,8	65,1
Hong Kong, China	61,1	50,6	64,0	95,4	81,6
Estoque de entrada IED (US\$ bilhões)					
China	327,1	378,1	473,1	587,8	711,8
Hong Kong, China	1.177,5	816,2	936,4	1.089,9	1.138,4
Estoque de saída IED (US\$ bilhões)					
China	95,8	147,9	229,6	298,4	366,0
Hong Kong, China	1.011,2	762,0	832,1	936,0	1.045,9

Fonte: National Bureau of Statistics of China, Statistical Yearbook (vários números). Disponível em: <<http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/yearlydata/>>. FMI, base de dados da International Financial Statistics. Disponível em: <<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>>. UNCTADStat. Disponível em: <<http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx>>.

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Uma variação positiva na taxa de câmbio real efetiva significa uma apreciação do renminbi relativamente a outras moedas do índice.

² Inclui governo central e local.

³ Exclui ouro, inclui Direitos Especiais de Saques e depósitos no FMI.

Obs.: os três pontos (...) indicam a indisponibilidade do dado.

Em resumo, a “máquina de acumulação” em escala global, liderada pelo sistema empresarial da tríade desenvolvida – Estados Unidos, Japão e União Europeia –, contribuiu para transformar a Ásia no principal centro de produção manufatureira do mundo; e a China, numa economia nacional com poder de gravitação sobre a economia mundial. Esta nova geoeconomia internacional e o potencial de crescimento e de incorporação tecnológica da China – segunda maior economia, exportações crescentes de bens intensivos em tecnologia, maior superávit em conta-corrente – colocaram-na como polo de poder, que busca ampliar a participação nos processos decisórios internacionais. Isto sem considerar a capacidade nuclear chinesa, sua participação no Conselho de Segurança da Organização das Nações Unidas e a rivalidade com a Coreia do Sul e o Japão. É neste contexto que a China

tem uma alternativa preferencial, qual seja, a de estabelecer o renminbi como moeda internacional. Se o renminbi fosse utilizado de maneira mais ampla nas transações internacionais, a China não precisaria manter reservas em moeda estrangeira para ajustar seu balanço de pagamentos ou para ajudar as empresas nacionais a liquidar suas transações internacionais. Bastaria aumentar ou diminuir as emissões da própria moeda nacional, na medida das necessidades, como os Estados Unidos, passando a desfrutar de todas as vantagens de um país emissor de moeda-reserva internacional (Eichengreen, 2011, p. 141).

A China planeja, portanto, ampliar seu raio de manobra no plano monetário e financeiro internacional.⁵⁸

3.1 A dinâmica do sistema financeiro chinês

O sistema financeiro chinês está organizado em torno dos grandes bancos estatais. Os empréstimos bancários respondem pela maior parte do financiamento gerado pelo sistema; o mercado de emissão de dívida⁵⁹ e o de ações persistem relativamente restritos, a despeito de 954 empresas estarem listadas na Bolsa de Valores de Xangai, e 1.538, na Bolsa de Valores Shenzhen em março de 2013 (gráfico A.4 no anexo). Eram negociadas várias classes de ações: ações *A*, denominadas em renminbi, cotadas nas bolsas domésticas e disponíveis para investidores nacionais; ações *B*, transacionadas em dólares (Bolsa de Valores de Xangai) e dólares de Hong Kong (Bolsa de Valores de Shenzhen), disponíveis para investidores estrangeiros; ações *H*, listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, disponíveis para investidores estrangeiros; ações *N*, listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque; ações *L*, listadas na Bolsa de Valores de Londres; ações *S*, listadas na Bolsa de Valores de Cingapura; e ações das empresas estatais não negociáveis, mantidas pelo governo – cerca de dois terços das ações emitidas. Evidentemente, o número de empresas com ações do tipo *A* era muito superior às outras. A maioria das empresas listadas era estatal; uma parte minoritária, em torno de 34% das ações, era passível de negociação; e o restante era mantido pelo Estado. Mencione-se que, na Bolsa de Valores de Xangai, pelo menos 80% das companhias listadas eram controladas por alguma instância governamental. Pelo menos 35% das ações das empresas estatais listadas devem ser mantidas como propriedade do Estado, além das participações indiretas entre as empresas.⁶⁰

58. O presidente do Banco Central da China, em 2 de abril de 2009, propôs a criação de uma “moeda-reserva super-soberana” (*super-sovereign reserve currency*), administrada por uma instituição global responsável pela geração e pelo controle da liquidez internacional. A “moeda-reserva supersoberana” – de valor estável – eliminaria os riscos inerentes de uma moeda nacional que se internacionaliza, apoiada na expansão creditícia, pois seria ancorada em regras de emissão e administração da oferta, “a fim de alcançar o objetivo de resguardar a estabilidade econômica e financeira global” (Xiaochuan, 2009, tradução nossa). Para diferentes avaliações críticas da proposta, ver Eichengreen (2009; 2011) e Cintra (2009). Eichengreen (2011, p. 141) salienta: “o objetivo de Zhou Xiaochuan era sinalizar a insatisfação da China com os esquemas vigentes. Ao fazer seu discurso às vésperas de uma reunião de cúpula do G20, ele lembrou aos outros países que as opiniões da China devem ser levadas em conta. Ao sugerir a ampliação do papel dos Direitos Especiais de Saque, ele estava posicionando a China como defensora de um sistema multilateral baseado em regras”. E, salienta ainda, “para que os Direitos Especiais de Saque se assemelhem mais a uma moeda global, o FMI teria de se tornar mais parecido com um banco central global e com um provedor de liquidez de emergência” (*op. cit.*, p. 139).

59. O mercado de títulos de dívida permanece dominado pelo setor público: governo, banco central e, nas emissões de longo prazo, grandes bancos de desenvolvimento. O volume de transações (mercado secundário) é baixo, pois os títulos são detidos pelos investidores (em geral, bancos estatais) até o vencimento. O estoque de bônus atingiu US\$ 3,6 trilhões, sendo US\$ 736 bilhões de títulos corporativos, US\$ 1,3 trilhão de títulos públicos e US\$ 1,7 trilhão de títulos do setor financeiro, em setembro de 2012, segundo o BIS (gráfico A.2 no anexo). Os títulos de dívidas corporativas eram praticamente inexistentes até 2005. Em 2012, foram emitidos RMB 5,9 trilhões, o equivalente a 11,4% do PIB (US\$ 710,1 bilhões). Ver tabela A.4 no anexo. Ver também Aglietta e Maarek (2007).

60. Em 2012, as duas bolsas de valores emitiram RMB 494 bilhões, correspondendo a 1% do PIB (US\$ 79,1 bilhões). Ver tabela A.5 no anexo. Ademais, o mercado de ações permaneceu bastante restrito para os investidores estrangeiros, e sem listagem de empresas estrangeiras. Na Bolsa de Valores de Hong Kong estavam listadas 1.557 empresas, sendo 86 estrangeiras (gráfico A.3 no anexo).

As transformações no sistema financeiro chinês têm sido extraordinárias, sobretudo, em sua capacidade de expandir o crédito, por meio de diversas instituições – 3.800 no total. Segundo informações divulgadas pela Comissão de Regulação Bancária da China (CBRC, 2011), os ativos totais do sistema financeiro – excluindo-se o mercado de seguros – saltaram de US\$ 3,3 trilhões em 2003 (o equivalente a 204% do PIB) para US\$ 18 trilhões em 2011 (o correspondente a 246% do PIB), multiplicando-se por 5,4 (tabela 14).⁶¹ Após a crise sistêmica internacional, a expansão dos ativos financeiros, entre 2009 e 2011, somou US\$ 8,7 trilhões, um crescimento maior que o PIB de US\$ 7,3 trilhões em 2011.⁶²

TABELA 14
Ativos das instituições financeiras chinesas (2003-2011)¹
(Em US\$ bilhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ativo total de 3.800 instituições	3.341,7	3.817,9	4.643,0	5.630,9	7.279,1	9.252,3	11.646,9	14.462,8	17.974,7
Bancos de desenvolvimento (3) ²	256,7	291,5	362,9	445,0	586,3	827,1	1.017,4	1.161,2	1.477,7
Bancos comerciais (5)	1.939,3	2.172,6	2.602,8	3.105,2	3.905,7	4.772,6	5.976,2	7.116,3	8.509,8
Bancos comerciais de capital misto (12)	357,6	440,7	553,3	697,6	996,9	1.294,2	1.731,1	2.261,7	2.916,2
Bancos comerciais das cidades (144)	176,7	206,1	252,4	332,3	457,8	605,4	832,0	1.191,6	1.584,2
Bancos comerciais rurais (212)	4,7	6,8	37,5	64,5	83,6	136,1	273,3	419,9	674,8
Bancos cooperativos rurais (190)	34,1	59,6	88,5	147,0	187,4	227,7	222,5
Cooperativas de crédito urbanas (c)	17,7	21,6	25,2	23,5	18,0	11,8	4,0	0,3	0,5
Cooperativas de crédito rural (2.265)	320,3	371,7	389,4	442,1	595,2	763,5	804,8	969,9	1.143,1
Instituições financeiras não bancárias ³	109,9	105,4	125,9	135,7	133,2	172,9	227,1	317,1	413,6
Bancos estrangeiros (40)	50,3	70,4	88,7	118,9	171,6	197,0	197,6	264,4	341,7
Novas instituições financeiras rurais e bancos de poupança rural (692) ⁴	108,5	131,1	170,8	206,6	242,4	324,7	396,3	532,7	690,8

Fonte: CBRC (2011, p. 116, 120 e 130).

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Os dados de 2003 a 2006 referem-se aos ativos de instituições financeiras no interior da China. Os dados para o período de 2007 a 2011 referem-se aos ativos consolidados de instituições financeiras dentro e fora da China.

² Desde 2003, oitocentas cooperativas urbanas de crédito foram reestruturadas, algumas transformadas em bancos comerciais das cidades, outras fechadas. Cerca de RMB 170 bilhões de ativos inadimplentes foram eliminados.

³ Inclui as seguintes instituições: *trust companies* (66), *finance companies of corporate groups* (127), *financial leasing companies* (18), *money brokerage firms* (4), *autofinancing companies* (14), *consumer finance companies* (4) e *banking asset management companies* (4).

⁴ Inclui as seguintes instituições: *village or township banks*, *lending companies*, *rural mutual cooperatives*.

Obs.: os números entre parênteses representam o número de instituições no final de 2011.

61. A título de comparação, segundo informações do Banco Central do Brasil, o ativo total do sistema financeiro brasileiro era de R\$ 5,1 trilhões em dezembro de 2011, o equivalente a US\$ 2,7 trilhões e a 124% do PIB (BCB. 50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional. Data-base: dez./2011. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/fis/TOP50/port/Top50P.asp>>).

62. Para diferentes perspectivas sobre o sistema financeiro chinês, ver Maswana (2008), Cintra (2007; 2009), Cousin (2011), Martin (2012), Allen *et al.* (2012), Carvalho (2013c), Mendonça (2013), OECD (2013), Sanderson e Forsythe (2013) e Burlamaqui (2013).

Essas “máquinas de acumulação monetária e financeira” são lideradas por cinco grandes bancos comerciais *públicos* – Agricultural Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China e China Bank of Communications⁶³ –, cujos ativos saltaram de US\$ 1,9 trilhão em 2003 para US\$ 8,5 trilhões em 2011; e por três grandes bancos de desenvolvimento públicos (*policy banks*) – Agricultural Development Bank of China, China Development Bank e Export-Import Bank of China –, cujos ativos, por sua vez, cresceram de US\$ 256,7 bilhões para US\$ 1,5 trilhão no mesmo período. Os bancos de desenvolvimento são financiados por títulos comprados pelos bancos comerciais (depósitos à vista, a prazo e poupança das famílias), para apoiar os projetos de infraestrutura dos governos locais e projetos de investimentos das empresas.⁶⁴

Sanderson e Forsythe (2013, p. 3) descrevem uma inovação financeira – associada ao China Development Bank – para ampliar o crédito necessário ao financiamento dos projetos de investimento, juntamente com a exigência de melhores colaterais. Com a célebre urbanização, era esperada uma alta dramática nos preços das terras. E, como as terras estavam sob a posse das administrações locais, desenvolveu-se uma inovação institucional: um veículo de financiamento do governo local (em inglês, *Local-Government Financing Vehicle* – LGFV), vale dizer, um *Special Investments Vehicle* (SIV) público. O VLGFF constitui uma empresa criada pelas administrações locais para possibilitar gastos acima dos limites estabelecidos pelos orçamentos. Elas receberiam os recursos adicionais do China Development Bank, por meio do LGFV, dando as terras como garantias colaterais, cujos valores aumentariam como resultado das próprias estratégias de investimentos realizadas pelo banco. Esta inovação foi denominada Wuhu Model, porque começou na cidade de Wuhu, mas se espalhou por diversas regiões, dando origem a diversas plataformas financeiras dos governos provinciais e locais. Segundo Burlamaqui (2013, p. 27, tradução nossa):

Preços mais elevados das terras significariam mais renda para os governos locais e, portanto, mais espaço para novos empréstimos e gastos. Uma estratégia autoalimentada, (...) em que a disponibilidade de um banco para financiar um projeto de investimento tem um impacto direto sobre a sua viabilidade e, por conseguinte, sobre os seus retornos esperados e, sobre os seus preços (...). É também uma estratégia schumpeteriana na qual o crédito permite a realização do investimento, aumenta o valor do colateral e, gera os fluxos de recursos para o reembolso do empréstimo.⁶⁵

63. Na verdade, a participação estatal no China Bank of Communications era de 26,5% em 2011; nos outros, era majoritária (Deos, 2013).

64. Há uma competição acirrada no interior da estrutura política chinesa nas esferas regionais: os prefeitos que viabilizarem os melhores resultados podem ser alçados a governadores de província e, posteriormente, atingir posições mais altas na hierarquia do Partido Comunista.

65. Segundo informações divulgadas pela Bloomberg News (China LGFVs..., 2013), o estoque de LGFV pode ter alcançado RMB 9,3 trilhões no final de 2012. As fontes de financiamento destas operações tornam-se mais diversificadas e obscuras. Ver também o box 2.

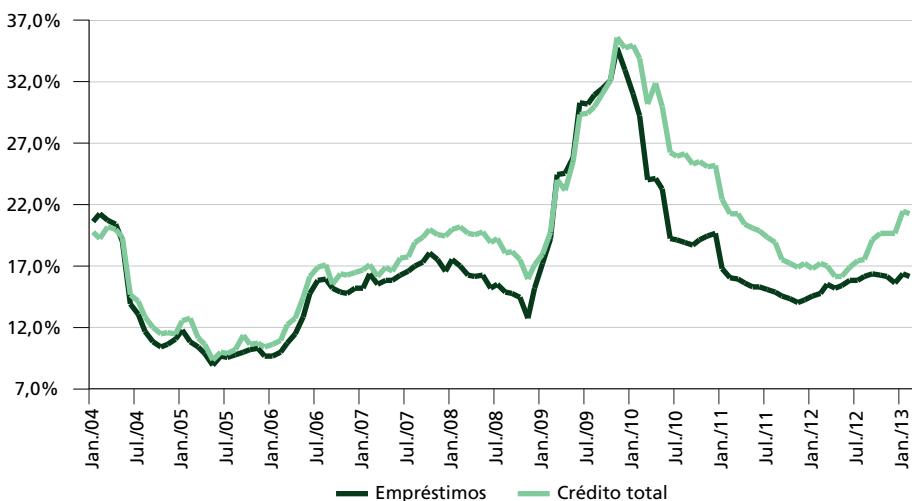
Dois outros grupos de instituições desse sistema financeiro dominado pelo Estado (*state-dominated financial system*) também estão expandindo seus ativos de forma acelerada. O primeiro grupo é formado pelos bancos comerciais de capital misto (*joint-stock commercial banks*), controlados pelas províncias e com papel relevante no desenvolvimento regional. Os bancos comerciais das cidades (*city commercial banks*) – o segundo grupo – eram inicialmente patrocinados pelas administrações locais e, após 2001, passaram a absorver capital estrangeiro; são em grande parte públicos e não dispõem de autorização para operar em escala nacional ou regional. Ambos controlam 25% dos ativos totais (tabela 14). Em 2011, os ativos totais dos bancos comerciais das cidades atingiram US\$ 1,6 trilhão, valor nove vezes maior que o registrado em 2003, representando 8,8% do total dos ativos do setor financeiro. Por sua vez, os ativos dos bancos comerciais de capital misto somaram US\$ 2,9 trilhões, mais de 8,2 vezes o valor de 2003, representando 16,2% do total. Os ativos dos bancos estrangeiros (quarenta instituições) também expandiram de US\$ 50 bilhões em 2003 para US\$ 341,7 bilhões em 2011, quase setuplicando (tabela 14). Todavia, a atuação destas instituições permaneceu bastante restringida, apenas 2% dos ativos totais.⁶⁶ Por um lado, o Goldman Sachs, que, em janeiro de 2006, havia liderado um consórcio de US\$ 3,8 bilhões para a compra de participação minoritária no Industrial and Commercial Bank of China, concluiu a venda de suas ações em maio de 2013 (Goldman..., 2013). Por outro lado, o Industrial and Commercial Bank of China adquiriu 20% das ações do sul-africano Standard Bank, assumindo 80% da sua subsidiária na Argentina.

Como sugerido, as diversas instituições financeiras chinesas têm promovido uma dramática expansão dos empréstimos. Em novembro de 2009, a taxa de crescimento do crédito total – que inclui os empréstimos bancários, as emissões de bônus corporativos, os aceites bancários e os empréstimos fiduciários (*trust loans* e *entrusted loans*) – ultrapassou 35% (gráfico 4). Houve um arrefecimento em 2011, mas a taxa de expansão do crédito total voltou a superar o patamar de 20%. Com isso, o estoque total de dívida – inclui governo, empresas, famílias e instituições financeiras – saltou de 155% do PIB em 1998 para 235% do PIB em 2012 (tabela 15). O setor não financeiro – governo, empresas, famílias – persistiu concentrando em torno de 90% do endividamento total. As corporações, estatais

66. A fim de introduzir mudanças na gestão de risco e dos ativos, o governo decidiu abrir o capital de alguns bancos e atrair sócios estrangeiros estratégicos, para forçá-los a seguir regras internacionais de contabilidade e transparência exigidas das empresas abertas. Em 2005, o China Construction Bank abriu seu capital na Bolsa de Valores de Hong Kong e captou US\$ 9,23 bilhões. Em junho de 2006, Bank of China captou US\$ 11,2 bilhões, também na Bolsa de Valores de Hong Kong. Em outubro de 2006, o Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) realizou uma oferta pública inicial de ações no valor de US\$ 19,1 bilhões. Ademais, em 2001, o HSBC adquiriu 19,9% do Bank of Communications e mesma porcentagem da seguradora Ping An, a segunda maior do país. Em 2005, o Bank of America anunciou investimento de US\$ 3 bilhões na compra de 8,5% do China Construction Bank e o Temasek adquiriu mais 6%; o consórcio liderado pelo Royal Bank of Scotland anunciou a compra de 9,6% das ações do Bank of China, por US\$ 3 bilhões. Em fevereiro de 2006, o grupo de investimentos Temasek, de Cingapura, comprou 4,8% do Bank of China e anunciou investimentos de US\$ 2,5 bilhões no China Construction Bank (Cintra, 2007).

e comerciais, responderam por 63% da dívida; o setor público, central e local, por 11%; e as famílias, por 15% – porcentagem em crescimento. Entre 2005 e 2008, a dívida das instituições financeiras atingiu, em média, 18,7% do total e 38,7% do PIB, período que coincidiu com a valorização das bolsas de valores, sobretudo da Bolsa de Xangai, e dos imóveis residenciais, acompanhando o ciclo de valorização dos ativos globais liderado pelo sistema financeiro americano (gráfico 5).⁶⁷

GRÁFICO 4
China: taxa de crescimento do estoque de crédito – em relação ao mesmo mês do ano anterior (jan./2004-fev./2013)
(Em %)



Fonte: Arthur Kroeber, Managing Director, Gavekal Dragonomics Research.
Elaboração dos autores.

Diante desse crescimento acelerado, o Industrial and Commercial Bank of China apareceu em primeiro lugar na lista dos trinta maiores bancos do mundo, em termos de ativos em 2012 (US\$ 2,76 trilhões). Ele era acompanhado pelo China Construction Bank – na 13^a posição, com ativos de US\$ 2,11 trilhões; pelo Agricultural Bank of China – na 14^a posição, com ativos de US\$ 2,08 trilhões; pelo Bank of China – na 15^a posição, com ativos de US\$ 2,03 trilhões;⁶⁸ e pelo China Development Bank –

67. A título de comparação, em dezembro de 2008, o estoque de dívida das instituições financeiras americanas (US\$ 17 trilhões) representava 32% do total (US\$ 53,4 trilhões) e 120% do PIB (US\$ 14,3 trilhões). (Federal Reserve. *Flow of funds accounts of the United States*. Table. D.3 Credit Market Debt Outstanding by Sector. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-2.pdf>>).

68. O Bank of China, presente no Brasil, possui mais de 12 mil escritórios na China e mais de seiscentos no exterior, distribuídos por 35 diferentes países (Frischtak e Soares, 2012). O Bank of China é um dos mais internacionalizados e diversificados, oferecendo diversos serviços, tais como serviços bancários comerciais (corporativos e pessoais), serviços de investimentos (fusões e aquisições, emissão de ações), de gestão de patrimônio, de arrendamento de aeronaves (*leasing*), de seguros etc.

na 27^a posição, com ativos de US\$ 995 bilhões. Em março de 2013, voltaram a aparecer entre os maiores bancos do mundo, em termos de capitalização de mercado: o Industrial and Commercial Bank of China, em primeiro lugar, com US\$ 235,2 bilhões; o China Construction Bank, em segundo lugar, com US\$ 204,3 bilhões; o Agricultural Bank of China, em sexto lugar, com US\$ 204,3 bilhões; e o China Bank of Communications, em 16º lugar, com US\$ 58 bilhões.

TABELA 15
China: estoque de dívida, por segmento (1998-2012)
 (Em % do PIB)

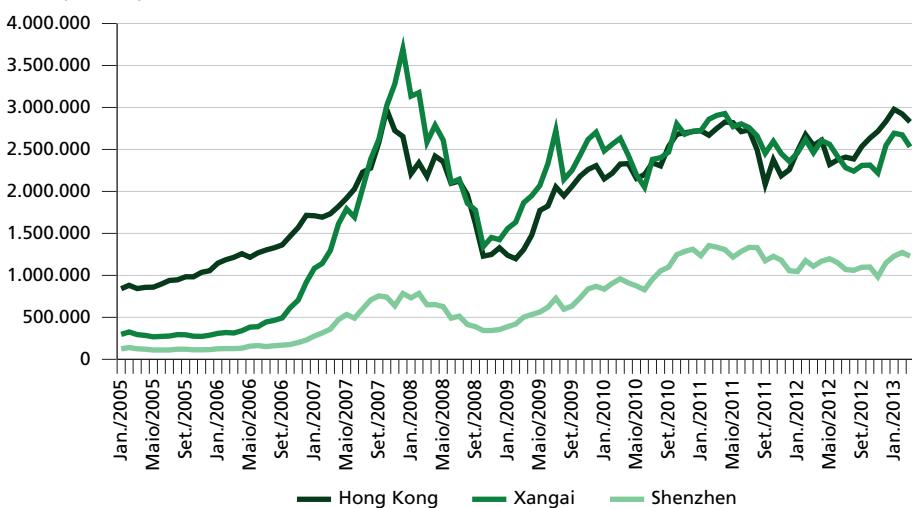
Total	Total não financeiro	Segmentos não financeiros						Instituições financeiras	
		Governo			Estatais não comerciais	Corporações comerciais	Famílias		
		Subtotal	Central	Local					
1998	155	141	21	16	-1	5	117	3	14
1999	185	152	28	19	-1	11	119	4	33
2000	187	160	39	20	-1	20	114	7	27
2001	189	165	42	20	0	22	113	10	24
2002	198	174	45	22	1	22	115	14	24
2003	207	183	45	22	2	21	120	18	24
2004	202	172	44	20	4	21	109	19	30
2005	210	170	47	21	4	21	105	19	40
2006	213	170	45	19	5	21	105	20	43
2007	202	165	46	22	5	19	98	21	36
2008	202	166	46	21	6	19	100	21	36
2009	240	206	63	21	9	32	117	27	34
2010	238	207	64	20	10	34	112	32	31
2011	224	197	57	17	8	32	108	33	26
2012	235	208	50	17	8	25	123	34	27

Fonte: Arthur Kroeber, Managing Director, Gavekal Dragonomics Research.
 Elaboração dos autores.

Este sistema é gerido pelo Banco Central da China (People's Bank of China) – formulação e execução da política monetária – e regulado e fiscalizado pela Comissão de Regulação Bancária da China. Ambas as instituições operam sob a liderança do Conselho de Estado (State Council) e, portanto, as decisões estão subordinadas a uma coordenação institucional com outras agências políticas, comandadas por uma agência crucial, o Politburo do Partido Comunista Chinês. Burlamaqui (2013, p. 10, grifos no original, tradução nossa) defende a hipótese de que os grandes bancos públicos – comerciais e de desenvolvimento –, junto com seus SIVs, representam, do ponto de vista do financiamento do investimento,

a mais recente encarnação do modelo Hilferding-Minsky de capitalismo financeiro. Os vestígios do modelo de Minsky são a disseminação das *finanças especulativas* e o acúmulo de situações de “fragilidade financeira”. Mas há um elemento novo, uma característica que vai além Hilferding e Minsky e entra no terreno de Schumpeter: a presença de um formidável *Estado empresarial*. Um Estado que combina as funções de *emprestador de última instância* (o garantidor dos empréstimos bancários e das dívidas corporativas) e de capitalista de risco (*venture capitalist*) – que formula e financia as políticas industriais e de inovação por meio dos bancos. A presença desta estrutura estatal, bem como a compreensão pelos reguladores financeiros, do mantra de Minsky – “a estabilidade é desestabilizadora” – fornece uma explicação plausível para o fato de que embora situações de fragilidade financeira periodicamente emergem, não degeneram em Ponzi *finance*. Em vez disso, são contidas pela “regulação financeira proativa” e reorganizadas pela recapitalização e reestruturação bancária.⁶⁹

GRÁFICO 5
Índice de capitalização das bolsas de valores de Hong Kong, Xangai e Shenzhen (2005-2013)
(Em US\$)



Fonte: World Federation of Exchanges. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>>. Elaboração dos autores.

69. As desconfianças sobre a estabilidade do sistema, no entanto, persistem. Em 10 de abril de 2013, a agência de classificação de risco Fitch Ratings rebaixou a nota da dívida de longo prazo em moeda local da China, alertando sobre os riscos do crescimento acelerado do crédito por bancos e instituições não bancárias. A Fitch cortou a nota de AA- para A+, com perspectiva estável. A classificação em moeda estrangeira foi mantida em A+. Segundo a agência, o estoque de crédito bancário ao setor privado era de 135,7% do PIB no fim de 2012, o maior patamar entre os mercados emergentes. Além disso, o crédito total incluindo o sistema bancário paralelo (*shadow banking system*) pode ter alcançado 198% do PIB (box 2). “A proliferação de outras formas de crédito além do bancário é uma fonte de risco crescente sob a perspectiva da estabilidade financeira” (Fitch..., 2013). A Fitch também estimou que a dívida do governo local da China cresceu para 25,1% do PIB em 2012, ante 23,4% em 2011, levando a dívida total do governo para 49,2% do PIB (*op. cit.*). A partir de junho de 2013, o Banco Central da China passou a restringir o mercado interbancário, em uma tentativa de forçar o sistema financeiro a reduzir a expansão do crédito e o grau de alavancagem. As taxas de juros de curto prazo subiram de forma acentuada.

BOX 2

O sistema bancário paralelo na China

O “sistema bancário subterrâneo”, que opera à margem do sistema bancário regulamentado chinês, caracteriza-se por redes informais de captação de recursos dos poupadões com a promessa de pagamento de altas taxas de juros e de concessão de empréstimos para tomadores privados. Tem sido alimentado, no lado dos poupadões, pelo rigoroso controle sobre as taxas de juros e pela carência de instrumentos disponíveis nos bancos regulamentados; e, no lado dos tomadores, pela dificuldade de acesso ao crédito de pequenos e médios empresários, dada a “preferência” dos bancos estatais por conceder empréstimos às empresas administradas pelos governos. Estima-se que este “sistema bancário informal” movimente US\$ 1,3 trilhão, equivalente ao déficit fiscal dos Estados Unidos em 2011.

Se, além dos empréstimos informais, forem incluídas as atividades fora do balanço patrimonial de bancos, companhias fiduciárias e empresas que emprestam umas às outras, o montante pode atingir US\$ 2,4 trilhões, equivalentes a 13,3% dos ativos totais do sistema financeiro chinês em 2011 – e proporcional à dívida dos consumidores americanos, que ultrapassou os US\$ 2,6 trilhões.

De acordo com o relatório do Financial Stability Board (FSB, 2012), que adota definição distinta do sistema bancário paralelo (*shadow banking system*) – inclui as operações das instituições financeiras não bancárias como *proxy* para as atividades financeiras paralelas – os ativos deste sistema representavam cerca de 1% dos ativos totais do sistema financeiro chinês em 2011, em torno de US\$ 400 bilhões. O componente mais relevante do sistema bancário sombra – as operações informais – estaria, no entanto, ausente da estimativa do Financial Stability Board.

A despeito das dificuldades de aferição do montante de operações realizadas pelo sistema bancário paralelo – informal e não regulado –, dadas suas próprias características, bastante opaco, há sinais de que o governo estaria contendo sua expansão, pois fonte de riscos potenciais significativos. Em 28 de março de 2012, o Conselho de Estado aprovou um programa-piloto para a cidade de Wenzhou que incentiva o capital privado a participar de “organizações financeiras inovadoras”, como as cooperativas de crédito, e estimula os bancos a atender as necessidades de financiamento, aliviando as restrições de crédito, de pequenas e médias empresas.

Fonte: Agiotas... (2012), Borst (2013), Yongding (2013) e FSB (2012).
Elaboração dos autores.

Essa forma específica de articulação entre os bancos públicos e as empresas chinesas no espaço doméstico tem se constituído também em fonte de expansão internacional, com destaque para a atuação do China Development Bank, que denomina suas operações em renminbi (Sanderson e Forsythe, 2013, p. 8). As informações sobre a internacionalização dos bancos chineses ainda são muito limitadas.⁷⁰ Para os propósitos deste capítulo, basta sinalizar que o fluxo de investimento direto da China no setor financeiro (*banking and insurance*) atinge

70. Em fevereiro de 2009, o China Development Bank firmou compromisso para o financiamento da exploração de petróleo na camada do pré-sal brasileira no valor de US\$ 10 bilhões com a Petrobras. Ver Gallagher, Irwin e Koleski (2012), Sanderson e Forsythe (2013), Deos (2013) e Burlamaqui (2013).

US\$ 14 bilhões em 2008, caindo para US\$ 8,65 bilhões em 2009 e em 2010, e para US\$ 6 bilhões em 2011, segundo o Ministério do Comércio. O estoque registrado no setor financeiro alcança US\$ 67,4 bilhões em 2011.⁷¹ A partir de 2002, o governo chinês definiu a política Going Global, oferecendo uma série de incentivos para promover a internacionalização das empresas, desde mecanismos de financiamento até a facilitação do processo administrativo para a realização de investimentos diretos no exterior (Acioly e Leão, 2011; Silva, 2012b). Dois bancos de desenvolvimento – China Development Bank e Export-Import Bank of China – se destacaram no apoio às estratégias de internacionalização das empresas chinesas, bem como ao fomento de operações no exterior. Eles fornecem crédito para exportação e importação, empréstimos para contratos de construção e projetos de investimento no exterior, financiamento concessionário (subsidiado pelo governo chinês) e empréstimos interbancários internacionais.

3.2 A estratégia de internacionalização do renminbi

A estratégia cautelosa da China de ampliar o papel do renminbi como moeda de denominação e de liquidação das transações comerciais e financeiras internacionais e, eventualmente, transformá-la em uma moeda-reserva não possui precedentes históricos. O país utiliza, pragmaticamente, um conjunto vasto de instrumentos e de experimentações de políticas e trajetórias e, portanto, faz uso de um amplo processo de aprendizado. Todavia, os desafios são enormes, mesmo considerando-se o delineamento de objetivos de longo prazo.

Em primeiro lugar, a experiência histórica mostra que a existência de um mercado financeiro líquido e profundo, a conversibilidade da moeda e a abertura da conta de capital precedem o uso internacional de uma moeda nacional.⁷² A China está procurando realizar uma internacionalização da moeda nacional com “conversibilidade controlada” (Subacchi, 2010, p. 3). Em segundo lugar, a tentativa de internacionalização da moeda chinesa ocorre em um momento histórico em que prevalece a moeda fiduciária, sem lastro com o ouro. Isto significa que a credibilidade do renminbi não poderá ser construída pela capacidade do Banco Central da China converter sua moeda em ouro, como ocorreu com a libra e com o dólar. O renminbi somente pode ser comparado ao dólar, ou seja, com a moeda-reserva internacional. Em terceiro lugar, o enorme e persistente superávit em conta-corrente – isto é, a escassez de renminbi fora do país – dificulta a expansão internacional da moeda, sem uma ampliação do dólar no balanço do Banco Central da China – devido às exportações para as economias desenvolvidas e às importações de *commodities*, sobretudo, energia – e de investimentos em valores mobiliários americanos.

71. Os autores agradecem a Rodrigo Pimentel Ferreira Leão por estas informações.

72. Para um panorama da conta de capital chinesa, ver Prasad e Ye (2012). Em 2010, a posição de investimento internacional da China era credora em US\$ 1,8 trilhão (tabela 3 no anexo). Para as reservas internacionais, ver gráfico 1 no anexo.

A estratégia de Pequim, ancorada em decisões políticas e se utilizando de diferentes instrumentos, está orquestrada em três grandes movimentos – lentos e graduais –, planejados até pelo menos 2020 (Borst, 2012). Primeiro, aumentar o uso do renminbi na denominação e liquidação do comércio internacional e em acordos monetários (bilaterais e multilaterais), sinalizando com a função de empresário de última instância de sua moeda – e, portanto, de seu banco central – em âmbito internacional. Segundo, criar um mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong e, posteriormente, em outras praças financeiras, possibilitando instituições e instrumentos para os investidores não residentes deterem e negociarem a moeda chinesa (He e McCauley, 2012; McCauley, 2011). Terceiro, transformar Xangai em um centro financeiro internacional, ampliando as conexões do mercado financeiro doméstico com o externo, sobretudo, regional (quadro 2).

QUADRO 2
Políticas para internacionalizar o renminbi até 2020

1. Aumentar a utilização do RMB no comércio internacional	2. Desenvolver um mercado <i>offshore</i> de RMB em Hong Kong	3. Criar em Xangai um centro financeiro internacional
Apoiar continuamente os esquemas de liquidação do comércio transfronteira em RMB.	Fomentar o uso do RMB no financiamento do comércio exterior, de projetos de investimento estruturados (<i>project finance</i>), do investimento direto.	Fortalecer o setor financeiro doméstico.
Utilizar o RMB como moeda de denominação em acordos de livre comércio assinados pela China.	Expandir os mercados de bônus e de derivativos em RMB.	Abrir os canais de fluxos de crédito de entrada e de saída da China.
Promover acordos de trocas (<i>swaps</i>) de moedas (bilaterais e multilaterais), utilizando o RMB como moeda de pagamento.	Apoiar a listagem de empresas da China na Bolsa de Hong Kong.	Abrir os mercados de imóveis, ações e bônus.
Ampliar o uso do RMB em acordos de monitoramento do sistema monetário regional.	Estimular a cooperação entre mercados de valores mobiliários (<i>securities</i>) de Hong Kong e de Xangai.	Mover-se para um arranjo de gestão monetária baseado em preço.

Fonte: Banco Central da China, Subacchi (2010), Vallée (2012), Auboin (2012), Borst (2012), Prasad e Ye (2012).
Elaboração dos autores.

Configura-se, portanto, uma estratégia de regionalização do renminbi como um passo para a sua internacionalização (Gao e Yongding, 2011). Defende-se, no entanto, a hipótese de que o processo é condicionado pelo papel que a China desempenha ou aspira a desempenhar na Ásia, atraindo os países vizinhos para sua órbita monetária. Trata-se, então, de uma regionalização da moeda mais que de internacionalização. Como sugere Ito (2011, p. 2): “*It is more likely that RMB becomes a regional currency in Asia*”. Da mesma forma, para Oliveira (2013, p. 148): “o renminbi já está desempenhando o papel de moeda de troca ou mesmo de reserva em vários países da sub-região”.⁷³

73. Rodrigo Pimentel Ferreira Leão lembra, com razão, que este processo somente ganhou fôlego quando a China atingiu a condição de líder regional. Neste contexto, não apenas a internacionalização da moeda e dos bancos, mas as ações políticas, militares e econômicas (aprofundamento das cadeias produtivas asiáticas em torno da China) foram articuladas a partir da lógica regional.

3.2.1 A utilização do renminbi no comércio internacional e em operações simbólicas de empréstimo de última instância

Após a crise financeira sistêmica de 2008, as autoridades chinesas tomaram diversas iniciativas visando promover o uso regional e internacional do renminbi. A iniciativa mais relevante, no âmbito do comércio exterior, foi o Programa-piloto de Liquidação do Comércio Transfronteiriço (Cross-Border Trade Settlement Pilot Scheme) implementado conjuntamente pelo Ministério das Finanças, Ministério do Comércio, Administração Geral das Alfândegas, Administração dos Impostos e Comissão de Regulação Bancária da China, em abril de 2009. Em julho de 2009, o Banco Central da China promulgou as Regras Administrativas para o Programa-piloto de Liquidação do comércio Transfronteiriço em Renminbi (The Administrative Rules for the Pilot Scheme for Settlement of Cross-Border Trade in RMB). Essencialmente, o programa-piloto permite que as empresas exportadoras das regiões selecionadas possam compensar suas operações em renminbi. As empresas exportadoras devem solicitar ao Banco Central da China e às autoridades locais ou provinciais a possibilidade de se transformarem em empresas-piloto. Vale dizer, as empresas-piloto que realizam operações transfronteiriças em renminbi, compensadas por meio de um banco, devem registrar suas informações no Banco Central da China e ser recomendadas pelas autoridades locais ou provinciais.

Inicialmente, a partir de julho de 2009, o programa-piloto envolveu as trocas realizadas a partir de cinco cidades chinesas com suas contrapartes nas regiões administrativas especiais (Hong Kong e Macau) e nos países-membros da Associação das Nações do Sudeste Asiático (Association of Southeast Asian Nations, ASEAN). A liquidação ocorreria em Hong Kong. Pequim procurou, portanto, utilizar o poder de mercado das grandes empresas chinesas, com preços competitivos, e “incentivar” e até mesmo “forçar” as empresas estrangeiras, especialmente aquelas do entorno asiático, de economias menores, a fazer uso do renminbi na liquidação de suas transações com o continente.⁷⁴ Em junho de 2010, o programa foi ampliado para vinte províncias e cidades sem delimitações geográficas com as contrapartes; e, em agosto de 2011, para todo o país (quadro 3).⁷⁵ Efetivamente, o programa-piloto regional, envolvendo ASEAN, Hong Kong e Macau, transformou-se em internacional.

74. Como a China representa de 40% a 50% das importações mundiais de algumas commodities, espera-se também que o país venha a utilizar seu poder de compra para impor os preços e o uso de sua moeda nestas transações.

75. Segundo Zhang Jianhua, executivo do Bank of China no Brasil, há dois modos de se utilizar o renminbi para a liquidação das importações e exportações com empresas estrangeiras. O primeiro é o modelo de liquidação por meio de um banco, no qual o Bank of China é responsável por realizar as liquidações em suas subsidiárias em Hong Kong e Macau. O segundo é o modelo denominado *correspondent clearing model*, pelo qual os bancos comerciais chineses atuam como agentes de bancos comerciais internacionais, assumindo o papel de agente liquidante dos contratos em renminbi para o banco estrangeiro na China. Isto significa que o Bank of China ou qualquer outro banco chinês ou instituição financeira deve realizar acordos com instituições financeiras internacionais para atuar como seu agente para liquidação dos contratos em renminbi na China (Frischtaek e Soares, 2012, p. 9).

QUADRO 3
Programa-piloto de liquidação do comércio exterior

	Províncias e cidades participantes	Contrapartes	Abrangência potencial
Fase 1 – a partir de 1º/7/2009	Xangai, Guangzhou (Cantão), Shenzhen, Dongguan e Zuhai.	ASEAN (Cingapura, Indonésia, Malásia, Filipinas, Tailândia, Vietnã, Camboja, Laos, Brunei, Miamar), Hong Kong e Macau.	28% das exportações e 16,8% das importações chinesas.
Fase 2 – a partir de 22/6/2010 ¹	Pequim, Tianjin, Mongólia Interior, Liaoning, Xangai, Jiangsu, Zhejiang, Fujian, Shandong, Hubei, Guangdong, Guangxi, Hainan, Chongqing, Sichuan, Yunnan, Jilin, Heilongjiang, Tibete e Xinjiang. ²	Qualquer país ou região administrativa.	96% das exportações e 100% das importações chinesas.
Fase 3 – a partir de 8/2011	Todo o país.	Qualquer país ou região administrativa.	100% das exportações e importações chinesas.

Fonte: Trevisan (2009b), Vallée (2012, p. 8) e Prasad e Ye (2012, p. 36).

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Com a expansão, mais de 67 mil empresas passaram a participar do programa-piloto.

² A China possui 34 províncias. As vinte selecionadas concentram 58% da população.

Em dezembro de 2010, havia operado um fluxo de RMB 340 bilhões (Vallée, 2012, p. 8). Segundo Auboin (2012, p. 11), a partir de estatísticas chinesas, a liquidação em renminbi teria alcançado 10% das transações comerciais no final de 2011. De acordo com um executivo da Autoridade Monetária de Hong Kong, a participação do comércio liquidado em renminbi teria aumentado de 2% em 2010 para 8% em 2011 (Pang, 2012, p. 6). A despeito do aumento, a participação da moeda chinesa persiste relativamente pequena, cerca de 0,3% das operações cambiais globais, de acordo com pesquisa do BIS (2010) (tabela 8).

Além do programa-piloto, as instituições chinesas de financiamento do comércio exterior e de apoio à internacionalização das corporações estão promovendo, mesmo indiretamente, o renminbi como moeda de referência, na denominação dos contratos. O Export-Import Bank of China, por exemplo, denomina seus empréstimos em renminbi. O China Development Bank faz o mesmo, nos créditos para investimento internacional das empresas chinesas. Estas instituições também estão ampliando a oferta de ativos em renminbi no mercado *offshore*, por meio de operações de empréstimos para investidores internacionais. Vale dizer, o financiamento do comércio exterior, da internacionalização das empresas chinesas e do investimento externo em geral abre um veio para a China estabelecer seus bancos e sua moeda em âmbito internacional, com ênfase na atuação regional.

A ofensiva chinesa para ampliar o uso do renminbi além de suas fronteiras envolveu também a celebração de acordos bilaterais para a realização de trocas comerciais em moedas nacionais; supostamente, a fim de reduzir custos das transações pela eliminação das taxas de conversão das moedas, bem como diminuir

o risco de flutuação das taxas de câmbio. O primeiro acordo foi realizado com o Brasil, em maio de 2009, quando o presidente Luiz Inácio Lula da Silva visitou a China.⁷⁶ Estes acordos se proliferaram para um amplo espectro de países em desenvolvimento, tais como Turquia, em dezembro de 2010, e Bielorrússia, em março de 2010 (Vallée, 2012, p. 8; Prasad e Ye, 2012, p. 36). Eichengreen (2011, p. 142) faz a seguinte observação sobre estes acordos:

Brasil e China fizeram borbulha, em 2009, ao anunciar que estavam explorando maneiras de usar as próprias moedas no comércio bilateral. Afirmações desse tipo são úteis principalmente para alardear essas transações. Mas, qual seria a utilidade de renminbi para uma empresa brasileira típica, se a moeda chinesa não pode ser convertida em reais? Uma empresa brasileira só aceitará renminbi por suas exportações na medida em que importa da China ou pretende investir naquele país – o que não se enquadra na situação típica. Em setembro de 2008, Brasil e Argentina fizeram acordo semelhante para liquidar suas transações bilaterais nas respectivas moedas, mas, na prática, sugestivamente, ainda usam dólares.

BOX 3

Operações brasileiras em renminbi

Diante da expectativa de que cerca de 50% do comércio da China com países em desenvolvimento serão liquidados na moeda chinesa até 2016, o Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) busca acelerar o financiamento em renminbi de exportações e importações entre o Brasil e a China. As linhas de crédito ao comércio exterior em renminbi são oferecidas pelo HSBC, pelo Standard Chartered e pelo Banco do Brasil, em geral, 40 pontos-base menores que uma operação em dólar.

Em 2012, o HSBC realizou a primeira operação de financiamento à importação para a Gala Embalagens, varejista de brinquedos do Mato Grosso, no valor de RMB 732 mil, o equivalente a R\$ 232 mil. A companhia brasileira decidiu efetuar a importação em renminbi após o fabricante sinalizar com uma redução de preço – um desconto na transação em moeda chinesa –, uma vez que diminui seu risco cambial e seus custos de transação. Para o importador, no entanto, há outros riscos, que envolvem complexas operações estruturadas.

Em agosto de 2011, o Banco do Brasil havia realizado sua primeira operação de financiamento em renmimbi para a concessão de adiantamento de contrato de câmbio para uma mineradora. A operação permitiu eliminar o risco de conversibilidade de moedas para o exportador brasileiro, que recebeu o adiantamento na mesma moeda do pagamento final da exportação (Moreira, Rosa e Bellotto, 2013).

(Continua)

76. De acordo com reportagem da *Folha de S.Paulo* (Lores, 2009) e d'*O Estado de S. Paulo* (Trevisan, 2009a), o Brasil e a China realizaram, em dezembro de 2009, a primeira transação comercial em moeda local, intercambiando real e renminbi. A operação foi coordenada pelo Bank of China em São Paulo para a fábrica de aparelhos de ar-condicionado Gree, instalada na Zona Franca de Manaus. A filial brasileira da Gree – a fim de pagar uma importação de peças – depositou R\$ 1,72 milhão no banco em São Paulo, valor que foi sacado pela matriz na província de Guangdong três dias depois já convertido em renminbi. Ver box 3 para outras operações em renminbi envolvendo empresa brasileira.

(Continuação)

De acordo com outra reportagem publicada no *Valor Econômico*, o banco de investimento brasileiro BTG Pactual fechou em dezembro de 2012 sua primeira emissão de títulos de dívida denominados em renminbi. O banco levantou o equivalente a US\$ 17 milhões em uma colocação privada junto a investidores institucionais. Os títulos, com prazo de um ano, foram emitidos com cupom (juro nominal) e rendimento ao investidor de 3,5% ao ano (a.a.) (Pacheco, 2012a).

Posteriormente, nova reportagem informa: o BTG Pactual captou em uma oferta pública de títulos na moeda chinesa o correspondente a US\$ 160,9 milhões. O rendimento dos papéis de três anos ficou em 4,2% a.a. Cerca de 75% dos títulos foram alocados entre gestoras de ativos financeiros da Ásia, 15% para seguradoras e o restante para investidores privados da região. A emissão foi coordenada pelos bancos Standard Chartered, Citic Securities e o BTG Pactual (Pacheco e Bellotto, 2013).

Fonte: Moreira, Rosa e Bellotto (2013), Pacheco (2012a) e Pacheco e Bellotto (2013).

Elaboração dos autores.

Outra dimensão da estratégia chinesa de conquistar seu lugar no sistema monetário internacional está associada com a sua capacidade ou vontade de agir como emprestador de última instância, bem com de ser percebida com credibilidade operando como emprestador de última instância nos circuitos financeiros internacionais ou regionais. A Iniciativa Chiang Mai, acordos celebrados entre a China e outros doze países asiáticos, incluindo Coreia do Sul e Japão, em 2010, representa uma destas complexas redes de segurança financeira. Por este arranjo financeiro, os governos dos países asiáticos se comprometem, em caso de necessidade, a emprestar uns aos outros parte de suas reservas internacionais (tabela 16). A Iniciativa Chiang Mai possui dispositivos que regulam o acesso às reservas pelos demandantes: até determinada quantia, o acesso é livre, bastando haver a solicitação; acima deste valor, torna-se necessário fornecer algum tipo de garantia – um acordo com o FMI. A China e o Japão, seguidos pela Coreia do Sul, entram com os maiores montantes e detêm maiores poderes de voto, compartilhando o papel de emprestadores de última instância regional (ASEAN+3). Por ora, a Iniciativa Chiang Mai ainda não foi utilizada. Após a crise de 2008, evoluiu progressivamente de uma complexa rede de acordos bilaterais para uma rede de acordos regionais mais institucionalizados, processo conhecido como multilateralização. Em 2013, o fundo virtual foi elevado de US\$ 120 bilhões para US\$ 240 bilhões, mantendo as mesmas proporções (César, 2012).

TABELA 16
Multilateralização da Iniciativa Chiang Mai

	Contribuição financeira		Multiplicador de empréstimos	Voto ponderado
	US\$ bilhões	(%)		
China	38,4	32,00	3,0	28,3
Japão	38,4	32,00	0,5	28,4
Coreia do Sul	19,2	16,00	1,0	14,77

(Continua)

(Continuação)

	Contribuição financeira		Multiplicador de empréstimos	Voto ponderado
	US\$ bilhões	(%)		
Três maiores	96,00	80,00	-	74,47
Indonésia	4,77	3,97	2,5	4,36
Tailândia	4,77	3,97	2,5	4,36
Malásia	4,77	3,97	2,5	4,36
Cingapura	4,77	3,97	2,5	4,36
Filipinas	3,68	3,07	2,5	4,36
Vietnã	1,00	0,83	5,0	1,84
Camboja	0,12	0,10	5,0	1,22
Mianmar	0,06	0,05	5,0	1,17
Brunei	0,03	0,02	5,0	1,15
Lao	0,03	0,02	5,0	1,15
ASEAN	24,00	20,00	-	28,33
Total	120,00	100,0	-	-

Fonte: Secretaria da ASEAN, César (2012, p. 31) e Vallée (2012, p. 8).
Elaboração dos autores.

Outra decisão importante – parte do esforço coordenado de Pequim para fortalecer a credibilidade da sua moeda fora das suas fronteiras – refere-se ao conjunto de acordos bilaterais de *swap* de moedas, realizados pelo Banco Central da China com dezessete países, sobretudo, asiáticos, ultrapassando RMB 1,7 trilhão (tabela 17). Pelos acordos de troca cambial (*swap*) em moedas nacionais, cada um dos bancos centrais se dispõe a tornar disponíveis ao outro reservas até o montante negociado, em caso de dificuldades em obter moeda estrangeira no mercado internacional. As operações de *swaps* são denominadas em moeda local e podem ser utilizadas para pagamento de compromissos entre um país e o outro (comércio e investimento), reduzindo a necessidade de operações de câmbio em moeda internacional (dólar) na hipótese de problemas de liquidez temporária. Dessa forma, os acordos de *swaps* de moedas perseguem dois objetivos fundamentais. Por um lado, assegurar uma nova fonte de liquidez internacional e proteger os países contra dificuldades em seus balanços de pagamento, permitindo inclusive uma melhoria da classificação de risco destes países. Por outro lado, garantir mais segurança ao comércio e aos investimentos, produtivos e financeiros, entre os dois países, fomentando suas operações mesmo em condições desfavoráveis, uma vez que podem recorrer a este montante adicional de reservas em qualquer momento.⁷⁷ Eichengreen (2011, p. 143) lembra que:

77. Ver o box 4 para o papel da China como contribuinte em um “arranjo contingente de reservas” dos BRICS.

os acordos de *swap* cambial (...) não são medidas práticas como meio de sinalizar as ambições chinesas. Outros bancos centrais não podem usar renminbi para intervir nos mercados cambiais, nem para importar mercadorias de outros países, tampouco para cumprir suas obrigações perante bancos credores e detentores de títulos no exterior. Basta comparar essa situação com o *swap* de US\$ 30 bilhões que o Banco da Coreia do Sul recebeu do Federal Reserve, em novembro de 2008, que usou para intervir no mercado cambial. A China obteria melhores resultados como fornecedor de créditos de emergência se oferecesse a outros países linhas de *swap* em dólar.

TABELA 17
Acordos bilaterais em moeda local (*central bank swap agreements*)
com a China (2008-2013)

	Data	Montante (RMB bilhões)	US\$ bilhões (equivalentes)
Banco da Coreia do Sul ¹	12/12/2008	180,00	26,30
	26/10/2011	360,00	56,50
Autoridade Monetária de Hong Kong ^{1,2}	20/1/2009	200,00	29,20
	22/11/2011	400,00	62,90
Banco Negara da Malásia ¹	8/2/2009	80,00	11,70
	2012	100,00	...
Banco Nacional da República da Bielorrússia	11/3/2009	20,00	2,90
Banco da Indonésia	23/3/2009	100,00	14,60
Banco Central da Argentina	2/4/2009	70,00	10,20
Banco Central da Islândia	9/6/2010	3,50	0,50
Autoridade Monetária de Cingapura	23/7/2010	150,00	22,10
Banco de Reserva da Nova Zelândia	18/4/2011	25,00	3,80
Banco Central da República do Uzbequistão	19/4/2011	0,70	0,10
Banco Central da Mongólia ¹	19/4/2011	5,00	0,80
	2012	10,00	...
Banco Nacional do Cazaquistão	13/6/2011	7,00	1,10
Banco da Tailândia	22/12/2011	70,00	11,10
Banco do Estado do Paquistão	23/12/2011	10,00	1,60
Banco Central dos Emirados Árabes	17/1/2012	35,00	5,50
Banco Central da Turquia	21/2/2012	10,00	...
Banco de Reserva da Austrália	2012	200,00	...
Banco Central do Brasil ³	26/3/2013	190,00	30,00

Fonte: Banco Central da China, Vallée (2012, p. 18), Prasad e Ye (2012, p. 67), Leo (2013c; 2013d) e Stanley (2012).

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Acordos estendidos com maiores montantes.

² A linha foi utilizada pela Autoridade Monetária de Hong Kong não em um contexto de crise, mas diante da necessidade de financiamento do comércio exterior (programa-piloto já descrito).

³ Valores correspondem a R\$ 60 bilhões.

Obs.: os três pontos (...) indicam a indisponibilidade do dado.

BOX 4

Coordenação de políticas financeiras e monetárias entre os BRICS

Os países que formam o BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) aproveitaram a reunião dos chefes de Estados do grupo, em Durban, na África do Sul, realizada em março de 2013, para explicitar que pretendem atuar de maneira coordenada, na ajuda a terceiros países, especialmente na África, e na resposta às turbulências dos mercados financeiros.

Na reunião de cúpula dos BRICS, foram sinalizadas três decisões para promover a articulação dos países nos circuitos financeiros internacionais. Primeiro, compromisso para se criar o Banco de Desenvolvimento dos BRICS, uma instituição para financiar projetos conjuntos dos países, sobretudo em infraestrutura (estradas, portos, ferrovia, aeroportos, energia elétrica, petróleo e gás), e atuar em nações menos desenvolvidas, até 2014. O capital da instituição deverá ficar em US\$ 50 bilhões, a ser dividido entre os cinco países, com integralização de uma cota em torno de US\$ 2 bilhões na fundação do banco. Também dependem de negociações os mecanismos de governança e a sede da instituição.

Segundo, entendimentos para se constituir um “arranjo contingente de reservas”, mecanismo pelo qual cada um dos BRICS colocará parte de suas reservas em dólar ou outra moeda conversível disponível a qualquer dos outros membros do grupo, em caso de dificuldades no balanço de pagamentos. O mecanismo financeiro deverá situar-se em torno de US\$ 100 bilhões, para proteger os BRICS contra retrações nas linhas de crédito internacional, queda nos investimentos, ataques especulativos ou problemas no balanço de pagamentos. Os compromissos individuais dos países serão os seguintes: China, US\$ 41 bilhões; Brasil, Índia e Rússia, US\$ 18 bilhões cada; e África do Sul, US\$ 5 bilhões. Cada país teria o direito a retirar uma proporção do que contribui para o fundo, e os sul-africanos poderiam sacar mais do que se comprometeram a oferecer. O mecanismo não exige desembolso imediato dos países, apenas o compromisso de ofertar os recursos, se acionados.

Pelo acordo, monta-se um fundo virtual, acionável em caso de necessidade, com cotas para cada país. O Brasil propôs que a China entrasse com 41% dos recursos; a África do Sul, 5%; os outros três, 18%, mas o percentual exato ainda depende de negociações. Na prática, o novo arranjo dará aos cinco países mais autonomia em relação ao FMI, em caso de necessidade de divisas.¹ Mas, deverá prever algum mecanismo de monitoramento da aplicação dos recursos, seja pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), seja por outro banco regional, menos influenciado pelos países desenvolvidos.

Terceiro, os bancos de desenvolvimento dos cinco países firmaram convênio para cofinanciamento de programas de infraestrutura e de cooperação e cofinanciamento na área de desenvolvimento sustentável na África. Concorrentes em obras e outros investimentos na África, os países dos BRICS procuraram criar bases para atuação conjunta, especialmente no apoio a governos locais.

Como sugere o relatório do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD, 2013), a ascensão do Sul representa desafios para as instituições globais existentes: “na medida em que instituições internacionais antigas não conseguem se adaptar, novos mecanismos estão surgindo, como redes sobrepostas de cooperação nacionais e continentais, incluindo acordos comerciais regionais, grupos de segurança, bancos de desenvolvimento e acordos bilaterais”.

Fonte: Leo (2013a; 2013b; 2013c; 2013d), Moreira (2013b) e PNUD (2013).

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Em junho de 2012, os BRICS anunciam uma contribuição de US\$ 92,5 bilhões – sendo US\$ 50 bilhões da China, US\$ 14 bilhões do Brasil, da Rússia e da Índia, e US\$ 544,6 milhões da África do Sul – para reforçar a capacidade de empréstimo do FMI, condicionada à implementação das reformas acertadas no G20, em 2010, as quais dariam maior poder de decisão aos países em desenvolvimento. Todavia, diante das resistências dos europeus e dos americanos, não foi possível completar nem a revisão da fórmula de cotas para redistribuir o poder de decisão a partir de 2014, nem o aumento das cotas acordadas para os emergentes – os BRICS juntos passariam a deter 15,47% e, portanto, direito de voto nas principais decisões se atuassem de forma coordenada.

De todo modo, o propósito da criação desses arranjos bilaterais e regionais é ampliar a disponibilidade de instrumentos de defesa contra crises cambiais de países de moeda não conversível. Simultaneamente, procura-se difundir a confiança de que o maior detentor de reservas internacionais (em dólar) estaria disposto a desempenhar um papel de emprestador de última instância para um conjunto de bancos centrais. Sobressai, portanto, o caráter simbólico de tais acordos – várias linhas foram acordadas com parceiros comerciais pouco expressivos, tais como Bielorrússia, Islândia, Uzbequistão e Cazaquistão –, alavancando a intenção de Pequim de conquistar um papel internacional para sua moeda. Para Belluzzo (2013e, grifo nosso):

as iniciativas regionais não nascem da *fraqueza do dólar, senão de sua força*. É a colusão entre o dólar forte e a frenética movimentação de capitais privados que suscita a formação de fundos de estabilização regionais compostos de frações das reservas acumuladas pelos países superavitários. Antes e depois da crise, a desenfreada faina de arbitragem, especulação e *carry trades*, estimulados pelos desalinhamentos globais das taxas de câmbio e das taxas de juros, prometem mais instabilidade e confusão. Nessa toada, é químérico excogitar da correção ou da atenuação dos desequilíbrios globais.

3.2.2 O mercado offshore de renminbi em Hong Kong

Como se está procurando mostrar, a estratégia chinesa de internacionalização de sua moeda busca combinar o desenho de políticas e instrumentos, aproveitando possíveis forças de mercado. O segundo movimento desta estratégia é construir um mercado de ativos financeiros denominados em renminbi, sem uma abertura da conta de capital. O elemento crucial é o desenvolvimento de um mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong, de alguma forma, superando a restrita conversibilidade e procurando reproduzir a experiência do euromercado dos anos 1960, enquanto se cria um novo papel para os mercados financeiros de Hong Kong.⁷⁸ Este mercado *offshore* proporciona serviços essenciais de liquidação e compensação em renminbi e um espectro de ativos financeiros para ancorar a riqueza dos investidores residentes e não residentes (corporações, bancos, fundos de investimento, indivíduos etc.). Ele permite a circulação da moeda chinesa fora das fronteiras do país, e serve como teste para experimentações de produtos, infraestrutura, definição de preços e grau de abertura da conta de capital.

Desde 2007, as instituições financeiras chinesas, após aprovação das autoridades, podem emitir bônus em renminbi em Hong Kong. Em 2009, o Ministério das Finanças efetuou uma emissão de títulos de dívida (RMB 5 bilhões) para auxiliar na formação de uma curva de taxa de juros (*benchmark*) e na criação de um mercado mais líquido. Em 2010, as subsidiárias chinesas de bancos de Hong Kong também foram autorizadas a emitir dívidas no mercado *offshore* de renminbi e, logo depois,

78. Há diversos documentos nesta direção. Ver Pang (2012), Seade et al. (2010) e Hong Kong Monetary Authority (2012). Ver também Minikin e Lau (2013).

as companhias internacionais (quadro 4). Ainda não havia sido regulamentada a emissão de títulos em renminbi de Hong Kong pelas empresas chinesas.⁷⁹

QUADRO 4

Mercado de bônus onshore e offshore em renminbi

	Offshore	Onshore
Tamanho potencial	> 240 bilhões de RMB	> 18.000 bilhões de RMB
Emissores	Supranacionais (Banco de Desenvolvimento Asiático, Banco Mundial); Bancos públicos (China Development Bank); Outros bancos chineses; e Corporações internacionais.	Todas as instituições domésticas
Investidores	Todos investidores estrangeiros	Bancos centrais e bancos autorizados a realizar negócios em renminbi offshore
Instrumentos	Notas dos tesouros; Bônus do setor financeiro; Bônus de corporações transnacionais; Bônus supranacionais; Bônus de corporações domésticas; e Certificados de depósitos.	Notas do Tesouro; Títulos de liquidez do Banco Central da China; Bônus do setor financeiro; Bônus de corporações domésticas; Bônus de corporações transnacionais; e <i>Commercial Paper</i>
Liquidez	Pequena	Grande
Câmara de Compensação	Central Moneymarkets Unit (CMU) da Autoridade Monetária de Hong Kong/Euroclear/ Clearstream.	China Government Securities Depository Trust & Clearing Co.
Tributação	Imposto de renda de 16,5% sobre os bônus de corporações domésticas.	a) 5% sobre o ganho de capital da venda de títulos públicos antes do vencimento; e b) 25% de imposto de renda.
Legislação	Hong Kong	China

Fonte: Banco Central da China, Autoridade Monetária de Hong Kong, Bloomberg e Vallée (2012, p. 13).

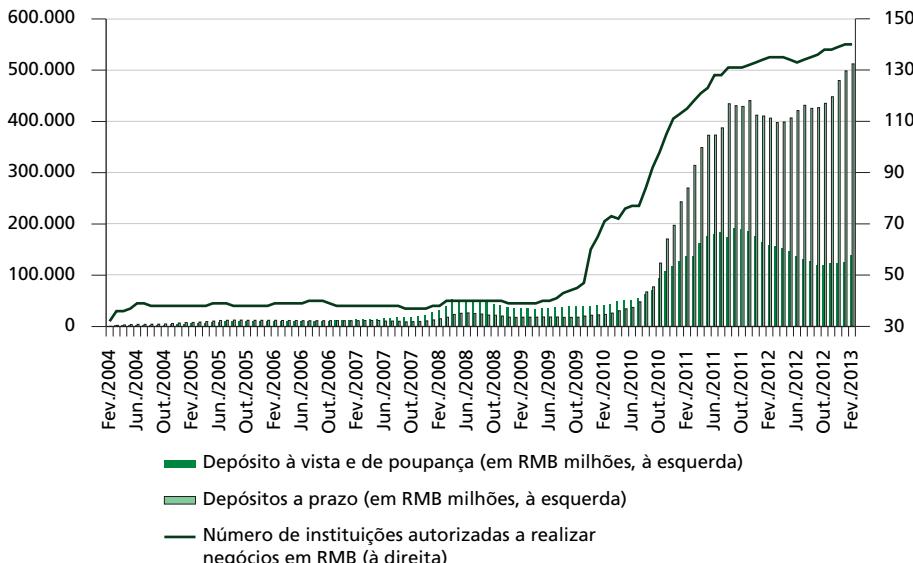
Elaboração dos autores.

O programa-piloto de liquidação do comércio exterior em renminbi requer a montagem de uma complexa arquitetura financeira, envolvendo uma câmara de compensação em Hong Kong, com o apoio do Banco Central da China. Esta plataforma tende a se expandir, possibilitando o acesso a uma ampla gama de serviços financeiros oferecidos pelos bancos de Hong Kong para as instituições estabelecidas no programa-piloto. Os bancos fora da China que participam do programa-piloto podem fornecer serviços financeiros em renminbi para as empresas das regiões selecionadas que optarem por realizar suas transações em renminbi. Esses serviços incluem: depósitos e aplicações financeiras em renminbi, mercado de câmbio, financiamento do comércio exterior e compensação das trocas comerciais.

79. Todavia, em 10 de julho de 2013, o Banco Central da China anunciou novas medidas com o objetivo de simplificar transações transfronteiras em renminbi e formalizar a entrada de capitais captados pelas empresas domésticas no exterior. Pelas novas regras, as empresas que venderem bônus em renminbi no exterior poderão abrir uma conta especial em bancos domésticos para depositar os recursos levantados. Estes recursos somente poderão ser utilizados como previsto nos prospectos de venda dos bônus.

GRÁFICO 6

Hong Kong: depósitos à vista, de poupança e a prazo e número de instituições autorizadas a realizar negócios em renminbi em Hong Kong (fev./2004-fev.2013)
(Em RMB milhões)



Fonte: Autoridade Monetária de Hong Kong. Disponível em: <<http://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml>>.

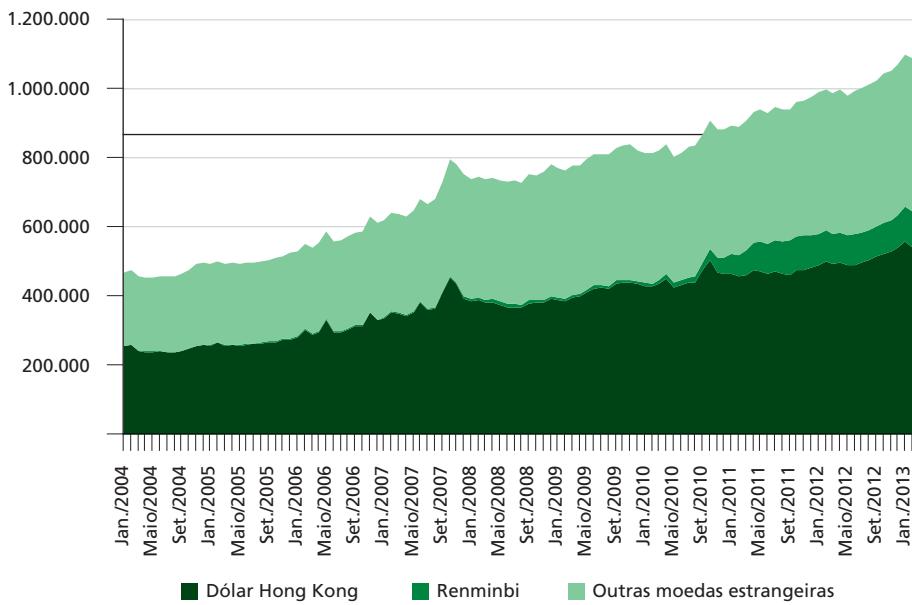
Elaboração dos autores.

Em 2004, os bancos de Hong Kong haviam sido autorizados à realização de algumas operações em renminbi, tais como depósitos, remessas e câmbio. A introdução do programa-piloto de comércio exterior impulsionou às atividades em renminbi no centro financeiro de Hong Kong, tornando-se relativamente acessível a uma ampla gama de investidores internacionais. Em agosto de 2010, o Banco Central da China permitiu o acesso ao mercado interbancário continental pelos bancos centrais, bancos autorizados a negociarem em renminbi em Hong Kong e Macau e bancos internacionais participantes do programa-piloto de liquidação do comércio exterior. Eles necessitam de aprovação pelo Banco Central da China e somente podem realizar operações dentro de certos limites que tendem a ser relativamente estreitos. De todo modo, ampliou-se o grau de circulação “controlada” entre os mercados *offshore* e *onshore*. Em fevereiro de 2013, os depósitos à vista e de poupança em Hong Kong atingiram RMB 139,4 bilhões (US\$ 22,4 bilhões); e os depósitos a prazo, RMB 512,3 bilhões (US\$ 82,3 bilhões), totalizando RMB 651,7 bilhões (US\$ 104,7 bilhões) (gráfico 6). Este montante representava 19,2% dos depósitos em moeda estrangeira (US\$ 546 bilhões) e 9,6% dos depósitos totais em moeda estrangeira e em dólar de Hong Kong (US\$ 1,08 trilhão) (gráfico 7).

Cresceu também o número de instituições autorizadas a realizar transações em renminbi em Hong Kong: somavam 140 em abril de 2013 (gráfico 6). Apreende-se, portanto, que as operações em renminbi fora da China estão se expandindo rapidamente, pois reduziram as restrições para remetê-los de volta ao continente ou trocá-los por outra moeda. De acordo com a Sociedade para Telecomunicações Financeiras Interbancárias Mundiais (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication – SWIFT), cuja plataforma realiza pagamentos de transações comerciais e financeiras, o renminbi respondeu por 0,74% das operações, ocupando 13^a posição entre as moedas em março de 2013 (Swift, 2013, p. 1). Outra publicação da Swift (2011, p. 1) sinaliza que mais de novecentas instituições financeiras em mais de setenta países já realizam negócios na moeda chinesa.

GRÁFICO 7

Hong Kong: depósitos totais em dólar de Hong Kong, em renminbi e em moeda estrangeira (jan./2004-fev./2013)
(Em US\$ milhões)



Fonte: Autoridade Monetária de Hong Kong. Disponível em: <<http://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml>>. Elaboração dos autores.

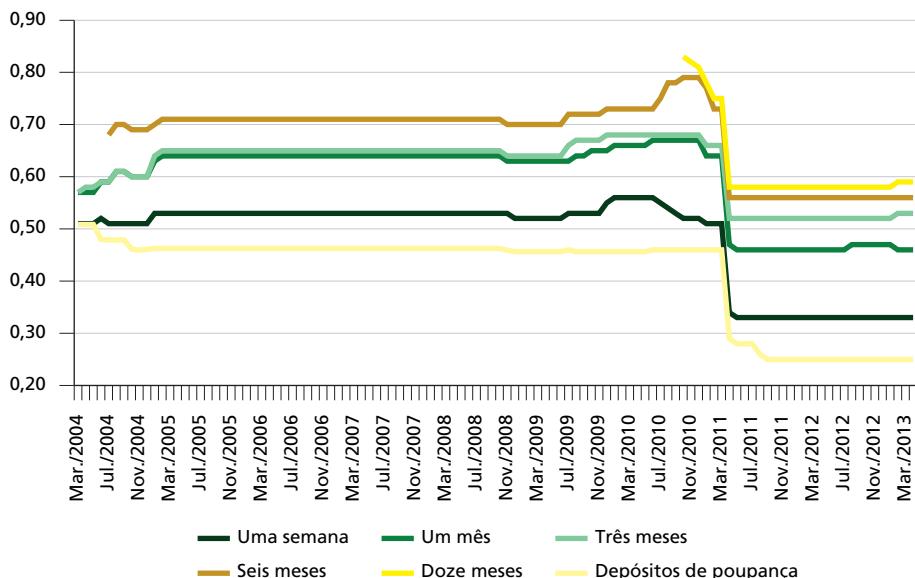
Como esperado, os importadores tendem a ser os usuários mais ativos do programa-piloto e estão bem posicionados para captar no mercado *offshore* de renminbi a fim de financiarem suas transações comerciais e se beneficiarem de taxas de juros menores que as disponíveis no continente, devido ao excesso de depósitos e

à escassa demanda por títulos na moeda chinesa em Hong Kong (gráfico 8, tabela 13).⁸⁰ Este desequilíbrio na oferta e demanda de renminbi *offshore* derrubou todo o espectro de taxas de juros para abaixo de 0,6% a.a. em abril de 2011 (gráfico 8). Ademais, parte da expansão dos depósitos tem sido impulsionada pelas oportunidades de se obter ganhos de arbitragens, com baixo risco. Importadores chineses e outros investidores procuram se apropriar do diferencial de taxa de juros entre os dois mercados – *offshore* e *onshore* –, bem como das expectativas de valorização da moeda.

GRÁFICO 8

Hong Kong: taxas de juros sobre depósitos a prazo inferiores a RMB 100 mil e depósitos de poupança (2004-2013)

(Em % a.a.)



Fonte: Autoridade Monetária de Hong Kong. Disponível em: <<http://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml>>.

Elaboração dos autores.

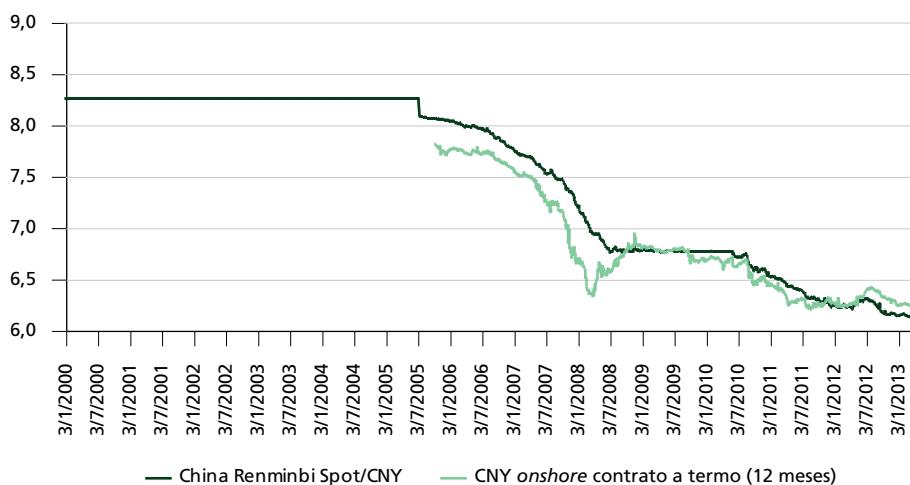
80. Estatísticas sobre o volume de emissões de bônus em renminbi – o chamado mercado *dim sum* – em Hong Kong são informações de mercado e não foi possível obtê-las. No quadro A.5 e na tabela A.7 no anexo, arrolam-se algumas operações: a Hopewell Highway Infrastructure, empresa de construção de rodovias com sede em Hong Kong, que se tornou a primeira empresa estrangeira a emitir bônus, denominados em renminbi, em julho de 2010; o McDonald's foi a primeira empresa multinacional a emitir bônus em renminbi em Hong Kong, no valor de RMB 200 milhões, em agosto de 2010. Prasad e Ye (2012, p. 40) citam algumas estimativas e sugerem que a emissão de bônus *dim sum* e os pagamentos transfronteira em renminbi ainda são de alcance limitado. Suas atividades estão concentradas nas empresas chinesas e suas filiais em Hong Kong – em geral, de elevado risco e baixa classificação de risco de crédito (*junk bonds*) –, possibilitando uma elisão dos controles de capitais (ver também Maziad e Kang, 2012). Segundo Fung e Yau (2012, p. 117), entre junho de 2007 e novembro de 2011, houve 293 emissões no valor de RMB 212,6 bilhões (tabela A.8 no anexo).

De todo modo, em um curto período, ocorreu a consolidação de cinco mercados de renminbi, sendo dois *onshore* e três *offshore*. No China Foreign Exchange Trade System, gerido pelo Banco Central da China, desenvolveu-se um mercado à vista (*spot*) de renminbi (CNY); e um mercado de derivativos, com contratos a termo (*outright*), introduzidos em outubro de 2005 (gráficos 9A e 9C).⁸¹ No Hong Kong Interbank Market, formou-se um mercado à vista com entrega física – *deliverable* – de CNH – renminbi de Hong Kong – e um mercado *forward* de taxa de câmbio (CNH), ambos introduzidos em agosto de 2010 (gráficos 9B e 9C). Estes mercados *offshore* são relativamente menos regulamentados e menos sujeitos a controles e intervenções diretas. Eles se agregaram ao mercado *offshore* de derivativos sem entrega física (*non-deliverable forward* – NDF) de renminbi (gráficos 9B e 9C).⁸² O mercado NDF precedeu o mercado de Hong Kong (CNH) e não contou com a participação de residentes chineses. Porém, está conectado ao mercado cambial *onshore* (CNY), no sentido de que o seu valor é derivado das expectativas futuras da taxa à vista (Prasad e Ye, 2012, p. 35).

GRÁFICO 9

Cotação renminbi-dólar (2000-2013)

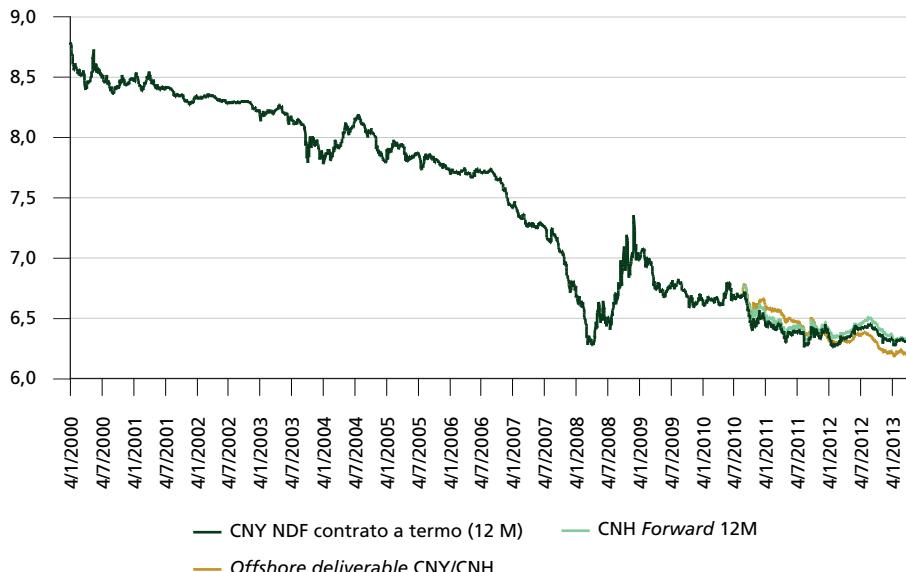
9A – *Onshore*: mercado à vista e mercado a termo (*outright*)



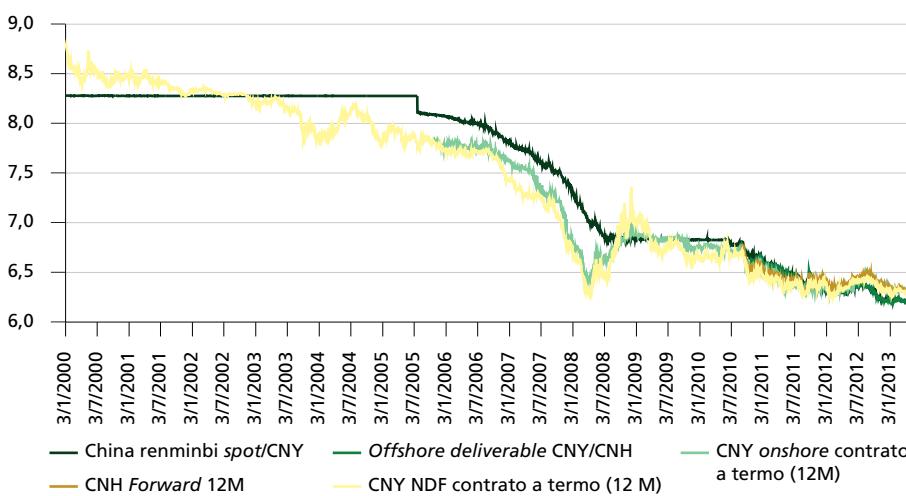
81. Segundo o BIS (2010), as operações à vista (*spot*) representavam 24% do mercado cambial chinês; as transações de trocas de moedas (*currency swaps*) e de *foreign exchange swaps* (*swaps cambiais*) somavam 20%; o mercado a termo (*outright forwards*) era o instrumento com maior participação, 41,6%; as opções e outros instrumentos alcançavam 14,6% (tabela A.6 no anexo).

82. Conforme Farhi (2009, p. 80): “os NDF são conceitualmente similares a uma operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento e a liquidação financeira na data do vencimento é realizada em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível. Esse mecanismo permite negociar *offshore* moedas da Ásia, África e América Latina sem entrega efetiva (com a possibilidade, portanto, de vender o que não se possui; isto é, vender a descoberto) e sem precisar negociar nos mercados locais, evitando os riscos de conversibilidade dessas moedas e os custos de manter contas locais”.

9B – *Offshore*: mercado à vista com entrega física, mercado *forward* e mercado a termo sem entrega física



9C – *Onshore* e *offshore*, todos os mercados



Fonte: Bloomberg.

Elaboração dos autores.

Obs.: os autores agradecem o apoio da equipe de Octavio de Barros, do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Banco Bradesco S/A, pelo acesso a estes dados.

A expectativa de que o renminbi está desvalorizado, dado o superávit comercial e a entrada líquida de investimento estrangeiro direto, associada com as diferenças entre as taxas de juros *onshore* e *offshore*, faz com que a moeda tenha uma cotação

maior em termos de dólares no mercado de Hong Kong (CNH) que no mercado chinês (CNY), possibilitando a realização de diferentes operações especulativas e de arbitragens (gráficos 9A, 9B e 9C).⁸³ Por um lado, a diferença entre as taxas de câmbio incentiva importadores chineses, bem como empresas multinacionais, a acumular renminbi *offshore*, porque a taxa de câmbio *offshore* tende a ser mais favorável para as suas compras de dólares. Mas, se emergem dúvidas sobre o potencial de valorização da moeda chinesa, a diferença entre as duas taxas de câmbio pode desaparecer ou mesmo inverter. Por outro lado, a diferença entre as taxas de juros estimula operações de arbitragem por importadores chineses, assim como por empresas multinacionais, desencadeando fluxos de capital de Hong Kong para a China. Com isso, aumenta-se o passivo em renminbi dos importadores chineses e de empresas multinacionais, bem como os ativos em renminbi dos investidores em Hong Kong. Além disso, fomentam-se as pressões por valorização do CNY e por desvalorização do CNH. Como as taxas de juros e de câmbio na China são fixadas pelo governo, a diferença entre a cotação do CNH e do CNY tende a persistir, proporcionando elevados ganhos de arbitragem.

A fragilidade da coexistência dos dois mercados de câmbio e de juros – um regulado no continente (CNY) e outro livre em Hong Kong (CNH) – explicitou-se com a deterioração das condições econômicas da zona do euro a partir de setembro de 2011. Isto levou os depósitos em renminbi em Hong Kong a apresentarem abrupta retração (gráfico 6) e a moeda chinesa a se desvalorizar repentinamente, forçando uma intervenção do Banco Central da China (gráficos 9A, 9B e 9C).

Com a crise das dívidas soberanas, os bancos europeus retiraram seus dólares de Hong Kong, desencadeando uma contração da liquidez, e o CNH caiu em relação ao dólar. Todavia, a escassez de dólares não afetou o CNY, que persistiu relativamente estável. Com isto, o CNH ficou mais barato que o CNY. Por um lado, os importadores chineses e as empresas multinacionais deixaram de comprar dólares no mercado CNH e se voltaram para o mercado CNY. Por outro lado, os exportadores chineses e as empresas multinacionais pararam de vender dólares no mercado CNY e se concentraram no mercado CNH. A escassez de dólares criou pressões pela desvalorização do CNY. A arbitragem reversa provocou fluxos de capital da China para Hong Kong. De forma análoga, os passivos em renminbi

83. Não cabe aqui um detalhamento da política cambial chinesa. O gráfico 9A explica os grandes movimentos: entre janeiro de 2000 e julho de 2005, prevaleceu uma taxa de câmbio fixa (CNY 8,2765/US\$); até julho de 2008, o renminbi flutuou dentro de uma estreita banda, com tendência de valorização nominal, quando foi novamente fixado em CNY 6,8821/US\$; no final de junho de 2010, o renminbi voltou a flutuar dentro de uma pequena banda, com tendência de valorização nominal – em 15 de abril de 2013, a cotação era de CNY 6,1871/US\$. Em abril de 2012, o Banco Central da China ampliou a banda de flutuação: a variação da cotação diária, que era de 0,5% – para cima ou para baixo –, passou para 1% da meta fixada. Sobressai, no entanto, que o renminbi permanece indexado (*pegged exchange rate*) ao dólar (Leão, 2010b; Kroeker, 2011). E, dado o papel desempenhado pela China nas cadeias de produção globais, a taxa de câmbio do renminbi funciona como um centro de gravidade e da posição competitiva de cada país nas redes de trocas regionais. Diante disso, alguns pesquisadores têm identificado a formação de um bloco de moedas informal em torno do renminbi (Subramanian e Kessler, 2012; Minikin e Lau, 2013).

dos importadores chineses e das empresas multinacionais diminuíram, bem como os ativos em renminbi dos investidores em Hong Kong. O aumento da incerteza sobre a taxa de câmbio (CNY/CNH)/US\$ e sobre os custos de financiamento desencadearam vendas de ativos em renminbi no mercado de Hong Kong (Yongding, 2012; Gao e Yongding, 2011).

Esse episódio demonstra que a ampliação da liberalização dos fluxos de capitais implementada pelo governo chinês faz com os fluxos de curto prazo – que tinham pouco impacto na trajetória da taxa de câmbio do renminbi – assumam papel cada vez mais importante em sua determinação. Dadas as válvulas de comunicação entre os dois mercados, choques externos afetam inicialmente o mercado cambial *offshore* e, então, penetram no mercado financeiro doméstico. Assim, a instabilidade inerente ao comportamento dos fluxos de capital de curto prazo tende a tornar as taxas de câmbio – (CNY/CNH)/US\$ – mais voláteis, introduzindo novos desafios para o governo chinês para gerir a liquidação do comércio exterior, o maior apetite dos investidores por ganhos de capitais provenientes de operações especulativas e de arbitragem, e a expansão do mercado *offshore* de renminbi, que tende a se autonomizar, com a criação de moeda fora do território de soberania da China.⁸⁴

De todo modo, o mercado *offshore* de renminbi – uma internacionalização *sintética* do renminbi⁸⁵ – apresenta alguns benefícios cruciais. Em primeiro lugar, permite a manutenção de um elevado grau de controle sobre as transações financeiras internacionais e isola, pelo menos parcialmente, o sistema financeiro doméstico, reduzindo tanto as pressões por intervenções esterilizadoras e por valorização da taxa de câmbio como os riscos para as instituições financeiras e os preços dos ativos domésticos. Em segundo lugar, possibilita a configuração de uma estratégia *defensiva*, protegendo a China contra a instabilidade financeira internacional, dada a interconexão crescente com as instituições financeiras nacionais.⁸⁶ Assim, Hong Kong e os outros centros financeiros *offshore* (Cingapura e Londres) que podem ser fomentados devem ser entendidos como uma forma de domar e gerenciar os fluxos de entrada e saída em uma situação de conta de capitais “quase fechada” e um sistema financeiro paralelo informal e não regulado. Em terceiro lugar, Kroeber (2012b, p. 18, tradução nossa) defende a hipótese de que o

Banco Central da China espera utilizar o mercado de renminbi *offshore* em Hong Kong para forçar o ritmo da reforma financeira. A ideia básica é usar Hong Kong como um laboratório para o desenvolvimento de novos produtos financeiros e, mais importante, um vigoroso mercado de bônus em renminbi com taxas de juros

84. Ver box 5. O banco HSBS, por exemplo, emitiu bônus em renminbi em Londres, e a City planeja um “polo renminbi”. Ver também Auboin (2012, p. 10), Aglietta (2010) e Jaeger (2010).

85. Os autores agradecem esta observação ao professor Giuliano Contento de Oliveira. Ver também o capítulo de Luiz Afonso Simões da Silva – *O desenvolvimento de zonas monetárias regionais* – neste volume.

86. Segundo reportagem da Bloomberg (Para banco..., 2013), diversos “truques” no registro de exportações e importações possibilitaram fluxos de recursos para arbitragem entre as taxas de câmbio offshore e onshore do renminbi. Com isso, o saldo da balança comercial poderia ser inferior ao divulgado.

determinadas pelo mercado, não pelos reguladores. Uma vez que os bancos chineses tenham adquirido experiência em Hong Kong no gerenciamento dos riscos de um amplo espectro de instrumentos financeiros e dos seus balanços em um ambiente onde devem competir por recursos e lidar com taxas de juros de mercado, estas inovações podem ser introduzidas gradualmente no mercado doméstico.

Assim, o impacto mais interessante do processo de internacionalização do renminbi “não será provavelmente no exterior, mas doméstico, acelerando o ritmo da reforma do mercado financeiro nacional” (*op. cit.*).

BOX 5

Emissão de renminbi em Londres

Segundo reportagem publicada no *Valor Econômico*, o HSBC – criado em 1865 para financiar o crescimento do comércio entre China, Índia e Europa – tem forte presença no continente asiático, especialmente em Hong Kong, e coordenou 87% das emissões de bônus denominados em renminbi em 2011 (Pacheco, 2012b).

O banco fechou em Londres, em abril de 2012, a primeira emissão de bônus denominados em renminbi. O banco britânico captou um montante de RMB 2 bilhões (US\$ 317 milhões) em notas de dívida sênior não garantidas, com rendimento ao investidor (*yield*) de 3% a.a. Ainda que seja um valor relativamente pequeno para um banco com atuação global, a operação explicita a intenção de transformar a capital britânica em um centro de negociação *offshore* da moeda chinesa. Investidores europeus, a maior parte bancos privados, compraram 60% dos bônus; investidores de Hong Kong, 20%; de Cingapura, 15%; e do Oriente Médio, 2%. O restante dos bônus, 3%, foi comprado por investidores espalhados pelo mundo (Pacheco, 2012b).

A City – distrito financeiro da capital britânica –, em parceria com o Banco da Inglaterra, o Financial Services Authority (FSA), o Tesouro e quatro grandes bancos (Barclays, Deutsche Bank, Standard Chartered e Bank of China), planeja a criação de um “polo renminbi”, respondendo a uma maior demanda por ativos relacionados à China (Pacheco, 2012b).

Fonte: Pacheco (2012b).

Elaboração dos autores.

3.2.3 A abertura da conta de capitais e a criação de um centro financeiro internacional em Xangai

Em 2002, após a entrada na Organização Mundial do Comércio (OMC), a China criou o regime do Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado (*Qualified Foreign Institutional Investor – QFII*), emitindo o primeiro sinal de flexibilidade para a conta de capitais. Efetivamente, o arcabouço permitiu o acesso das bolsas de valores chinesas a um pequeno grupo de investidores internacionais. Para cada investidor estrangeiro, foi estabelecida uma cota fixa e intransferível, permitindo o controle do número de participantes, as exposições individuais e agregadas máximas. O processo de aprovação era moroso e gerido pela Comissão de Valores Mobiliários da China (China Securities Regulatory Commission). Os critérios de

seleção envolviam a qualidade da instituição demandante, o quadro regulatório do país de origem e a existência de algum memorando de entendimento celebrado com a China. Em dezembro de 2011, a Comissão de Valores Mobiliários da China, o Banco Central da China e a Administração das Reservas Internacionais (State Administration of Foreign Exchange – Safe) alteraram o regime do Investidor Institucional Estrangeiro Qualificado, a fim de fomentar o uso do renminbi. A abertura adicional na conta financeira foi direcionada, principalmente, para bancos de investimento e companhias gestoras de ativos de Hong Kong, autorizados a alocarem 80% dos recursos em títulos de renda fixa e 20% em ações chinesas. Os montantes investidos sob este regime e seus rendimentos poderiam ser repatriados em renminbi ou em moeda estrangeira. Possibilitou-se, portanto, que uma parte do renminbi retido em Hong Kong, por meio do comércio, voltasse para a economia chinesa na forma de investimento.

Em 2011, foram promulgadas também regras para o uso do renminbi na entrada e saída de investimento estrangeiro direto, por meio de um programa-piloto. A partir de então, as empresas chinesas estavam autorizada a realizar trocas comerciais e investimentos externos em renminbi. Em janeiro de 2010, o Banco Central da China já havia permitido que as empresas chinesas, após aprovação pelas autoridades, e os países elegíveis para o programa-piloto de liquidação do comércio exterior em renminbi realizassem suas operações de investimento estrangeiro direto na moeda chinesa. Além disso, filiais de bancos estrangeiros e correspondentes de bancos chineses em Hong Kong poderiam obter fundos do continente e emprestar renminbi para as empresas conduzirem seus investimentos. Esperava-se que estas decisões pudesse auxiliar na difusão internacional do renminbi, atenuando as restrições decorrentes do fato de a China ser credor líquido do resto do mundo (quadro 5).

A partir de agosto de 2010, a Autoridade Monetária de Hong Kong e os bancos comerciais *offshore* passaram a ter acesso ao mercado interbancário chinês de bônus em renminbi, por meio de um agente de compensação, após a aprovação pelo Banco Central da China. Segundo Subacchi (2012, p. 9): “*Offshore markets in a currency flourish if offshore financial institutions are able to maintain and freely access clearing balances in the currency with onshore banks*”.⁸⁷ Em 2012, o governo chinês também passou a permitir que os participantes do mercado local mantivessem posições compradas líquidas em renminbi contra moedas estrangeiras.⁸⁸

87. No mesmo sentido, afirmam Maziad e Kang (2012, p. 26): “*Experience of other international currencies, including the US dollar and yen offshore markets, suggest that offshore market development is not divorced from developments onshore*”.

88. Em 2007, o limite de compras de moeda estrangeira por residentes para remessa ao exterior por motivos pessoais havia sido aumentado para US\$ 50.000 por ano.

QUADRO 5**Principais alterações na conta de capital e ações para internacionalizar o renminbi (2003-2013)**

Alterações nos controles de capitais
Agosto de 2009. Diminuíram as exigências para aprovação de remessa de recursos para investimento direto fora do país. Registro <i>ex post</i> substituiu informação <i>ex ante</i> da origem das divisas para o investimento direto no exterior. Determinada parcela do investimento estrangeiro direto poderia ser remetida, mas sujeita à aprovação pela Administração das Reservas Internacionais, antes de o projeto começar.
Setembro de 2009. O limite de investimentos realizados pelos Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados (QFII) foi expandido para US\$ 1 bilhão. O período de “bloqueio” do principal foi reduzido para três meses para fundos de pensão, fundos de companhias de seguros e fundos de investimento de médio e longo prazo; e para um ano para as outras instituições.
Agosto de 2010. Bancos centrais estrangeiros, bancos autorizados a negociar com renminbi em Hong Kong e Macau, e bancos estrangeiros que realizam liquidação de comércio exterior em moeda chinesa foram autorizados a investir no mercado interbancário de bônus da China, mas ficaram sujeitos a limites.
Agosto de 2010. Programa para QFIIs investirem no mercado de bônus da China, incluindo os bancos que participam do programa-piloto de liquidação do comércio exterior em renminbi e autoridades monetárias <i>offshore</i> .
Janeiro de 2011. Banco Central da China lança programa-piloto permitindo que as instituições chinesas realizem investimento externo direto em renminbi.
Agosto de 2011. Anúncio de uma série de medidas para apoiar o desenvolvimento de Hong Kong como um centro de negócios <i>offshore</i> em renminbi, incluindo o lançamento de um “pequeno QFII” na moeda chinesa, possibilitando o investimento em valores mobiliários no montante de RMB 20 bilhões; a expansão das emissões de bônus em renminbi <i>offshore</i> por instituições financeiras chinesas e grandes empresas; e a expansão das emissões de títulos governamentais em Hong Kong.
Abri de 2012. A cota para QFII foi ampliada de US\$ 30 bilhões para US\$ 80 bilhões.
Abri de 2012. Banco Central da China decide desenvolver um sistema de pagamento internacional independente para facilitar a liquidação transfronteira em renminbi, denominado China International Payment System (CIPS).
Março de 2013. Comissão de Valores Mobiliários da China amplia o espectro de instituições autorizadas a operar no mercado local de gestão de ativos, a fim de estimular a concorrência e a acumulação de expertise. Bancos comerciais, incluindo os estrangeiros, foram autorizados a oferecer fundos mútuos a investidores chineses, a partir de 1º de junho. Em 2012, havia 72 gestoras de recursos na China, com uma carteira de US\$ 575,8 bilhões, que apresentou crescimento de 31%, em relação ao ano anterior. Standard Chartered, United Overseas Bank, Citigroup, Bank of East Asia e Hang Seng Bank solicitaram licenças.
Medidas importantes em direção à internacionalização do renminbi
Novembro de 2003. Banco Central da China concorda em fornecer mecanismos de compensação de renminbi em Hong Kong.
Início de 2004. Bancos de Hong Kong autorizados a fornecer serviços em renminbi, incluindo depósitos, remessas, saques automáticos (<i>automatic teller machine</i> – ATM) e cartões de crédito.
Janeiro de 2007. As instituições financeiras chinesas autorizadas a emitir bônus em renminbi em Hong Kong.
Abri de 2009. Conselho de Estado anuncia programa-piloto de liquidação do comércio transfronteira em renminbi em cinco cidades. Começa a operar em julho de 2009.
Junho de 2009. Lançado o programa-piloto de liquidação do comércio transfronteiriço.
Setembro de 2009. Ministério das Finanças emite o primeiro bônus soberano denominado em renminbi em Hong Kong (RMB 5 bilhões).
Novembro de 2009. Funda-se o Interbank Market Clearing House em Xangai.
Março de 2010. O Banco Central da China e o Banco Nacional da Bielorrússia assinam acordo para liquidação das trocas comerciais em moeda local.
Julho de 2010. Bank of China, em Hong Kong, foi autorizado a intermediar notas bancárias em renminbi em Taiwan.
Julho de 2010. Programa-piloto de liquidação de comércio transfronteira em renminbi foi estendido para vinte províncias; disponível para contrapartes em todo o mundo.
Julho de 2010. Nova regulamentação entre Banco Central da China e a Autoridade Monetária de Hong Kong permite produtos de investimento em renminbi <i>offshore</i> no âmbito das normas de produtos em outras moedas.
Julho de 2010. A Hopewell Highway Infrastructural Ltd emite o primeiro bônus corporativo denominado em renminbi em Hong Kong.

(Continua)

(Continuação)

Agosto de 2010. Primeiro fundo de investimento <i>offshore</i> em renminbi começa a operar.
Agosto de 2010. McDonald's emite bônus em renminbi em Hong Kong, no valor de RMB 200 milhões, proporcionando rendimentos de 3% e prazo de três anos. Foi seguido por outras empresas multinacionais, tais como Carterpillar e Nokia.
Outubro de 2010. Banco de Desenvolvimento Asiático emite bônus <i>dim sum</i> – isto é, em renminbi de Hong Kong – supranacional.
Outubro de 2010. Instituições estrangeiras foram autorizadas a solicitar contas em renminbi para liquidar operações de comércio exterior. Lançado um programa-piloto para a emissão de bônus em renminbi <i>offshore</i> por instituições internacionais.
Outubro de 2010. Autoridade Monetária de Hong Kong recorre à linha de <i>swap</i> com o Banco Central da China em resposta às pressões de liquidez do mercado <i>offshore</i> de renminbi.
Dezembro de 2010. A lista de exportadores elegíveis ao programa-piloto de liquidação do comércio transfronteiriço em renminbi foi ampliada. O número de empresas subiu de 365 para 67.359.
Dezembro de 2010. VTB Bank, segundo maior banco russo, emitiu bônus <i>dim sum</i> (em renminbi de Hong Kong), tornando-se o primeiro emissor de mercados emergentes.
Janeiro de 2011. Empresas de vinte províncias ou cidades foram autorizadas a utilizar renminbi em operações de investimento externo direto.
Janeiro de 2011. Bank of China foi autorizado a realizar negócios em renminbi na cidade de Nova Iorque.
Janeiro de 2011. Banco Mundial emitiu bônus de RMB 500 milhões.
Abril de 2011. A empresa Hui Xian, listada na Bolsa de Hong Kong, realiza a primeira oferta pública inicial (<i>initial public offerings</i> – IPO) em renminbi.
Agosto de 2011. Liquidação do comércio transfronteira em renminbi foi estendida para toda a nação.
Outubro de 2011. Bancos foram autorizados a prestar serviços de liquidação para instituições estrangeiras que realizaram investimentos denominados em renminbi.
Novembro de 2011. JP Morgan Asset Management foi autorizado a gerir fundo de investimento de US\$ 1 bilhão, lastreado em ativos denominados em renminbi, no âmbito do programa QFII, tornando-se o maior administrador estrangeiro de um fundo denominado em renminbi.
Dezembro de 2011. China e Japão assinam um acordo para promover o uso de suas moedas nacionais no comércio bilateral e nos fluxos de investimento, bem como a liquidação do comércio em renminbi. Japan's Bank for International Cooperation recebeu autorização para emitir bônus em renminbi.
Março de 2012. Todos os exportadores chineses tornam-se elegíveis para programa-piloto de liquidação do comércio transfronteira em renminbi.
Junho de 2012. O governo estabelece uma zona especial em Qianhai, área da cidade de Shenzhen, para experimentar a conversibilidade do renminbi. Os bancos de Hong Kong são autorizados a emprestar renminbi para as empresas de Shenzhen, abrindo financeiramente esta cidade ao resto do mundo.

Fonte: Prasad e Ye (2012, p. 36), Swift (2011; 2012), Vallée (2012), Maziad e Kang (2012) e Bancos... (2013).
Elaboração dos autores.

Informações sobre a acumulação de renminbi pelos bancos centrais ainda são muito dispersas. Por um lado, a despeito da emergência de um mercado *offshore* de bônus em renminbi em Hong Kong, não se configura ainda um mercado líquido e seguro de títulos para tornar a moeda chinesa atraente para o portfólio dos bancos centrais, adquirindo o *status* de moeda-reserva. Por outro lado, desde agosto de 2010, os bancos centrais foram autorizados a operar no mercado chinês, mas nenhum havia recebido autorização pelo Banco Central da China, restringindo a capacidade de acumularem ativos em renminbi (quadro 6). Sobressai, no entanto, que a China prefere se apoiar em negociações bilaterais que em multilaterais. Isto sinaliza, uma vez mais, para a incipiente da condição internacional da moeda chinesa e, simultaneamente, para a construção de uma moeda regional asiática,

em torno da proliferação de acordos bilaterais, e não para a formatação de um arranjo multilateral. Neste sentido, em dezembro de 2011, China e Japão assinaram um acordo bilateral prevendo a troca de ativos entre os bancos centrais, a realização de trocas comerciais em moedas nacionais e o uso do renminbi na liquidação das transações comerciais (quadro 5 e 6).⁸⁹

Finalmente, o governo chinês sinaliza um cronograma de longo prazo de transformação de Xangai em um centro financeiro internacional até 2020, por meio do desenvolvimento do mercado de capitais, quando o renminbi poderia ser uma moeda-reserva.⁹⁰ Para isto, as autoridades promovem diversas iniciativas: ampliam o espectro de instituições autorizadas a operar nos diferentes segmentos do mercado financeiro doméstico; lançam ações dos grandes bancos públicos nas bolsas de valores, domésticas e de Hong Kong; e expandem as operações internacionais dos bancos públicos, a fim de fomentar a concorrência e a acumulação de *expertise* (técnicas de gestão de ativos e monitoramento de risco). Objetiva-se, ainda, aperfeiçoar o mercado de capitais (emissões de bônus corporativos e de ações, bastante restritas) e promover uma transição gradual para um mecanismo de taxa de juros de mercado na alocação dos recursos.⁹¹

Porém, como sugere Kroeber (2012a, p. 4, tradução nossa): “as empresas [chinesas] apenas começaram a investir internacionalmente; e suas instituições financeiras ainda têm de mostrar que podem funcionar de forma eficiente fora das condições especiais do mercado doméstico”. Como se procurou mostrar, o modelo de crescimento econômico chinês encontra-se ancorado em taxas de juros reduzidas e taxas de câmbio desvalorizadas, ambas fortemente administradas pelo governo. A reprodução do modelo de crescimento – a atuação do sistema bancário, a dependência das grandes empresas estatais ao acesso ao crédito administrado, o financiamento da dívida pública – requer a manutenção de controles sobre a conta de capitais. Tudo isto se contradiz com o processo de transformação de Xangai em um centro financeiro internacional.⁹² Como argumenta Kroeber (2011, p. 12): “*There is absolutely no reason to believe that the Chinese government will at any*

89. Acordo similar, envolvendo a liquidação em moedas nacionais, foi assinado com Taiwan, em agosto de 2012.

90. Para o HSBC, o primeiro banco estrangeiro a emitir bônus expresso em renminbi de Hong Kong em 2009, “a conservabilidade total do remimbi se acelera e poderá ocorrer em cinco anos, até 2017, bem mais rápido do que se previa até pouco tempo” (Moreira, 2013a). Segundo o banco, “a liquidez da moeda chinesa offshore já é enorme e tende a aumentar rapidamente” (*op. cit.*).

91. Após quase uma década, mais um passo foi dado no sentido da desregulamentação do mercado monetário. Em 22 de julho de 2013, o Banco Central da China eliminou o piso – 70% da taxa básica de juros – das operações de empréstimos. O teto sobre as taxas de depósitos, em 110% da taxa básica, foi mantido (Costa, 2013).

92. Conforme Eichengreen (2011, p. 144): “uma vez que os mercados financeiros em Hong Kong e no continente estejam segregados por controles administrativos, as atividades de investidores estrangeiros não comprometem a capacidade do governo de canalizar fundos para as indústrias chinesas de sua escolha. Mas um mercado de bônus expressos em renminbi, em Xangai, totalmente aberto para emissores estrangeiros, seria algo totalmente diferente. Os poupadões chineses considerariam esses bônus, com seus retornos garantidos em moeda nacional, alternativa atraente em comparação com os depósitos bancários cativos que se destinam ao desenvolvimento industrial. Os próprios fundamentos do modelo de desenvolvimento chinês estariam ameaçados”.

point in the near future surrender the privilege of setting the interest rate on its own borrowings to foreign bond traders over whom it has no control.

Em resumo, Pequim aspira ampliar o uso internacional do renminbi; mas especificamente, seu uso no pagamento das importações chinesas, enquanto mantém sob controle o fluxo de divisas. Promove, paralelamente, uma liberalização gradual da conta de capital, aumentando a conversibilidade da moeda e protegendo os setores domésticos mais vulneráveis. O primeiro movimento da estratégia chinesa objetiva ampliar o uso regional do renminbi, com políticas de fomento da moeda na liquidação das trocas comerciais. O segundo, construir a conversibilidade da moeda por meio do desenvolvimento de um mercado *offshore* em Hong Kong, com o provimento de instituições e de instrumentos financeiros, inclusive derivativos, para tornar a moeda atrativa para não residentes. O mercado *offshore* possibilita que as empresas chinesas ampliem seus investimentos no exterior e, simultaneamente, que as autoridades mantenham o controle sobre o ritmo liberalização da conta de capital. O terceiro movimento é a preparação de Xangai como um centro financeiro até 2020.

QUADRO 6

Introdução do renminbi nas reservas de alguns bancos centrais

5 de setembro de 2011. O presidente do Banco Central da Nigéria, Limido Sanusi, sinalizou que um décimo das reservas internacionais do país (US\$ 33 bilhões), investidas em dólar, euro e libra esterlina, poderiam ser diversificadas para o renminbi. Ele também mencionou que o renminbi poderia substituir algumas das aplicações em euro e que o Banco Central da Nigéria estava autorizado a comprar títulos denominados em renminbi em Hong Kong e em Xangai.

19 setembro de 2011. O *Financial Times* relatou que o Banco Negara da Malásia comprou títulos do governo chinês denominados em renminbi para compor seu portfólio de reservas internacionais. Mas não estava claro como isto poderia ter ocorrido, uma vez que o banco não possuía acesso formal ao mercado *onshore* da moeda chinesa. Ele poderia ter realizado a operação por meio de um custodiante autorizado.

Setembro de 2011. Banco Central do Chile acrescentou renminbi ao seu portfólio (0,3% do total).

25 de dezembro de 2011. Segundo o *Financial Times*, o Japão indicou que iria comprar bônus chineses para compor seu portfólio de reservas – mas uma fonte oficial foi citada sugerindo que esta intenção era mais uma manifestação de cooperação econômica que uma operação de diversificação das reservas japonesas.

Outros bancos centrais que consideraram a possibilidade de aumentar a participação do renminbi em suas reservas: i) Coreia do Sul (*Financial Times*, 4 de maio de 2011); ii) Mongólia (*China Daily*, 7 de setembro de 2011); iii) África do Sul (*EconoMonitor RGE*, 22 de setembro de 2011); e iv) Venezuela (CNN, 29 de setembro de 2011).

Fonte: Prasad e Ye (2012, p. 68) e Vallée (2012, p. 19).

Elaboração dos autores.

Como na consolidação do euromercado na década de 1960, o mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong apoia-se na expectativa de vir a ofertar operações de crédito – com baixas taxas de juros – para corporações e bancos com boas classificações de risco. Por ora, no entanto, a demanda por títulos e empréstimos em renminbi *offshore* tem se revelado restrita. As grandes corporações chinesas, com classificação de grau de investimento, podem obter todos os recursos de que necessitam nos bancos públicos domésticos. As empresas multinacionais apresentam

demandá por renminbi para investir no continente e, portanto, o mercado de Hong Kong fica ocioso. E muitas companhias multinacionais detêm operações na China que geram fluxo de caixa positivo em renminbi. Segundo Kroeber (2012a, p. 37), há poucas evidências de que o mercado *offshore* de renminbi tem sido apoiado pelos bancos chineses, que permanecem concentrados no mercado doméstico. Kroeber (2012a, p. 37) defende também que o programa-piloto de liquidação do comércio exterior em renminbi tem sido predominantemente utilizado pelos importadores – “em 2011, 13% das importações chinesas foram liquidadas em renminbi, mas apenas 5% das exportações o foram” –, e uma parte importante das operações com a moeda chinesa decorre de transações intercompanhias. Portanto, o mercado de renminbi de Hong Kong tende a estar concentrado nos bancos, que são obrigados a criar depósitos para atender à demanda local, mas possuem poucos ativos para investir estes depósitos, dados os limites do mercado *dim sum*. Por isto, acabam por transferir a maior parte dos depósitos criados para o Banco Central da China. Finalmente, a capacidade de os bancos estrangeiros, inclusive os de Hong Kong, liquidarem transações em renminbi persiste muito limitada, pois a maioria das operações requer a intermediação do Bank of China, como agente do Banco Central da China. Para Kroeber (2012a, p. 38, tradução nossa): “a única força de mercado em favor da internacionalização é a demanda de investidores estrangeiros por ativos em renminbi, que está subordinada quase que inteiramente à expectativa de que a moeda chinesa irá se valorizar relativamente ao dólar”. E, evidentemente, há o risco, não negligenciável, de uma desaceleração do dinamismo chinês, com possibilidade de reversão desta demanda especulativa por ativos denominados em renminbi.

Dessa forma, a moeda chinesa persiste escassa – tanto para liquidar transações comerciais, como para denominar e liquidar contratos financeiros – e inconversível – ou com uma conversibilidade limitada. Na ausência de mercados financeiros abertos, líquidos e profundos, com acesso a investidores estrangeiros e com confiança dos mercados financeiros internacionais, o renminbi poderá se constituir em uma moeda de liquidação das trocas comerciais e de investimento, sobretudo, em âmbito regional. Mas, será difícil se tornar, no horizonte visível, uma moeda-reserva relevante. Nas palavras de Subacchi (2010, p. 5, tradução nossa):

uma moeda que está sujeita a restrições sobre as transações financeiras internacionais é pouco provável que *voluntariamente* se torne amplamente utilizada, mesmo se apenas para a liquidação do comércio de mercadorias, porque tal comércio envolve elementos consideráveis de natureza financeira, tais como o financiamento ao comércio exterior, a cobertura de risco de taxa de câmbio.

De acordo com informações disponíveis na página do Banco Central da China, foram liquidados na moeda chinesa RMB 2,06 trilhões (US\$ 330,6 bilhões) de

transações de bens; RMB 875,2 bilhões (US\$ 140,4 bilhões) de serviços; RMB 29,2 bilhões (US\$ 4,7 bilhões) de saída de investimento externo direto; e RMB 251 bilhões (US\$ 40,3 bilhões) de entrada de investimento estrangeiro direto, durante o ano de 2012 (taxa de câmbio RMB 6,2316/US\$) (PBC, 2012).

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Procurou-se mostrar a especificidade do sistema monetário e financeiro internacional, sem paralelo histórico, tendo como substrato Wall Street – o “mercado financeiro do mundo” – e o Federal Reserve – como o banco central global –, emitindo e administrando uma moeda nacional de circulação internacional, sem base metálica, ancorada nos títulos do Tesouro americano, que atuam como lastro do sistema “dólar flexível”. No auge da crise contemporânea, com o sistema financeiro americano sob intensa desconfiança, pois carregavam “ativos tóxicos”, os investidores globais empreenderam uma fuga para os títulos do governo americano e, portanto, para o dólar. Situação semelhante ocorreu nas crises financeiras e cambiais da década de 1990, protagonizadas pelas economias emergentes: México, Sudeste Asiático, Rússia, Brasil, Argentina, Turquia etc. Nestes momentos de aumento da aversão ao risco, as taxas de juros sobre os papéis do governo americano desabam, facilitando a gestão da crise, do ponto de vista do Tesouro americano. Diante desta enorme assimetria de poder – financeiro e monetário –, os Estados Unidos vão resistir em se manter como gestores exclusivos da moeda-reserva internacional.

Assim, qualquer alteração na arquitetura monetária e financeira internacional terá de enfrentar o capitalismo supranacional americano em dólar flexível – impulsionado pelos grandes bancos, pelos grandes investidores institucionais e pelas grandes corporações, sob a égide do Estado americano. Estes investidores articularam um sistema financeiro verdadeiramente mundial. As corporações, por seu turno, montaram redes produtivas globais, com a migração de parte da indústria manufatureira da tríade desenvolvida – Estados Unidos, Japão e eurozona – para a Ásia e, em menor grau, para o Leste Europeu, operando em dólar flexível. A redistribuição produtiva não apenas suscitou a ampliação e reorientação das correntes de comércio como também contribuiu para mudanças nos fluxos de capitais. A moeda “forte” gerada pelos superávits comerciais e acumulada sob a forma de reservas fluí para o sistema financeiro americano, permitindo uma maior liberdade para a condução da política monetária dos Estados Unidos, bem como sua recligação para todo o mundo. Nestas condições, como sugere Eichengreen (2011, p. 175),

a única hipótese plausível capaz de provocar o colapso do dólar é a de os Estados Unidos se autoinfligirem o desastre. Daí se conclui que depende dos Estados Unidos evitar o pior [aumento da taxa de inflação]. A boa notícia é que o destino do dólar está nas mãos dos americanos, não nas dos chineses.

Vale dizer, “o cenário provável para um desastre com o dólar não é aquele em que a confiança desabe em decorrência da veleidade ou em consequência de disputa geopolítica, mas, sim, como resultado das próprias políticas econômicas dos Estados Unidos” (Eichengreen, 2011, p. 159). Contraditoriamente, enquanto o dólar continuar a desempenhar tal papel, parece pouco provável que ocorram ajustamentos das economias.

A China – segunda maior economia do mundo e a maior exportadora – integrou-se nessa economia global sem uma moeda que desempenhe qualquer participação relevante no sistema monetário internacional, seja nas transações de mercadorias e serviços, seja na denominação dos contratos e ativos financeiros, seja ainda na acumulação de reserva por agentes públicos ou privados. O renminbi e o sistema bancário foram utilizados como instrumentos de desenvolvimento doméstico, para financiar as transformações na estrutura produtiva e na infraestrutura. Após os impactos da crise financeira internacional – contração do crédito ao comércio exterior, desvalorização das moedas nacionais etc. –, diversas políticas e incentivos procuraram promover a “internacionalização controlada” do renminbi, nas trocas comerciais e nas finanças. Com tais medidas, a China busca adequar-se ao aprofundamento da globalização financeira e produtiva e reduzir as assimetrias do sistema monetário internacional, que condicionam as potencialidades e os graus de liberdade das políticas domésticas e externas. De forma inédita, o que torna o processo mais difícil e pouco previsível, a China busca internacionalizar o renminbi com controles sobre a conta de capital. Vale dizer, restringindo a plena conversibilidade da moeda ou construindo uma conversibilidade limitada. Isto passa, por ora, pela articulação de um mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong, tornando-o atraente para os investidores residentes e estrangeiros. A demanda por renminbi e por ativos denominados em renminbi permanece comandada pelo desempenho da economia chinesa e pelas expectativas de valorização da moeda.

Pequim utiliza um conjunto de incentivos e de mecanismos de persuasão para fomentar o uso internacional do renminbi, sobretudo, no âmbito das transações comerciais, dado que seu comércio continuará a crescer, e as empresas chinesas estimularão os clientes a faturar e a liquidar suas transações em renminbi. Como sugere Zhang Jianhua, executivo do Bank of China no Brasil: “Se as companhias brasileiras aceitarem contrato em renminbi, com certeza, estarão aptas a capturar (ou explorar) uma fatia maior do mercado chinês, também usando renminbi” (Frischtak e Soares, 2012, p. 10). Segundo Eichengreen (2011, p. 142):

Algo semelhante ocorreu com o comércio japonês, na década de 1980. À medida que as empresas japonesas conquistavam mais poder de barganha, elas insistiam em que mais de suas exportações fossem faturadas e pagas em iene. Todavia, a fatia das exportações japonesas faturadas e liquidadas em iene nunca foi além de 40%, visto que a moeda japonesa carecia dos outros atributos de uma unidade monetária internacional.

Da mesma forma, salienta Subacchi (2010, p. 8), se o renminbi for utilizado no faturamento de 40% a 50% das importações chinesas provenientes dos países asiáticos, “essa é aproximadamente a participação do euro no comércio exterior dos países da zona do euro com outros países”.

Como sugerido, os outros elementos da estratégia chinesa foram a construção de um mercado *offshore* de renminbi em Hong Kong, possibilitando tanto que autoridades monetárias, bancos, empresas e investidores estrangeiros emitam e comprem bônus em renminbi, como o florescimento de diversos produtos financeiros denominados na moeda chinesa, e a celebração de acordos bilaterais – e regionais – de trocas de moedas com diversos bancos centrais.

Finalmente, a China aponta com o fortalecimento e a internacionalização do mercado de capitais (ações e títulos de dívida) de Xangai, o que impõe desafios formidáveis, pois requer modificações no modelo de crescimento cujos pilares centrais são taxa de câmbio, taxas de juros, empréstimos bancários e mercado para a dívida pública administrados. A meta chinesa de alcançar o *status* de moeda-reserva para o renminbi até 2020 parece, portanto, muito ambiciosa. Para Eichengreen (2011, p. 145),

o renminbi contará com uma plataforma menor que a do dólar para lançar sua carreira internacional. A liquidez dos mercados em renminbi ainda não será comparável com a dos mercados em dólar. Isso significa que a parcela das reservas em renminbi será limitada, mais atraentes para países que mantenham grandes fluxos comerciais com a China, onde também realizem transações financeiras. Também serão atrativas para países em que as flutuações do renminbi nos mercados cambiais sejam mais impactantes. Isso sugere que a prática de manter reservas em renminbi se concentrará mormente na Ásia, assim como a prática de manter reservas em euro também se limitará aos arredores da Europa. (...) Moeda de reserva regional? Sim. Moeda de reserva subsidiária? Sim. Mas moeda de reserva dominante? Isso é mais difícil imaginar.⁹³

Kroeber (2012b, p. 14) explicita o âmago da questão, distinguindo três dimensões do sistema monetário internacional: uma moeda internacional, uma moeda-reserva – detida pelos bancos centrais em ativos líquidos, seguros e de baixo risco – e a principal moeda-reserva mundial.

O renminbi está rapidamente se internacionalizando, é provável que em 2020 uma parte significativa do comércio chinês será liquidada em renminbi. É possível também que os bancos centrais aloquem uma pequena parte das suas reservas internacionais em renminbi, tornando-o uma moeda-reserva secundária, semelhante à libra esterlina ou ao iene japonês. É muito pouco provável, no entanto, que o renminbi esteja perto

93. O professor Barry Eichengreen, em debate promovido pelo HSBC, à margem do Fórum Econômico Mundial, previu que o renminbi deverá em dez anos responder por 10% do comércio mundial e 8% das reservas em moeda internacionais (Leo, 2013e). Ele defendeu ainda que a internacionalização da moeda chinesa estaria “em seus estágios relativamente iniciais”, e precisaria enfrentar quatro desafios: escala, liquidez e internacionalização do mercado financeiro doméstico e ritmo de crescimento da economia. Ver também Eichengreen (2010; 2012) e Maziad e Kang (2012).

de alcançar o *status* de uma importante moeda-reserva global (como o dólar). E há zero de chance de que o renminbi irá substituir o dólar como principal moeda-reserva do mundo nas próximas décadas.

Enfim, a internacionalização do renminbi decorre da emergência da China como uma potência econômica e comercial. Mas, pelo menos, no horizonte visível, sua expansão ocorrerá no âmbito do sistema monetário global dominado pelo dólar flexível, em vez da criação de uma ordem sinocêntrica alternativa. A China persiste refém dos títulos do Tesouro americano e, portanto, do dólar flexível, dada a incapacidade de mover suas reservas internacionais – pois nenhum outro sistema financeiro é amplo e profundo o bastante, como o americano. É justamente esta dependência que levou Pequim a promover a internacionalização do renminbi: quanto mais empresas conseguirem faturar e liquidar suas importações e exportações em renminbi, menos o Banco Central da China necessitará efetuar depósitos no sistema financeiro americano. Simultaneamente, procura consolidar um regime monetário e cambial, um sistema de crédito e de emissão de títulos de dívida, dentro desta hierarquia de moedas, protagonizada pelo dólar; e de sistemas financeiros, liderado pelo sistema financeiro americano.

REFERÊNCIAS

- ACIOLY, Luciana; LEÃO, Rodrigo P. F. China. In: ACIOLY, Luciana; LIMA, Luis Afonso F.; RIBEIRO, Elton (Orgs.). **Internacionalização de empresas: experiências internacionais selecionadas**. Brasília: Ipea, 2011. p. 53-76. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_internacionalizacao.pdf>.
- AGIOTAS concedem US\$ 1,3 tri em crédito na China. **Valor Econômico**, São Paulo, 16 abr. 2012.
- AGLIETTA, Michel. **La fin des devises clés**: essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte, 1986. (Tradução espanhola – **El fin de las divisas clave**. Ensayo sobre la moneda internacional. México: Siglo Veintiuno, 1987).
- _____. **Macroeconomia financeira**. São Paulo: Loyola, 2004. v. 1-2.
- _____. Le dollar, le yuan et le système monétaire international. **L'économie politique**, Paris, n. 45, p. 6-25, Jan. 2010.
- _____. The European vortex. **New left review**, n. 75, London, May-June 2012.
- _____. **The zero lower bound and the financial instability hypothesis: an inquiry into the arcane of monetary policy**; Paris. Mimeografado.
- AGLIETTA, Michel; LANDRY, Yves. **La Chine vers la superpuissance**. Paris: Economica, 2007.

AGLIETTA, Michel; MAAREK, Pierre. Developing the bond market in China: the next step forward in financial reform. **Économie internationale**, Paris, n. 111, p. 29-53, 2007. Disponível em: <<http://www.economieinternationale.fr/IE/rev111/rev111b.htm>>.

AKYÜZ, Yilmaz. **Capital flows to developing countries in a historical perspective:** will the current boom end with a bust and how? Geneva: South Centre, Mar. 2011. (Research Papers, n. 37).

ALLEN, Franklin *et al.* **China's financial system:** opportunities and challenges. Cambridge: NBER, Feb. 2012. (Working Paper, n. 17.828). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17828>>.

ALLEN, William A.; MOESSNER, Richhild. **The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis.** Basle: BIS, Nov. 2012. (Working Papers, n. 390). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

ANDRADE, Cyro. Bretton Woods sem censura. Eu & fim de semana. **Valor Econômico**, São Paulo, 4 jan. 2013.

ARRIGHI, Giovanni. **Adam Smith em Pequim:** origens e fundamentos do século XXI. 2007. São Paulo: Boitempo, 2008.

ARTUS, Patrick; MISTRAL, Jacques; PLAGNOL, Valérie. **L'émergence de la Chine:** impact économique et implications de politique économique. Paris: Conseil d'analyse économique, 2011. Disponível em: <<http://www.cae.gouv.fr/L-emergence-de-la-Chine-impact-economique-et-implications-de-politique-economique,181.html?lang=fr>>.

AUBOIN, Marc. **Use of currencies in international trade:** any changes in the picture? Geneva: WTO, May 2012. (Staff Working Paper, ERSR-2012-10). Disponível em: <http://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201210_e.pdf>.

BAER, Monica *et al.* Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional, CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNUD. **Revista economia e sociedade**, Campinas, n. 4, p. 79-126, jun. 1995.

BANCOS terão acesso a mercado de fundos da China em junho. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 mar. 2013. <<http://www.valor.com.br/internacional/3048750/bancos-terao-acesso-mercado-de-fundos-da-china-em-junho>>.

BASTOS, Carlos Pinkusfeld; MATTOS, Fernando Augusto M. Crise *subprime* nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego. **Revista tempo do mundo**, Brasília, Ipea, v. 3, n. 2, p. 171-207, ago. 2011. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/120822_rtmv3_portugues02.pdf>.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, Maria C.; FIORI, José L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 151-193.

_____. Fim de século. **São Paulo em perspectiva**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 21-26, abr./jun. 1998.

_____. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, José L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999. p. 87-117.

_____. As transformações da economia capitalista no pós-Guerra e a origem dos desequilíbrios globais. **Política econômica em foco**, Campinas, n. 7, p. 24-41, nov. 2005/abr. 2006. (Republicado – In: CARNEIRO, Ricardo (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora UNESP, 2006. p. 33-50).

_____. O risco da parada súbita. **Carta Capital**, 6 abr. 2011. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/economia/o-risco-da-parada-subita/>>.

_____. Romney e o inimigo externo. **Carta Capital**, São Paulo, ano 17, n. 715, p. 53, 19 set. 2012a.

_____. Maquinaria em colapso. **Carta Capital**, São Paulo, ano 18, n. 729, p. 34, 26 dez. 2012b.

_____. Regime de metas e estabilidade. **Carta Capital**, São Paulo, ano 18, n. 732, p. 16, 23 jan. 2013a.

_____. O câmbio e suas flutuações. **Carta Capital**, São Paulo, ano 18, n. 740, p. 38, 20 mar. 2013b.

_____. A migração da indústria e as transformações na divisão do trabalho entre a Ásia e o resto do mundo. **Carta Capital**, São Paulo, ano 18, n. 735, p. 48-49, 13 fev. 2013c.

_____. Mobilidade do capital e progresso técnico, **Valor Econômico**, São Paulo, p. A13, 5 fev. 2013d.

_____. Bretton Woods do Sul. **Carta Capital**, São Paulo, ano 18, n. 743, p. 44-45, 10 abr. 2013e.

BLOCK, Fred L. **The origins of international economic disorder**: a study of United States international monetary policy from World War II to the present. Berkeley: University of California Press, 1977. (Traducción española – **Las orígenes del desorden económico internacional**: la política monetaria internacional de los Estados Unidos, desde la Segunda Guerra Mundial hasta nuestros días. México: Fondo de Cultura Económica, 1980).

BLOCK, Fred L.; KELLER, Matthew R. (Eds.). **State of innovation:** the U.S Government's role in technology development. Boulder: Paradigm Publishers, 2011.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial central bank survey foreign exchange and derivatives market activity in April 2010.** Basel: BIS, Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm>>.

BOOTH, Tamzin. Outsourcing and offshoring: here, there and everywhere. **The Economist**, London, 19 Jan. 2013.

BORGHI, Roberto Alexandre Z. **Economia financeira e economia produtiva:** o padrão de financiamento da indústria automobilística. 2011. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2011.

BORIO, Claudio. **The financial turmoil of 2007–?:** a preliminary assessment and some policy considerations. Basle: BIS, Mar. 2008. (Working Papers, n. 251).

BORST, Nicholas. **China's bank-centric shadow banking system.** Washington: PIIE, 2 May 2013. Disponível em: <<http://www.piie.com/blogs/china/?p=2515>>.

_____. **Capital account liberalization and the corporate bond market.** Washington: PIIE, 24 Feb. 2012. Disponível em: <<http://www.piie.com/blogs/china/?p=1093>>.

BRAGA, Jose Carlos S. Crise sistêmica e era da indeterminação no início do século XXI: evolução macroeconómica e da riqueza financeira a partir da crise do período 2007-2009. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: Ipea, 2012. p. 649-682. v. 2. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_transformacoes_sitfinanceiro_vol02.pdf>.

BRAGA, José Carlos S.; CINTRA, Marcos Antonio M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, José L. (Org.). **O poder americano.** Petrópolis: Vozes, 2004. p. 253-307.

BRUNHOFF, Suzanne de. L'instabilité monétaire internationale. In: CHESNAIS, François (Coord.) **La mondialisation financière:** genèse, coût et enjeux. Paris: Syros, 1996. (Tradução brasileira – A instabilidade financeira internacional. In: CHESNAIS, François (Coord.). **A mundialização financeira:** gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998. p. 35-59).

_____. L'instabilité monétaire internationale. In: CHESNAIS, François. (Coord.) **La finance mondialisée:** racines sociales et politiques, configuration, conséquences. Paris: Éditions la Découverte, 2004. (Tradução brasileira – BRUNHOFF, Suzanne de. A instabilidade monetária internacional. In: CHESNAIS, François. (Org.) **A finança mundializada:** raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005).

BUITER, Willem. **Central banks and financial crises.** Wyoming: Federal Reserve, 2008. Disponível em: <<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/Buiter.03.12.09.pdf>>.

BUITER, Willem; SIBERT, Anne. **The central bank as the market maker of last resort:** from lender of last resort to market maker of last resort, August 13th 2007. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/>>.

BULLIO, Olívia *et al.* A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2., Porto Alegre, set. 2009.

BURLAMAQUI, Leonardo. **Global finance and Chinese financial development:** the emergence of a State led financial model of globally oriented financial governance. Brasília: Ipea, 2013. Mimeoografado.

CAGNIN, Rafael F. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002.** 2007. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2007.

_____. O financiamento habitacional no regime *finance-led*: especificidades institucionais dos EUA e da França. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: Ipea, 2012. p. 245-289.

CARDOSO, Marcus. **Limites e procedimentos da política monetária:** evidências do Brasil e dos EUA nos anos 2000. 2012. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

_____. O funcionamento recente da política monetária nos EUA. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **Economia internacional e nova arquitetura financeira.** Brasília: Ipea, 2013. No prelo.

CARVALHO, Carlos Eduardo; ALVES, Daniel Henrique. **Centralização financeira e acomodação política:** a incerta recuperação do euro no segundo semestre de 2012. Brasília: Ipea, abr. 2013. Mimeoografado.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. The accumulation of international reserves as a defensive strategy: reasons and limitations of self “insurance”. In: STIGLITZ, Joseph; GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antonio (Orgs.). **Financial markets reform.** Oxford: Oxford University Press, 2013a. (no prelo).

_____. **Once again, on the question of IMF's conditionalities.** Rio de Janeiro, 2013b. Mimeoografado.

CARVALHO, Miguel H. **A economia política do sistema financeiro chinês (1978-2008)**. 2013. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013c.

CBRC – CHINA BANKING REGULATORY COMMISSION. **Annual report – 2011**. Beijing: CBRC, Apr. 2012. Disponível em: <<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/4DE6AD136C6E4F99B9883B7672674FC3.html>>.

CÉSAR, Gustavo R. Cerqueira. Mecanismos regionais de liquidez em países em desenvolvimento. **Revista tempo do mundo**, Brasília, Ipea, v. 4, n. 3, dez. 2012.

CHESNAIS, François. **La mondialisation du capital**. Paris: Syros, 1994. (Tradução brasileira – **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamá, 1996).

_____. Mondialisation financière et vulnérabilité systémique. In: _____. **La mondialisation financière**: genèse, coût et enjeux. Paris: Syros, 1996. p. 249-293. (Tradução brasileira – **A mundialização financeira**: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamá, 1998).

CHINA LGFVs owe \$565 billion over 3 years, Business News says. **Financial Times**, London, 23 Apr. 2013.

CINTRA, Marcos Antonio M. **Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos**. Relatório I do Projeto de pesquisa O Brasil na Era da Globalização: Condicionantes Domésticos e Internacionais ao Desenvolvimento – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Rio de Janeiro: Cecon/IE/UNICAMP; BNDES, jul. 2007. Disponível em: <<http://www.icececon.net/pesquisa.htm>>.

_____. A pretensão chinesa. **Retrato do Brasil**, São Paulo, n. 24, p. 30-32, jul. 2009a. Disponível em: <<http://www.oretratodobrasil.com.br/reportagem/RB24.asp>>.

_____. As instituições financeiras de fomento e o desenvolvimento econômico: as experiências dos EUA e da China. In: FERREIRA, Francisco M. R.; MEIRELLES, Beatriz B. (Orgs.). **Ensaios sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009b. p. 109-149.

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

CINTRA, Marcos Antonio M.; CAGNIN, Rafael F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 89-131, dez. 2007a.

_____. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. **Revista novos estudos** – CEBRAP, São Paulo, n. 79, nov. 2007b.

CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. Mal-estar econômico nos países desenvolvidos. In: _____. (Orgs.). **Economia internacional e nova arquitetura financeira**. Brasília: Ipea, 2013. No prelo.

CINTRA, Marcos Antonio M.; PRATES, Daniela M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: ACIOLY, Luciana; LEÃO, Rodrigo P. F. (Orgs.). **Crise financeira global: mudanças estruturais e os impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília: Ipea, 2011. p. 11-46.

COELHO, Jaime Cesar. A crise na área do euro: o Fundo Monetário Internacional e a gestão da crise. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.) **Economia internacional e nova arquitetura financeira**. Brasília: Ipea, 2013. No prelo.

COMISSÃO EUROPEIA. **Comunicação da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê Econômico e Social Europeu e ao Comitê das Regiões**. Reforçar a indústria europeia em prol do crescimento e da recuperação econômica. Bruxelas, 10 out. 2012. Disponível em: <<http://tinyurl.com/comunicado582>>.

COSTA, Roberta. China dá passo tímido rumo a reforma, **Valor econômico**, São Paulo, 22 de julho de 2013.

COUSIN, Violaine. **Banking in China**. 2nd ed. [S.l.]: Palgrave Macmillan, June 2011.

COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga M. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Revista economia e sociedade**, Campinas, n. 11, p.137-150, 1998.

COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Revista economia e sociedade**, Campinas, n. 7, p. 129-154, 1996.

CRUZ, Sebastião C. Velasco e. Evolução geopolítica: cenários e perspectivas. In: ACIOLY, Luciana; CINTRA, Marcos A. M. (Orgs.). **Inserção internacional brasileira: temas de economia internacional**. Brasília: Ipea, 2010. Livro 3, v. 1, cap. 1, p. 23-85. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro).

DAVIDSON, Paul. **John Maynard Keynes**. São Paulo: Actual, 2011. Cap. 10, p. 225-247.

DE CECCO, Marcello. **Money and empire: the international gold standard, 1890-1914**. Basil: Blackwell, 1974.

- DENG, Xiaoping. **Selected works** (v. 2, 1975-1982). Beijing: People's Press, 1993.
- DEOS, Simone S. Sistema bancário chinês: evolução e internacionalização recente. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **Economia internacional e nova arquitetura financeira**. Brasília: Ipea, 2013. No prelo.
- ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **The international role of the euro**. Frankfurt: ECB, 2012. Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>>.
- EICHENGREEN, Barry. **O desafio do renminbi**. [S.l.]:[s.n.], 9 out. 2012. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/can-china-have-an-international-reserve-currency-by-barry-eichengreen>>.
- _____. **Privilégio exorbitante**: a ascensão e queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- _____. **The renminbi as an international currency**. Berkeley: Berkeley University, Jan. 2010. Disponível em: <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/renminbi_international_1-2011.pdf>.
- _____. Comercializem os DES. **Valor Econômico**, São Paulo, 7 maio 2009.
- _____. **Globalizing capital**. Princeton University Press, 1996. (Tradução brasileira – **A globalização do capital**. São Paulo: 34, 2000).
- FAIRBANK, J. K.; GOLDMAN, M. **China**: uma nova história. Porto Alegre: LP&M, 2006.
- FARHI, Maryse. Os dilemas da política econômica no “pós-crise”. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 1, p. 123-176.
- _____. **Derivativos de crédito**. Subprojeto IV do Projeto de pesquisa – Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas: FECAMP/CECON/IE/UNICAMP; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.
- _____. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. 1998. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 1998.
- _____. The financial crisis and the global shadow banking system. **Revue de la régulation**, Paris, n. 5, 2009. Disponível em: <<http://regulation.revues.org/index7473.html#text>>.
- FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio M. A crise financeira e o *global shadow financial system*. **Novos estudos** – CEBRAP, São Paulo, n. 82, p. 35-55, nov. 2008.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela M. A crise financeira e a evolução do sistema bancário. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **Economia internacional e nova arquitetura financeira**. Brasília: Ipea, 2013. No prelo.

FERREIRA, Carlos K. L.; FREITAS, Maria C. P.; SCHWARTZ, Gilson. Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. In: CINTRA, Marcos A. M.; FREITAS, Maria C. P. (Orgs.). **Transformações institucionais dos sistemas financeiros**: um estudo comparado. São Paulo: FAPESP/FUNDAP, 1998. p. 13-144.

FIORI, José L. O poder global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites. In: FIORI, José L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 67-110.

_____. **O poder global e a nova geopolítica das nações**. São Paulo: Boitempo, 2007. (Coleção Estado de Sítio).

_____. O sistema interestatal capitalista no início do século XXI. In: FIORI, José L. et al. **O mito do colapso do poder americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008. p.11-70.

_____. O círculo quadrado da moeda europeia. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 jun. 2010.

_____. “Milagres econômicos” da Guerra Fria. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 dez. 2012.

_____. O “cisma do Pacífico”. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 jan. 2013a.

_____. Sobre o desenvolvimento chinês. **Valor Econômico**, São Paulo, 27 fev. 2013b.

_____. Sobre o desenvolvimento chinês II. **Valor Econômico**, São Paulo, 27 mar. 2013c.

_____. Sobre o desenvolvimento chinês IV, **Valor Econômico**, São Paulo, 29 mai. 2013d.

FITCH corta nota da China. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 abr. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3080274/fitch-corta-nota-da-china>>.

FREITAS, M. Cristina P. **Bancos brasileiros no exterior**: expansão, crise e ajustamento. 1989. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1989.

_____. **Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière**: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international. 1997. Tese (Doutorado) – Université de Paris XIII, Paris, 1997a.

_____. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Revista economia e sociedade**, Campinas, n. 8, p. 51-83, jun. 1997b. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/index.php/revistas-e-livros>>.

_____. **A transformação da China em economia orientada à inovação**. São Paulo: IEDI, ago. 2011. Disponível em: <<http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4e8dbbf760029e9a.pdf>>.

FREITAS, M. Cristina P.; CINTRA, Marcos A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 28, n. 3, p. 414-433, 2008.

FRISCHTAK, Claudio; SOARES, André. Entrevista Zhang Jianhua, CEO Bank of China Brazil. **Carta Brasil China**, Rio de Janeiro, p. 4-13, maio 2012. Edição especial.

FSB – FINANCIAL STABILITY BOARD. **Global shadow banking monitoring report 2012**. Basle: FSB, 18 Nov. 2012. Disponível em: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118c.pdf>.

FUNG, Hung-Gay; YAU, Jot. Chinese offshore RMB currency and bond markets: the role of Hong Kong. **China & world economy**, Pequim, v. 20, n. 3, p. 107-122, 2012.

GALLAGHER, Kevin P.; IRWIN, Amos; KOLESKI, Katherine. **The new banks in town**: Chinese finance in Latin America. Washington: Inter-American Dialogue, Mar. 2012.

GAO, Haihong; YONGDING, Yu. **Currency internationalisation**: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific. (Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 19-20 March 2009). Basle: BIS, Dec. 2011. p. 105-124. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61.pdf>>.

GASPAR, Debora G. Hegemonia Americana no pós-Guerra e a formação da União Europeia de Pagamentos: principais interpretações historiográficas. *In*: ENCONTRO ANUAL DA ANPOCS, 35. Caxambu, out. 2011.

GOLDBERG, Linda. Is the international role of the dollar changing? **Current issues in economics and finance**, New York, v. 16, n. 1, Jan. 2010. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-1.pdf>.

_____. **The international role of the dollar**: does it matter if this changes? New York: FRB, Oct. 2011. (Staff Report, n. 522).

GOLDBERG, Linda; KENNEDY, Craig; MIL, Jason. Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs, **Economic policy review**, New York, v. 17, n. 1, p. 3-20, May 2011.

GOLDBERG, Linda; TILLE, Cédric. Vehicle currency use in international trade. **Journal of international economics**, v. 76, n. 2, p. 177-192, Jan. 2008.

GOODHART, Charles. **Myths about the lender of last resort**. London: Financial Markets Group; London School of Economics, Dec. 1999. (Special Paper, n. 120).

GOLDMAN vende participação restante no chinês ICBC por US\$ 1,12 bi. **Valor Econômico**, São Paulo, 21 maio 2013. <<http://www.valor.com.br/financas/3131906/goldman-vende-participacao-restante-no-chines-icbc-por-us-112-bi>>.

GOWAN, Peter. **A roleta global**: uma aposta faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2005.

GUTTMANN, Robert. **How credit-money shapes the economy**: the United States in a global system. Armonk: M. E. Sharpe, 1994.

GUTTMANN, Robert; PLIHON, Dominique. O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. **Revista economia e sociedade**, Campinas, v. 17, p. 575-611, dez. 2008. Edição especial.

_____. Whither the euro? History and crisis of Europe's single-currency project. In: WOLFSON, Martin H.; EPSTEIN, Gerald A. (Eds.). **The handbook of the political economy of financial crises**. Oxford: University Press, Jan. 2013.

GREENSPAN, Alan. **The crisis**. New York: LLC, Apr. 2010. Mimeografado.

_____. **A era da turbulência**: aventuras em um novo mundo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

HARDING, Robin. Emergentes descartam euros de suas reservas. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A12, 1º abr. 2013.

HE, Dong; McCUALEY, Robert. Eurodollar banking and currency internationalisation, **BIS quarterly review**, Basle, June 2012.

HELLEINER, E. **The making of national money**: territorial currencies in historical perspective. New York: Cornell University Press, 2003.

HONG KONG MONETARY AUTHORITY. **Hong Kong the premier offshore renminbi business centre**. Hong Kong, Dec. 2012.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A estratégia norte-americana para garantir a liderança mundial na indústria**. São Paulo: Iedi, 28 dez. 2012. (Carta Iedi, n. 552). Disponível em: <http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_552.html>.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. Growth resuming, dangers remain. Washington, Apr. 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>>.

- ITO, Takatoshi. **The Internationalization of the RMB**: opportunities and pitfalls. New York: Council on Foreign Relations, Nov. 2011. Disponível em: <<http://www.cfr.org>>.
- JAEGER, Markus. **Yuan as a reserve currency**: likely prospects & possible implications. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 16 July 2010. (Research Briefing).
- JAPAN. Ministry of Economy, Trade and Industry. **White paper on international economy and trade 2012**. Tokyo: Meti, Dec. 2012. Disponível em: <<http://www.meti.go.jp/english/report/data/gWT2012fe.html>>.
- KARAGANOV, Sergei. Xi Jinping na Rússia. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A17, 22 mar. 2013.
- KEIDEL, Albert. China economic developments, prospects and lessons for the international financial system. In: BRASIL. Ministério das Relações Exteriores – MRE. **Brasil e China no reordenamento das relações internacionais**: desafios e oportunidades. Brasília: MRE, 2011. Disponível em: <http://www.funag.gov.br/biblioteca/dmdocuments/brasil_e_china_no_reordenamento_das_relacoes_internacionais_site.pdf>.
- KEYNES, John M. Treatise on money. 1930. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). **The collected writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan; Cambridge University Press for The Royal Economic Society, 1971. v. 5-6.
- _____. A monetary theory of production. 1933. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). **The collected writings of John Maynard Keynes**. Cambridge: Cambridge University Press; Macmillan, 1973. v. 13.
- _____. **The general theory of employment, interest and money**. London: Macmillan Press, 1936. (Tradução brasileira – **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.).
- _____. A União Internacional de Compensação. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.). **Keynes**. 2. ed. São Paulo: Ática, [1943] 1984. p. 197-207.
- _____. O fundo monetário internacional. 1944. In: _____. **Keynes**. 2. ed. São Paulo: Ática, 1984. p. 208-218.
- _____. The general theory of employment. **The quarterly journal of economics**, v. 51, n. 2, Feb. 1937. p. 209-223. (Tradução brasileira – A Teoria geral do emprego. In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984. p. 167-179.)
- KINDLEBERGER, Charles P. **International capital movements**: based on the Marshall Lectures given at the University of Cambridge 1985. Cambridge: Cambridge University Press, 1987. (Tradução brasileira – **Movimentos internacionais de capital**. Rio de Janeiro: Record, 2007).

KINDLEBERGER, Charles P. **The world in depression:** 1929-1939. Revised and Enlarged Edition, University of California Press, [1973] 1986 . (Tradução espanhola – **La crisis económica:** 1929-1939. Barcelona: Critica, 1985).

KISSINGER, Henry A. **Sobre a China.** Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

KROEBER, Arthur. The renminbi: the political economy of a currency. **Foreign policy**, 7 Sept. 2011. Disponível em: <http://www.foreignpolicy.com/articles/2011/09/07/the_renminbi_the_political_economy_of_a_currency#comment-774582>.

_____. Offshore renminbi: history lessons. **China economic quarterly**, p. 34-39, Mar. 2012a.

_____. The renminbi grows up – slowly. **Carta Brasil China**, Rio de Janeiro, n. 4, p. 14-19, mar. 2012b.

KREGEL, Jan. **Financial flows and international imbalances:** the role of cathing-up by late industrializing developing countries. New York: The Levy Economics Institute of Board College, Feb. 2008a.

_____. **Minsky's cushions of safety:** systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. New York: The Levy Economics Institute of Board College, Jan. 2008b. (Public Policy Brief, n. 93).

_____. **An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies.** New York: The Levy Economics Institute of Board College, Oct. 2010. (Public Policy Brief, n. 116). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_116.pdf>.

LAMUCCI, Sergio. EUA têm processo de reindustrialização. **Valor Econômico**, São Paulo, 21 mar. 2013.

LARDY, Nicholas R. **Sustaining China's economic growth after the global financial crisis.** Washington: Peterson Institute, 2011.

LEÃO, Rodrigo P. F. **A articulação produtiva asiática e os efeitos da emergência chinesa.** In: LEÃO, Rodrigo P. F.; PINTO, Eduardo C.; ACIOLY, Luciana (Orgs.). **A China na nova configuração global:** impactos políticos e econômicos. Brasília: Ipea, 2011. p. 115-164.

_____. **O padrão de acumulação e o desenvolvimento econômico da China nas últimas três décadas:** uma interpretação. 2010. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2010a.

_____. A gestão da política cambial chinesa: as lições do período da crise financeira de 2008. **Boletim de economia e política internacional**, Brasília, Ipea, n. 4, p. 31-39, out./dez. 2010b.

LEO, Sergio. Com banco e fundo, países começam a agir como grupo. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 mar. 2013a.

_____. Brasil quer recursos dos BRICS para obras de infraestrutura. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 mar. 2013b.

_____. Brasil e China fecham acordo de *swap*. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 mar. 2013c.

_____. Países dos BRICS firmam acordos para atuar na África. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A6, 22 mar. 2013d.

_____. Em dez anos, 10% do comércio global será feito em Yuan, prevê economista. **Valor Econômico**, São Paulo, 25 jan. 2013e.

LIMA, Maria Regina S. Brasil e polos emergentes do poder mundial: Rússia, Índia, China e África do Sul. In: BAUMANN, Renato (Org.). **O Brasil e os demais BRICs: comércio e política**. Brasília: Cepal/Ipea, 2010. p. 155-179.

LORES, Raul Juste. Brasil e China fazem 1^a transação sem dólar. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 4 dez. 2009.

LYRIO, Mauricio C. **A ascensão da China como potência**: fundamentos políticos internos. Brasília: MRE, 2010.

LUND, Susan et al. **Financial globalization**: retreat or reset? Global capital markets 2013. Mar. 2013. Disponível em: <http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/financial_globalization>.

MARTIN, Michael F. **China's banking system: issues for Congress**. Washington: CRS, Feb. 2012.

MARTINS, Aline Regina A. **Moeda, estado e poder**: limites dos direitos especiais de saque como possível alternativa para o dólar como moeda-chave. 2013. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

MASWANA, Jean-Claude. China's financial development and economic growth: exploring the contradictions, **International research journal of finance and economics**, v. 19, 2008, p. 89-101. Disponível em: <<http://www.eurojournals.com/finance.htm>>.

MAZIAD, Samar; KANG, Joong Shik. **RMB internationalization**: onshore/offshore links. Washington: IMF, May 2012. (Working Paper, WP/12/133).

MC CAULEY, Robert. Renminbi internationalization and China's financial development, **BIS quarterly review**, Basle, December 2011.

MCGUIRE, Patrick; PETER, Götz von. **The US dollar shortage in global banking and the international policy response.** Basle: BIS, Oct. 2009. (BIS Working Papers, n. 291).

MEDEIROS, Carlos A. China: entre os séculos XX e XXI. In: FIORI, José L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações.** Petrópolis: Vozes, 1999. p. 379-411.

_____. A China e as matérias-primas. In: BRASIL. Ministério das Relações Exteriores – MRE. **Brasil e China no reordenamento das relações internacionais:** desafios e oportunidades. Brasília: MRE, 2011. Disponível em: <http://www.funag.gov.br/biblioteca/dmdocuments/brasil_e_china_no_reordenamento_das_relacoes_internacionais_site.pdf>.

_____. A China como um duplo pólo 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.

MEDEIROS, Carlos A.; SERRANO, Franklin. Padrões monetários e internacionais e crescimento. In: FIORI, José L. (Org.) **Estados e moedas no desenvolvimento das nações.** Petrópolis: Vozes, 1999. p. 119-151.

MENDONÇA, Ana Rosa R. O sistema financeiro chinês. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **Economia internacional e nova arquitetura financeira.** Brasília: Ipea, 2013. No prelo.

MINIKIN, Robert; LAU, Kelvin. **The offshore renminbi:** the rise of the Chinese currency and its global future. Jan. 2013.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes.** New York: Columbia University Press, 1975. (Tradução brasileira – **John Maynard Keynes.** Campinas: Editora da Unicamp, 2011).

_____. **Stabilizing an unstable economy.** New Haven: Yale University Press, 1986. (Tradução brasileira – **Estabilizando uma economia instável.** Osasco: Novo Século, 2009).

MIRANDA, José Carlos R. **Três ensaios sobre a integração europeia.** Brasília: Ipea; Campinas: Rede Desenvolvimentista, jan. 2013. Mimeografado.

MOFFITT, Michael. **O dinheiro do mundo.** Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

MONTANARO, Elisabetta; TONVERONACHI, Mario. O sistema financeiro da União Europeia pós-Lehman: respostas políticas e regulatórias. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: Ipea, 2012. v. 1, p. 81-122.

MORAIS, Isabela N. Políticas de fomento à ascensão da China nas cadeias de valor globais. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.) **Economia internacional e nova arquitetura financeira.** Brasília: Ipea, 2013. No prelo.

_____. Cadeias produtivas globais e agregação de valor: a posição da China na indústria eletroeletrônica de consumo, **Revista tempo do mundo**, Brasília, v. 4, n. 3, ago./2012. No prelo.

MORAN, Theodore H. **Foreign manufacturing multinationals and the transformation of the Chinese economy**: new measurements, new perspectives. Washington: PIIE, Apr. 2011. (Working Paper Series, WP 11-11).

MOREIRA, Assis. HSBC prevê conversibilidade até 2017. **Valor Econômico**, São Paulo, 25 mar. 2013b.

MOREIRA, Assis; ROSA, Silvia; BELLOTTO, Alessandra. Bancos apostam no crédito em renminbi. **Valor Econômico**, São Paulo, 25 mar. 2013a.

_____. BRICS permanecem sem novas cotas no FMI. **Valor Econômico**, São Paulo, 1º fev. 2013c.

MORRIS, Charles R. **The trillion dollar meltdown**: easy money, high rollers and the great credit crash. New York: Public Affairs, 2008. (Tradução brasileira – **O Crash de 2008**: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito. São Paulo: Aracati, 2009).

NIC – NATIONAL INTELLIGENCE COUNCIL. **Global trends 2030**: alternative worlds, Washington: NIC, Dec. 2012. Disponível em: <<http://www.dni.gov/nic/globaltrends>>.

NOLON, Peter. **Capitalism and freedom**: the contradictory character of globalisation. London: Anthem Press, Oct. 2008. (Anthem Studies in Development and Globalization).

OCAMPO, José Antonio. Reforma do sistema monetário internacional. **Revista tempo do mundo**, Brasília, v. 3, n. 3, dez. 2011.

_____. Os direitos especiais de saque e a reforma do sistema monetário internacional *In:* CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. p. 573-604.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **China**: overview. Paris: OECD, Mar. 2013. Disponível em: <http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview_CHINA.pdf>.

OLIVEIRA, Amaury Porto. A reorientação estratégica dos EUA para a Ásia-Pacífico. **Política externa**, São Paulo, v. 21, n. 4, p. 143-156, 2013.

OLIVEIRA, Giuliano C. Desajustes globais e inserção da periferia (1990-2010). **Revista tempo do mundo**, Brasília, v. 3, n. 1, p. 157-187, abr. 2011.

_____. Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). *In:* CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 2, p. 501-545.

O MUNDO de cabeça para baixo: especial sobre inovação nos mercados emergentes. **Carta Capital**, São Paulo, ano 15, n. 595, p. 35-51, 12 maio 2010.

PACHECO, Carlos A. **Uma comparação entre a agenda de inovação da China e do Brasil**. São Paulo: IEDI, nov. 2011. Disponível em: <<http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ed029e41cd9dbd2.pdf>>.

PACHECO, Filipe. Captação do BTG. **Valor Econômico**, São Paulo, 6 dez. 2012a.

_____. HSBC faz captação de bônus inédita. **Valor Econômico**, São Paulo, 19 abr. 2012b.

PACHECO, Filipe; BELLOTTO, Alessandra. BTG Pactual e Cosan captam em Yuan e real. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C3, 20 mar. 2013.

PÁDUA LIMA, Maria Lúcia M. **O euromercado e a expansão do capital financeiro internacional**. 1985. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1985.

PANG, Peter. **The pivotal role of Hong Kong in the offshore RMB market**. Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority, 14 June 2012. Disponível em: <<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/speeches/20120614e1.pdf>>.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. Superintending global capital. **New left review**, London, n. 35, p. 101-123, Sept.-Oct. 2005.

PARA BANCO, verdadeiro saldo do comércio chinês é 10% do número oficial. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A10, 21 maio 2013.

PBC – PEOPLE'S BANK OF CHINA. **Financial statistics 2012**. Beijing, 14 Jan. 2013. Disponível em: <<http://tinyurl.com/financialstat2012pbc>>.

PINTO, Eduardo C. O eixo sino-americano e as transformações do sistema mundial: tensões e complementaridades comerciais, produtivas e financeiras. In: LEÃO, Rodrigo P. F.; PINTO, Eduardo C.; ACIOLY, Luciana (Orgs.). **A China na nova configuração global: impactos políticos e econômicos**. Brasília: Ipea, 2011. p. 19-78.

PNUD – PROGRAMA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Relatório de Desenvolvimento Humano de 2013**. A ascensão do Sul: progresso humano num mundo diversificado. Nova Iorque: ONU, 2013. Disponível em: <<http://hdr.undp.org/hdr4press/press/report/portuguese.html>>.

PRADHAN, Manoj; DROZDZIK, Patryk; KANG, Sung Woen. **Could Sustainable US Growth Be Bad for EM?** 6 Mar. 2013. (Morgan Stanley Research).

PRATES, Daniela M. **Crises financeiras dos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002. REINHART, Carmen; CALVO, Guillermo. **When capital inflows come to a sudden stop**: consequences and policy options. 2000. (MPRA Paper, n. 6.982). Disponível em: <<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6982/>>.

PRASAD, Eswar; YE, Lei (Sandy). **The renminbi’s role in the global monetary system**. Washington: Brookings Institution/Global Economy and Development, Feb. 2012. Disponível em: <http://www.brookings.edu/-/media/research/files/reports/2012/2/renminbi%20monetary%20system%20prasad/02_renminbi_monetary_system_prasad.pdf>.

REINHART, Carmen; CALVO, Guillermo. **When capital inflows come to a sudden stop**: consequences and policy options. 2000. (MPRA Paper, n. 6.982). Disponível em: <<http://hdr.undp.org/hdr4press/press/report/portuguese.html>>.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises**: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SAFATLE, Claudia. A China nunca buscará a hegemonia. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A15, 20 mar. 2013a. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/internacional/3052280/china-nunca-buscara-hegemonia>>.

_____. China “rica e forte” ainda está distante, diz Xi Jinping. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A14, 20 mar. 2013b. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/internacional/3052278/china-rica-e-forte-ainda-esta-distante-diz-xi-jinping>>.

SANDERSON, Henry; FORSYTHE, Michael. **China’s superbanks**: debt, oil and influence. How China Development Bank is rewriting the rules of finance. Bloomberg Press, 22 Jan. 2013.

SCANDUCCI Filho, José Gilberto. **Hegemonia, estados e mercado nos arranjos de Bretton Woods**. 2000. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2000.

SCHULER, Kurt; ROSENBERG, Andrew. **The Bretton Woods transcripts**. New York: Center for Financial Stability, 2012. Disponível em: <http://www.centerforfinancialstability.org/brettonwoods_project.php>.

SEADE, Jesús *et al.* **Hong Kong as an international financial centre for China and for the world**. Hong Kong: Lingnan University, Nov. 2010.

SERRANO, Franklin. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, José L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 179-222.

_____. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Revista economia e sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, 2002.

SILVA, Luiz Afonso S. O desequilíbrio monetário internacional nos anos 2000. In: CINTRA, Marcos Antonio M.; GOMES, Keiti da R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012a. v. 2, p. 547-572.

SILVA, Silas T. China: a importância do Estado na formação e internacionalização dos grandes grupos nacionais. In: DEOS, Simone S.; OLIVEIRA; Giuliano C. (Orgs.). **Formação e internacionalização de grandes empresas: experiências internacionais selecionadas**. São Paulo: FUNDAP, 2012b.

SOLOMON, R. **The international monetary system: 1945-1976**. New York: Harper & Row, 1977.

STANLEY, Leonardo E. **Apertura financiera e internacionalización del RMB: beneficios y desafíos**. In: CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5, São Paulo, 22-24 ago. 2012.

STEIL, Benn. **The battle of Bretton Woods**: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the making of a new world order. Princeton: Princeton University Press, 2013.

STURGEON, T. J. Modular production networks: a new American model of industrial organization. **Industrial and corporate change**, v. 11, n. 3, p. 451-496, June 2002.

SUBACCHI, Paola. “**One currency, two systems**”: China’s renminbi strategy. London: Chatham House/The Royal Institute of International Affairs, Oct. 2010. (Briefing Paper, n. 2010/01). Disponível em: <<http://www.chathamhouse.org.uk>>.

SUBRAMANIAN, Arvind; KESSLER, Martin. **The renminbi bloc is here**: Asia down, rest of the world to go? Washington: PIIE, Oct. 2012. (Working Paper, n. 12-19). Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/wp/wp12-19.pdf>>.

SWIFT – SOCIETY FOR WORLDWIDE INTERBANK FINANCIAL TELECOMMUNICATION. **RMB internationalisation**: implications for the global financial industry. Brussels: SWIFT, 2011.

_____. **RMB internationalisation**: perspective on the future of RMB clearing. Brussels: SWIFT, 2012.

_____. **RMB tracker shows a 32,7% growth in value of Chinese RMB payments globally in the last month**. Brussels: SWIFT, 25 Apr. 2013.

TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, Luiz E. **Pós-escrito 1997**: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria C.; FIORI, José L. (Orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 55-86.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana, **Revista de economia política**, São Paulo, v. 5, n. 2, abr./jun. 1985.

TETT, Gillian. **O ouro dos tolos**: como a ganância desenfreada corrompeu um sonho, despedaçou os mercados globais e desencadeou uma catástrofe mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

THE WORLD BANK. Development Research Center of the State Council. People's Republic of China. **China 2030**: building a modern, harmonious, and creative society. Washington: World Bank, 2012. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/China-2030-complete.pdf>>.

TILLE, Cédric; GOLDBERG, Linda. **What drives the invoicing of international trade?** 2 Dec. 2009. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/choosing-invoicing-currency>>.

TORRES Filho, Ernani Teixeira. **O sistema financeiro globalizado contemporâneo**: estrutura e perspectivas. Brasília: Ipea, 2013. Mimeografado.

TREVISAN, Cláudia. Brasil e China realizam 1^a operação financeira em moedas locais. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 3 dez. 2009a.

_____. A moeda internacional chinesa 2. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 10 abr. 2009b.

TRIFFIN, Robert. **Gold and the dollar crisis**: the future of convertibility. New Haven: Yale University Press, 1960.

_____. The myth and realities of the so called gold standard. 1964. In: EICHENGREEN, Barry. **The gold standard in theory and history**. London: Methuen, 1985. (TRIFFIN, Robert. *Mitos y realidades del patrón oro: 1815-1913*, in: *El sistema monetario internacional*. Buenos Aires: Amorrortu Editores, 1968. Cap.1, p.17-43).

UNCTAD. **Global value chains and development**: investment and value added trade in the global economy. Geneva: Unctad, 27 Feb. 2013. Disponível em: <<http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=411>>.

_____. **World Investment Report**: 2012. Geneva: Unctad, 2012.

UNIÃO EUROPEIA. Versão Consolidada do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. **Jornal oficial da União Europeia**, 30 mar. 2010. Disponível em: <<http://tinyurl.com/tratadoue>>.

UNITED STATES. Congressional Oversight Panel. **The continued risk of troubled assets.** Washington: COP, 11 Aug. 2009. (Submitted under Section 125(b)(1) of Title 1 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008, Pub. L. n. 110-343). Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-111JPRT51601/pdf/CPRT-111JPRT51601.pdf>>.

_____. US Senate. **Wall Street and the financial crisis:** anatomy of a financial collapse. Washington: Committee on Homeland Security and Governmental Affairs 13 Apr. 2011.

_____. White House. **Report to the president on capturing domestic competitive advantage in advanced manufacturing.** Washington: White House, July 2012a. Disponível em: <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/microsites/ostp/pcast_amp_steering_committee_report_final_july_17_2012.pdf>.

_____. Department of Defense. **Sustaining US global leadership priorities for 21st century defense.** Washington: Department of Defense, Jan. 2012b. Disponível em: <http://www.defense.gov/news/defense_strategic_guidance.pdf>.

_____. Department of the Treasury. **Major Foreign Holders of Treasury Securities.** Washington: Department of the Treasury, 14 Jun. 2013. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>>.

VALLÉE, Shahin. **The internationalization path of the renminbi.** Brussels: Bruegel, 2012. (Working Paper, n. 2012/05). Disponível em: <<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/715-the-internationalisation-path-of-the-renminbi/>>.

YONGDING, Yu. Destrinchando o Yuan. **Valor Econômico**, São Paulo, 31 jan. 2012.

_____. China estreita os horizontes. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 fev. 2013.

WHICHARD, Obie G. Measuring globalization: the experience of the United States of America. In: SEMINAR OF THE EUROPEAN ADVISORY COMMITTEE ON STATISTICAL INFORMATION IN THE ECONOMIC AND SOCIAL SPHERES, 22. Copenhagen: BEA, 2-3 June 2003.

WOLF, Martin. **A reconstrução do sistema financeiro global.** 2008. Rio de Janeiro: Elsevier; Campus, 2009.

XIAOCHUAN, Zhou. **Reform the international monetary system.** Beijing, 26 Mar. 2009. Disponível em: <http://news.xinhuanet.com/english/2009-03/26/content_11074507.htm>.

ANEXO

ANEXO A

TABELA A.1
Balança comercial dos Estados Unidos por regiões e países selecionados (2001-2011)
(US\$ bilhões)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mundo	-450,1	-507,1	-578,3	-710,8	-831,6	-892,1	-872,2	-882,0	-549,3	-690,9	-785,5
América do Norte	-87,6	-90,5	-98,8	-116,7	-132,0	-143,0	-146,2	-145,9	-72,8	-99,0	-105,8
Canadá	-56,4	-53,1	-58,1	-70,6	-80,4	-77,5	-69,1	-78,2	-22,9	-31,1	-38,4
México	-31,4	-38,4	-41,9	-47,2	-52,3	-66,7	-77,4	-67,4	-49,9	-68,9	-67,5
América do Sul e Central	-14,0	-22,8	-32,3	-44,5	-58,5	-53,2	-36,5	-32,4	-5,5	0,7	-12,6
Brasil	0,7	-4,3	-7,7	-8,9	-10,9	-9,1	-3,1	0,2	5,0	10,4	10,4
Outros	-14,7	-18,5	-24,7	-35,7	-47,6	-44,1	-33,4	-32,5	-10,5	-9,7	-23,0
Europa	-75,1	-99,6	-113,1	-130,6	-142,8	-134,0	-121,0	-98,5	-64,6	-82,9	-100,8
União Europeia (27)	-70,9	-92,2	-105,7	-120,5	-133,7	-128,5	-120,7	-106,1	-67,1	-87,5	-107,9
Outros	-4,2	-7,4	-7,4	-10,0	-9,1	-5,6	-0,3	7,6	2,5	4,6	7,1
Comunidade de Estados Independentes	-4,2	-4,5	-6,7	-10,1	-13,9	-18,3	-16,0	-24,6	-16,0	-23,0	-29,1
Rússia	-3,8	-4,7	-6,6	-9,6	-12,2	-16,0	-12,9	-18,6	-13,7	-20,5	-27,2
Outros	-0,4	0,2	0,0	-0,5	-1,7	-2,2	-3,1	-6,0	-2,3	-2,5	-1,9
África	-14,4	-12,6	-23,2	-35,0	-52,4	-65,0	-71,2	-88,5	-39,9	-58,8	-61,7
África do Sul	-1,6	-1,6	-2,0	-3,0	-2,2	-3,3	-3,8	-3,7	-1,5	-2,7	-2,4
Outros	-12,8	-11,0	-21,2	-32,0	-50,2	-61,7	-67,4	-84,8	-38,4	-56,1	-59,3
Oriente Médio	-19,5	-16,9	-24,5	-30,7	-34,2	-37,5	-35,2	-60,3	-16,2	-28,2	-47,9
Ásia	-235,5	-260,5	-279,9	-343,7	-398,5	-441,8	-447,0	-433,0	-334,9	-400,8	-429,6
China	-90,1	-111,4	-134,8	-176,1	-218,7	-252,1	-277,4	-286,9	-240,2	-291,2	-313,6
Japão	-72,1	-73,1	-69,0	-79,8	-87,3	-93,7	-88,5	-78,4	-47,4	-63,2	-66,9
Países asiáticos (6)	-47,8	-50,5	-49,7	-56,9	-58,6	-58,1	-47,2	-36,1	-25,7	-17,0	-15,4
Outros	-25,4	-25,6	-26,4	-30,8	-33,9	-38,0	-33,9	-31,7	-21,5	-29,4	-33,7

Fonte: WTO, International Trade Statistics 2012. Disponível em: <http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2012_e/appendix_e/a11.xls>.

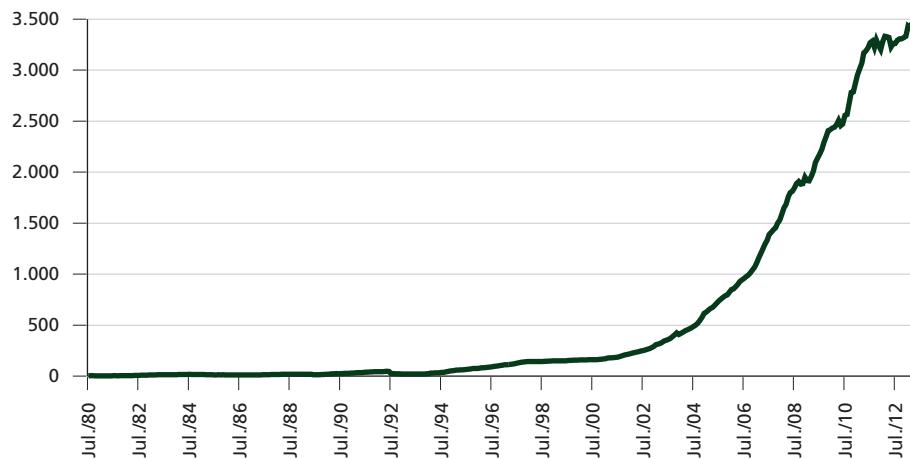
TABELA A.2

Balança comercial da China por regiões e países selecionados (2001-2011)
 (Em US\$ bilhões)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mundo	22,5	30,4	25,5	32,1	102,0	177,5	264,3	298,1	195,7	182,7	154,9
América do Norte	46,5	68,4	90,4	121,9	167,5	214,6	242,4	251,8	211,1	270,0	303,5
EUA	44,9	64,2	85,2	115,0	156,1	195,7	219,8	226,4	191,6	243,9	275,4
Outros	1,6	4,2	5,2	7,0	11,3	19,0	22,6	25,4	19,5	26,1	28,1
América do Sul e Central	0,4	-0,7	-4,7	-6,5	-6,7	-4,8	-8,2	-10,8	-17,3	-14,3	-15,2
Brasil	-1,0	-1,5	-3,7	-5,0	-5,2	-5,5	-6,9	-11,1	-14,2	-13,6	-20,6
Outros	1,4	0,9	-1,0	-1,5	-1,6	0,7	-1,3	0,2	-3,1	-0,7	5,3
Europa	16,4	24,1	41,6	64,2	106,9	147,1	197,8	227,1	161,7	204,2	214,1
União Europeia (27)	17,0	24,9	41,6	63,9	104,3	140,7	188,3	219,0	158,1	208,2	223,1
Outros	-0,5	-0,8	0,1	0,3	2,6	6,3	9,5	8,1	3,6	-4,0	-9,0
Comunidade de Estados Independentes	-6,2	-5,5	-3,8	-2,4	0,7	5,2	20,1	30,8	7,9	11,5	1,7
Rússia	-5,2	-4,9	-3,7	-3,0	-2,7	-1,7	8,8	9,2	-3,8	3,7	-1,5
Outros	-0,9	-0,6	-0,1	0,6	3,4	6,9	11,3	21,6	11,7	7,8	3,2
África	1,1	1,5	1,8	-2,0	-2,5	-2,6	0,4	-5,4	3,0	-11,0	-24,1
África do Sul	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,4	1,7	0,8	-0,6	-1,3	-4,1	-18,7
Outros	1,2	1,4	1,6	-2,0	-2,9	-4,3	-0,4	-4,8	4,3	-6,9	-5,4
Oriente Médio	-2,1	0,0	-1,2	-4,7	-8,9	-11,3	-3,5	-21,0	-5,1	-24,0	-54,4
Ásia	-33,8	-57,4	-98,6	-138,6	-155,2	-171,3	-185,7	-175,3	-167,9	-260,5	-271,4
Japão	6,3	1,9	-3,3	-4,7	1,9	-3,6	-9,1	-11,9	-12,8	-28,3	-11,8
Países asiáticos (6)	-32,6	-46,9	-72,3	-96,0	-102,7	-101,0	-105,4	-94,3	-96,8	-151,4	-161,6
Outros	1,4	2,6	2,1	0,8	0,7	6,7	14,5	23,4	28,1	26,1	24,6

Fonte: WTO, International Trade Statistics 2012. Disponível em: <http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2012_e/its12_appendix_e.htm>.

GRÁFICO A.1
China: reservas internacionais (jul./1980-mar./2013)
(Em US\$ bilhões)



Fonte: FMI, base de dados da International Financial Statistics. Disponível em: <<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>>.

Obs.: exclui ouro.

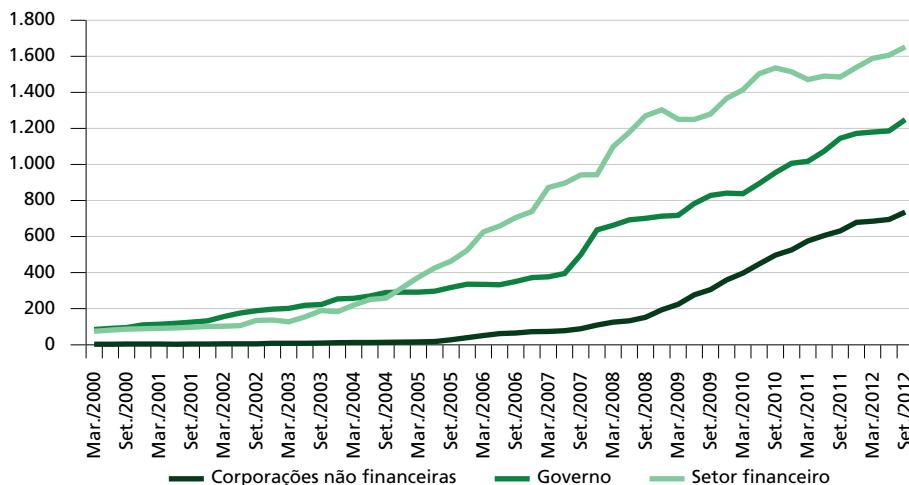
TABELA A.3
China: posição de investimento internacional (2004-2010)
(Em US\$ bilhões)

Posição	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Posição líquida	281	413	640	1.188	1.494	1.511	1.791
A. Ativos							
Total	933	1.229	1.690	2.416	2.957	3.457	4.126
1. IED	53	64	91	116	186	246	311
2. Portfólio	92	117	265	285	253	243	257
Ações	0	0	1	20	21	55	63
Dívida	92	117	264	265	231	188	194
3. Outros	166	216	254	468	552	515	644
4. Reservas de ativos	623	831	1.081	1.547	1.966	2.453	2.914
Reservas cambiais	610	819	1.066	1.528	1.946	2.399	2.847
B. Passivo							
Total	653	816	1.050	1.228	1.463	1.946	2.335
1. IED	369	472	614	704	916	1.315	1.476
2. Portfólio	57	77	121	147	168	190	222
Ações	43	64	106	129	151	175	206
Dívida	13	13	14	18	17	15	15
3. Outros	227	267	315	378	380	442	637

Fonte: FMI, base de dados da International Financial Statistics. Disponível em: <<http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>>.

GRÁFICO A.2

China: estoque de títulos domésticos (2000-2012)
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: BIS, Domestic debt securities by sector and residence of issuer (tabelas 16A e 16B). Disponível em: <<http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>>.

TABELA A.4

China: emissão de títulos de curto, médio e longo prazo (1998-2012)
 (Em % do PIB)

	Total	Governo ¹	Banco Central ²	Setor financeiro ³	Empresas ⁴	Short term financing bond	Asset backed security	Middle term note
1998	7,4	5,1		2,3				
1999	4,9	2,7		2,1	0,1			
2000	4,4	2,7		1,7	0,1			
2001	5,3	2,8		2,4	0,1			
2002	8,3	3,7	1,6	2,7	0,3			
2003	13,0	4,0	5,3	3,4	0,3			
2004	17,1	3,0	10,7	3,2	0,2			
2005	22,8	2,7	15,1	3,8	0,4	0,8		
2006	26,4	3,2	16,9	4,4	0,5	1,3	0,1	
2007	30,0	8,2	15,3	4,5	0,6	1,3	0,1	
2008	22,5	2,3	13,7	3,8	0,8	1,4	0,1	0,6
2009	25,4	4,8	11,7	4,3	1,3	1,4		2,0
2010	23,7	4,5	11,6	3,5	0,9	1,7		1,2
2011	14,7	3,5	3,0	5,0	0,6	1,1		1,5
2012	11,4	3,4		5,0	1,3	0,1		1,6

Fonte: Arthur Kroeber, Managing Director, Gavekal Dragonomics Research.

Notas: ¹ Inclui bônus emitidos pelos governos central e locais.

² Títulos do Banco Central da China.

³ Inclui títulos emitidos pelos bancos de desenvolvimento (policy banks), pelos bancos comerciais e por instituições financeiras não bancárias.

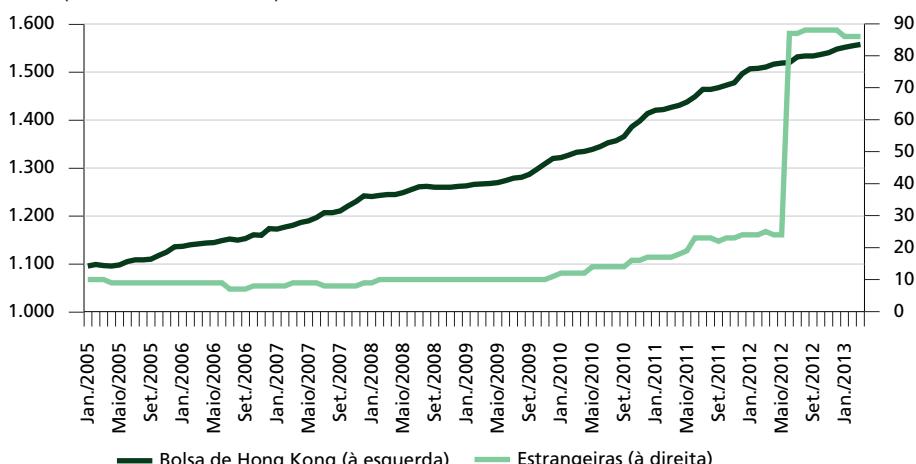
⁴ Inclui bônus emitidos por empresas estatais do governo central, local e de empresas coletivas.

TABELA A.5
China: emissões de ações (1998-2012)

	RMB milhões			US\$ milhões			% do PIB		
	Bolsa de Valores Xangai	Bolsa de Valores Shenzhen	Total	Bolsa de Valores Xangai	Bolsa de Valores Shenzhen	Total	Bolsa de Valores Xangai	Bolsa de Valores Shenzhen	Total
1998	-	9.143,9	9.143,9	-	1.104,6	1.104,6	-	0,1	0,1
1999	7.221,0	36.371,0	43.592,0	872,3	4.393,5	5.265,8	0,1	0,4	0,5
2000	50.436,0	61.066,4	111.502,4	6.093,5	7.377,8	13.471,4	0,5	0,6	1,1
2001	94.086,2	20.907,7	114.993,9	11.367,0	2.526,0	13.893,0	0,9	0,2	1,0
2002	61.431,0	14.060,3	75.491,3	7.421,7	1.698,7	9.120,4	0,5	0,1	0,6
2003	55.095,7	7.116,4	62.212,1	6.656,6	859,8	7.516,4	0,4	0,1	0,5
2004	48.332,0	13.775,4	62.107,4	5.898,8	1.681,2	7.580,0	0,3	0,1	0,4
2005	29.977,0	3.028,5	33.005,5	3.760,1	379,9	4.140,0	0,2	0,0	0,2
2006	171.443,0	47.051,4	218.494,4	22.541,1	6.186,3	28.727,3	0,8	0,2	1,0
2007	660.861,0	117.153,2	778.014,2	95.119,4	16.862,2	111.981,6	2,5	0,4	2,9
2008	222.145,0	123.009,0	345.154,0	32.521,6	18.008,3	50.529,8	0,7	0,4	1,1
2009	325.797,0	173.419,2	499.216,2	48.126,5	25.617,4	73.743,8	1,0	0,5	1,5
2010	562.153,0	405.866,8	968.019,8	86.980,2	62.798,5	149.778,7	1,4	1,0	2,4
2011	320.028,0	476.870,5	796.898,5	50.723,2	75.582,2	126.305,4	0,7	1,0	1,7
2012	289.030,0	204.645,7	493.675,7	46.339,7	32.810,5	79.150,2	0,6	0,4	1,0

Fonte: Arthur Kroeber, Managing Director, Gavekal Dragonomics Research.

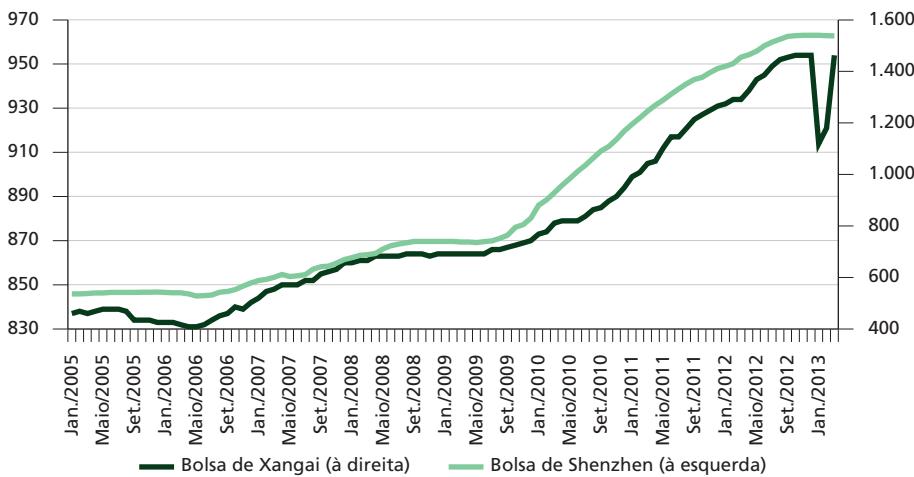
GRÁFICO A.3
Empresas listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong – domésticas e estrangeiras (2005-2013)
(Em números absolutos)



Fonte: World Federation of Exchanges. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>>.

GRÁFICO A.4

Empresas listadas na Bolsa de Valores de Xangai e de Shenzhen – domésticas (2005-2013)
 (Em números absolutos)



Fonte: World Federation of Exchanges. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>>.

TABELA A.6

Distribuição do mercado global de moedas, por instrumento (abril/2010)
 (Em % do volume médio diário)

	Mercado à vista (spot)	Mercado a termo (outright forwards)	Swaps cambiais (foreign exchange swaps)	Trocas de moedas (currency swaps)	Opções e outros instrumentos
Dólar (Estados Unidos)	35,2	11,6	47,4	1,1	4,7
Euro (área do euro)	44,4	9,6	39,2	1,1	5,6
Iene (Japão)	39,7	15,2	36,9	0,9	7,2
Libra esterlina (Reino Unido)	41,6	10,7	43,4	0,5	3,9
Franco suíço (Suíça)	36,4	7,5	50,2	0,7	5,3
Rande (África do Sul)	31,7	9,9	54,3	0,5	3,6
Rubro (Rússia)	50,6	6,3	39,7	0,5	2,9
Rúpia (Índia)	35,8	36,1	18,0	0,1	9,9
Real (Brasil)	31,3	47,3	2,9	1,4	17,1
Renminbi (China)	23,7	41,6	19,9	0,2	14,6

Fonte: BIS (2010).

TABELA A.7
Emissões de bônus em renminbi em Hong Kong – mercado *dim sum* (2007-2010)

Data	Tipo de emissão	Emissor	RMB milhões	Cupom (% a.a.)	Maturidade (anos)	Notas das agências Moody's e S&P
Jul./2007	Primeiro bônus setor financeiro	China Development Bank	5.000,00	3,00	2	...
Out./2009	Primeiro bônus soberano (três tranches)	Ministério das Finanças	6.000,00	2,25, 2,70 e 3,30	2, 3 e 5	Aa3/...
Jul./2010	Primeiro bônus de corporação estrangeira	Hopewell Highway Infrastructure (Hong Kong)	1.380,00	2,98	2	...
Set./2010	Primeiro bônus de corporação multinacional	McDonald's	200,00	3,00	3	A2/A
Out./2010	Primeiro bônus de corporação (<i>red-chip</i>) chinesa com ações listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong	Sinotruk (Hong Kong)	2.700,00	2,95	2	...
Out./2010	Primeiro bônus instituição supranacional ¹	Banco Desenvolvimento Asiático	1.200,00	2,85	10	Aaa/AAA
Dez./2010	Primeiro bônus corporativo grau especulativo (<i>speculative grade</i>)	Galaxy Entertainment Group	1.380,00	4,62	2	B3/B

Fonte: Fung e Yau (2012, p. 117).

Nota: ¹ Primeiro bônus listado em bolsa de valores.

Obs.: os três pontos (...) indicam a indisponibilidade do dado.

TABELA A.8
Mercado de bônus em renminbi em Hong Kong (mercado *dim sum*) (2007-2011)

	Número de emissões (92 emissores)	RMB milhões	Maturidade média	Estoque de bônus <i>dim sum</i> (fim de período) RMB milhões
Jun./2007	5	10.000,00	2,40	10.000,00
2008	5	12.000,00	2,40	22.000,00
2009	8	16.000,00	2,50	30.000,00
2010	28	35.680,00	2,68	55.680,00
nov./2011	247	138.976,50	2,12	177.036,50
Total	293	212.656,50	2,20	

Fonte: Bloomberg; e Fung e Yau (2012, p. 117).

CAPÍTULO 8

ALÉM DA TEORIA DA ESTABILIDADE HEGEMÔNICA*

José Gilberto Scandiucci Filho**

Por constituir uma abordagem holística e interdisciplinar de ciências sociais, a economia política internacional suscita problemas específicos. A combinação de um grande número de diferentes tipos de variáveis, a complexa interdependência entre ‘níveis’ de sociedade, a ênfase em fatores qualitativos, tudo isso torna particularmente difícil a verificação ou falsificação de proposições teóricas. A situação torna-se ainda mais complexa pelo fato de que dispomos de apenas uma economia política internacional em cada momento (Hettne, 1995, p. 13).

1 INTRODUÇÃO

O estudo que deu origem a este artigo foi escrito no fim de 1999 e certamente muitas pesquisas foram realizadas sobre o tema de lá para cá. Acredita-se, contudo, que a tese central permanece válida: a de que a teoria da estabilidade hegemônica precisa ser sofisticada para explicar o sistema monetário internacional. Em linhas gerais, a teoria da estabilidade hegemônica defende que a existência de um país dominante é condição necessária e suficiente para a estabilidade sistêmica, incluindo a do sistema monetário.

A afirmação de que a hegemonia no plano internacional é necessária para a estabilidade sistêmica é historicamente duvidosa. No limite, tudo depende do conceito de hegemonia com que se trabalha. Pergunta-se se a Grã-Bretanha era hegemônica durante o padrão-ouro. Muitos historiadores disputariam essa questão, pois o peso relativo da economia britânica no período não era tão significativo quanto o dos Estados Unidos mais tarde. Talvez por essa razão, a cooperação

* Este capítulo corresponde ao primeiro capítulo da tese de doutorado, *Hegemonia, Estados e mercado nos arranjos de Bretton Woods*, defendida no Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) em 2000. A tese procurava oferecer as bases teóricas sobre as quais se poderia analisar a evolução do sistema monetário internacional nos dez anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial. Mais especificamente, analisavam-se as relações entre moeda e poder durante a ascensão do período que se convencionou chamar de “dólar-ouro”, para alguns, ou “sistema de Bretton Woods”, para outros. Desde então, foram publicadas muitas outras pesquisas, tais como o terceiro volume da monumental biografia de John Maynard Keynes escrita por Robert Skidelsky, *Fighting for freedom*, de 2000; o derradeiro livro de Giovanni Arrighi, *Adam Smith in Beijing*, de 2007; e importantes contribuições do incansável Barry Eichengreen, *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, de 2007; e *Exorbitant privilege*, de 2011. Estas, no entanto, não serão comentadas neste capítulo.

** Diplomata, assessor do ministro da Fazenda desde janeiro de 2011.

internacional – ainda que *ad hoc* e não institucionalizada – foi muito mais importante para estabilizar o padrão-ouro do que faz supor a teoria da estabilidade hegemônica. Além disso, a “necessidade” da hegemonia para estabilizar o sistema conduz ao comportamento conservador na política internacional – pois a lógica seria a seguinte: se há o poder hegemônico, a estabilidade estaria garantida de qualquer forma; e, se não o há, de nada adianta buscá-la.

A tese de que a hegemonia é suficiente para garantir a estabilidade é ainda mais controversa. O próprio Charles Kindleberger (1986), que inaugurou a teoria da estabilidade hegemônica, conclui sua obra magistral sobre a crise da década de 1930 (*The World in Depression*) com a afirmação de que, no período entreguerras, os Estados Unidos não tinham a disposição de estabilizar o sistema, embora contasse com os meios para tanto. Ora, se não bastam os meios materiais, mas também a disposição para atuar, então a mera presença de um poder hegemônico não é suficiente. Dessa forma, questionam-se os motivos pelos quais um país não teria a “disposição” de atuar, sendo de seu interesse fazê-lo.

É aqui que este texto procura contribuir para o debate. A partir dos trabalhos da escola gramsciana de relações internacionais, procura-se oferecer maior sofisticação à teoria da estabilidade hegemônica. Na ausência de ideologia e instituições que lhe forneçam amparo, não se trata de hegemonia, mas de simples dominação, comprometendo a estabilidade sistêmica.

Argumenta-se, neste capítulo, que a crise de 2008 pode ser interpretada dessa forma. O dólar mantinha-se como moeda dominante – a procura por dólares aumentou durante o auge da crise, ainda que o epicentro da turbulência ocorresse nos Estados Unidos. Mas não é mais, há muitos anos, uma moeda hegemônica, dada a fragilidade das bases políticas, ideológicas e institucionais para ampará-lo. Nessas circunstâncias, a estabilidade do sistema monetário internacional pode, é verdade, ser verificada, expressa (por exemplo) pela predominância incontestável do dólar como meio de liquidação e de troca nas transações internacionais e, ainda mais importante, como unidade de valor nas mesmas. Mas é uma estabilidade que não reflete necessariamente uma coesão sociopolítica em torno de uma substância específica. Ela repousa sobre o passado de hegemonia norte-americana, reproduzindo-se pela força do hábito, por assim dizer, e pelas barreiras à entrada que obviamente se formam no negócio das altas finanças.

Dessa forma, os propósitos deste capítulo são: *i*) mostrar que propostas diversas de reformulação do sistema monetário internacional partem, ainda que por vezes implicitamente, do arcabouço teórico de alguma variante da teoria da estabilidade hegemônica; *ii*) reconstituir em linhas gerais as formulações desta teoria e de suas críticas mais contundentes; e *iii*) sugerir a possibilidade de construção de um arcabouço mais adequado para a compreensão da história do sistema monetário internacional, em particular para o período do padrão dólar-ouro.

A maioria dos estudos econômicos sobre a história do sistema monetário avança sobre bases demasiadas frágeis de teoria de política internacional. Em geral, ou abstraem completamente os conflitos de interesse da esfera internacional, oferecendo explicações técnicas do funcionamento do sistema monetário, ou reconhecem tais conflitos, embora limitados ao jogo interestatal de poder. Entretanto, a literatura de economia política internacional desde muito vem atentando para a necessidade de incorporar outras facetas da política internacional, além das barganhas entre Estados: as lutas de classe, sobretudo entre frações do capital; as relações entre a autoridade política e o mercado; a existência de instituições e de atores não governamentais etc. Julgou-se assim necessário trazer para a literatura econômica algumas conclusões destes debates de economia política internacional.

2 MCKINNON, AGLIETTA E A TEORIA DA ESTABILIDADE HEGEMÔNICA

Esta seção procura estabelecer relações entre as propostas de reformulação do sistema monetário internacional de McKinnon (1996a) e de Aglietta (1987). O objetivo é mostrar que os fundamentos da teoria da estabilidade hegemônica estão presentes em diferentes abordagens de teoria monetária internacional, ainda que porventura seus autores não lhe façam referência direta.

A escolha das propostas não se deve à sua relevância prática, realismo ou atualidade, mas antes a dois fatores diversos. Por um lado, são propostas de razoável amplitude teórica, ou seja, genéricas o bastante para representarem duas “famílias” de proposições para o sistema monetário internacional: os “monetaristas globais”, no caso de McKinnon; e as propostas de cooperação de políticas fiscal e monetária entre os principais bancos centrais, no caso de Aglietta. Por outro lado, a escolha deve-se à diversidade de suas concepções: são autores, McKinnon e Aglietta, que sabidamente partem de fundamentos diferentes de teoria econômica. Por ambas as razões, eventuais similaridades entre as propostas, caso encontradas, indicam pontos teóricos disseminados, os quais devem, portanto, ser investigados em profundidade.

2.1 As taxas fixas de câmbio de McKinnon

A trajetória intelectual de Ronald I. McKinnon referente ao sistema monetário internacional pode ser encontrada na série de artigos compilados em McKinnon (1996a). Tal trajetória destaca-se pela notável capacidade de sistematização e por sua coerência ao longo do tempo, embora o realismo de sua proposta seja bastante questionável.¹ As páginas a seguir procuram resgatar as linhas gerais das ideias de McKinnon (1996a); antes, porém, parece recomendável sintetizá-las ao máximo para que não se percam em suas minúcias.

1. Críticas de alguns *policy-makers* à proposta de uma união monetária internacional podem ser encontradas em Baer (1994, p. 6-8).

Os trabalhos de McKinnon (1996a) sugerem que haveria duas situações extremas nas quais os desequilíbrios de balanço de pagamentos poderiam ser corrigidos de modo eficiente. A primeira situação é a da economia nacional “não integrada”, comercial e financeiramente, ao resto do mundo. Nesse caso, o instrumento recomendável para a correção de desequilíbrios externos seria as variações da taxa de câmbio. A segunda situação, oposta à primeira, seria aquela em que a economia nacional está completamente integrada ao resto do mundo. É verdade que a integração implica que os ajustes cambiais não necessariamente melhoram a situação do balanço de pagamentos. Mas o fato é que o próprio conceito de desequilíbrio externo não teria sentido econômico, uma vez que eventuais déficits nas transações correntes do balanço de pagamentos seriam automaticamente financiados por fluxos de capitais de curto prazo.²

O importante a ressaltar, entretanto, é que, para McKinnon, um dos elementos essenciais para a integração *total* da economia nacional com o resto do mundo (ou seja, para se atingir a segunda situação descrita) seria a adoção de um regime de taxas fixas de câmbio. O regime de taxas de câmbio flutuantes, em economias muito (mas não completamente) integradas, conduz à desarmonia monetária e à volatilidade cambial, obstáculos à integração total, na medida em que gera incertezas nos mercados de câmbio e de capitais. A pior situação é aquela intermediária, em que os níveis de integração são elevados, mas a presença de regime de taxas de câmbio flutuantes impede justamente a integração total. Nessas circunstâncias, que são as dos países centrais na atualidade, as variações cambiais não mais garantem a correção dos desequilíbrios externos, devido aos altos níveis de integração. Por seu turno, entretanto, o próprio regime cambial inibe a integração total, na qual os desequilíbrios de conta-corrente seriam automaticamente financiados por movimentos estabilizadores de capital. O quadro 1 resume o raciocínio de McKinnon (1996a).

QUADRO 1
Síntese da teoria monetária internacional de McKinnon

	Situação 1	Situação intermediária	Situação 2
Nível de integração entre as economias	Não integradas	Elevado, mas câmbio flutuante impede integração total	Totalmente integradas
Instrumento para a correção de desequilíbrios externos	Variações da taxa de câmbio; barreiras comerciais	Variações da taxa de câmbio; movimentos de capital	Movimentos estabilizadores de capital
Eficiência na correção de desequilíbrios externos	Eficiente	Ineficiente	Eficiente

(Continua)

2. É importante notar que McKinnon não contempla o fato de que o financiamento de desequilíbrios correntes por meio do ingresso de capitais eleva o endividamento externo, o que ocasiona, dependendo de certas condições, problemas no futuro.

(Continuação)

	Situação 1	Situação intermediária	Situação 2
Período histórico dos países centrais	Padrão dólar-ouro	A partir da década de 1970	Padrão-ouro clássico; proposta de McKinnon para o século XXI

Elaboração do autor.

McKinnon (1996a) conclui que, em economias altamente integradas, o regime de taxas de câmbio flutuantes perpetua a “não integração total”, o que impede o surgimento de movimentos estabilizadores de capital, obrigando a utilização do instrumento cambial para a correção dos desequilíbrios externos, embora não mais de modo eficiente. Há, pois, na situação intermediária do quadro 1, o que poderia ser chamado de círculo vicioso entre a flutuação cambial e a não integração total, o qual pode e deve ser superado. O mecanismo para a superação é justamente a adoção de um regime de taxas fixas de câmbio, após a qual as políticas monetárias dos bancos centrais das economias centrais deveriam se restringir exclusivamente à defesa das paridades (situação 2).

Convém agora desenvolver o raciocínio. A trajetória de McKinnon a respeito do sistema monetário internacional iniciou-se com dois artigos publicados em 1963, nos quais a teoria das “áreas monetárias ótimas” (*optimum currency areas*) é sistematizada. O primeiro artigo (McKinnon, 1996b), com o objetivo de simplificar a análise, trabalha somente com a hipótese de países “pequeños”, entendidos como economias que não influenciam os preços, em moeda estrangeira, dos bens comercializáveis (*tradable goods*), ou seja, não alteram os termos de troca.³ A correção de desequilíbrio das transações correntes do balanço de pagamentos requer, portanto, simplesmente o aumento da quantidade exportada e/ou a diminuição da quantidade importada. Em outras palavras, trata-se apenas de aumentar a produção e/ou diminuir o consumo dos bens comercializáveis, uma vez que o resto do mundo sempre absorve a diferença entre produção e consumo deste setor aos mesmos preços.

Para conseguir tais objetivos, McKinnon (1996b) vislumbra duas alternativas. A primeira seria a transferência da produção do setor de bens não comercializáveis (*nontradable goods*) para o de bens comercializáveis, desde que o consumo interno de bens comercializáveis não aumente em simultâneo. O instrumento para tanto seria a desvalorização cambial, que eleva o preço relativo entre os bens comercializáveis e os bens não comercializáveis. Assim, a produção dos bens comercializáveis tende a aumentar e seu consumo interno tende a cair: a diferença entre a produção e o consumo desse setor significa justamente a melhor situação das transações correntes do balanço de pagamentos. O problema deste instrumento é que o desequilíbrio é transposto para o setor de bens não comercializáveis. A elevação do preço relativo entre os dois

3. Em linguagem técnica, as elasticidades externas da oferta e da demanda dos bens comercializáveis são infinitas.

bens tende a elevar o consumo interno dos bens não comercializáveis e a diminuir sua produção, o que pressionaria a elevação de seus preços, anulando a alteração inicial de preços relativos. Por essa razão, McKinnon (1996b) observa que o coinstrumento da desvalorização cambial devem ser políticas monetária e fiscal restritivas. Tais políticas impedem o maior consumo agregado doméstico (absorção), mas não afetam a produção dos bens comercializáveis, visto que o resto do mundo a absorve.⁴

A segunda alternativa para a correção do desequilíbrio externo seria a redução direta da absorção, desde que a produção do setor de bens comercializáveis não diminua.⁵ Os instrumentos seriam políticas monetária e fiscal restritivas. No setor de bens comercializáveis, a diferença resultante entre produção e consumo representa justamente a melhor situação das transações correntes. Já no setor de bens não comercializáveis, não pode haver essa diferença. Sua eliminação dependeria da flexibilidade salarial. Caso exista tal flexibilidade, a queda do nível de preços é o mecanismo de ajuste ao desequilíbrio do setor; caso não exista, haveria desemprego na economia.

McKinnon (1996b) ressalta, por fim, que a escolha entre as duas alternativas anteriormente citadas depende da abertura do país ao resto do mundo. Para tanto, utiliza os conceitos de país “aberto” e país “fechado”. Uma economia é considerada “aberta” quando a proporção entre a produção de bens comercializáveis e a produção de bens não comercializáveis é alta; quando tal proporção for baixa, trata-se de uma economia “fechada”. Para um país “aberto”, a desvalorização cambial (alternativa 1) teria um maior impacto sobre o nível *geral* de preços (devido ao grande peso do setor de bens comercializáveis), ao passo que a redução da absorção (alternativa 2) ocasionaria desemprego apenas no pequeno setor de bens não comercializáveis. Para um país “fechado”, por sua vez, a redução da absorção produziria desemprego no grande setor de bens não comercializáveis, enquanto a desvalorização cambial teria impacto menor sobre o nível *geral* de preços.

A conclusão de McKinnon (1996b) é a de que, para corrigir desequilíbrios externos, a desvalorização cambial (taxas de câmbio flutuantes) seria aconselhável para países “fechados” e as políticas restritivas (taxas de câmbio fixas) seriam o instrumento mais adequado para países “abertos”.

Em outro artigo (McKinnon, 1996c), o autor argumenta que países que apresentam altas taxas de comércio entre si (que é outra forma de conceituar “economias abertas”) deveriam adotar taxas fixas de câmbio. A novidade do artigo era a inclusão do conceito de “integração financeira”. A existência de integração entre

4. Anos mais tarde, Dornbusch (1975) chegou à mesma conclusão, embora com maior rigor analítico e considerando a possibilidade de alteração nos termos de troca.

5. Note que a segunda alternativa não corresponde a um mero deslocamento de consumo dos bens comercializáveis para os não comercializáveis, pois nesse caso o preço dos últimos aumentaria, deslocando também a produção entre os setores. A diminuição da produção no setor de bens comercializáveis anularia os efeitos, sobre o balanço de pagamentos, da diminuição de seu consumo doméstico.

os mercados de títulos dos países facilita a correção de desequilíbrios externos por meio da conta de capitais. Se os bancos de cada país possuem em suas carteiras títulos que são facilmente negociáveis nos outros, problemas de liquidez seriam superados com rapidez pela venda destes títulos.⁶ Assim, pequenos diferenciais de taxas de juros entre as economias deveriam ser suficientes para estimular grandes fluxos de capitais; os efeitos deletérios da elevação das taxas de juros seriam menores, não havendo necessidade de flutuações cambiais.

A integração financeira, portanto, assim como a integração comercial, estimula a adoção de um sistema de taxas fixas de câmbio. Esse sistema é mais apropriado para regiões nas quais os países transacionam fortemente entre si e nas quais os sistemas de pagamentos apresentam alta integração. Esta é, em termos sintéticos, a conclusão da teoria das áreas monetárias ótimas.

No início da década de 1980, McKinnon publicava dois artigos, nos quais analisava a teoria monetária internacional do pós-Segunda Guerra Mundial (McKinnon, 1996e; 1996f). Não é difícil observar a coerência desses artigos com os escritos de 1963. Agora, McKinnon argumentava que a teoria “keynesiana” de macroeconomia aberta (Swan e modelo de Mundell-Fleming) estava trabalhando com economias não integradas ou “insulares” (economias “fechadas”, no vocabulário de McKinnon, 1996b). Para McKinnon, tal teoria almejava a administração das políticas fiscal e cambial, a fim de obter equilíbrio externo e interno. A economia internacional, continua o autor, era tratada como fonte potencial de instabilidade; o objetivo era a “autonomia nacional”.⁷ A opinião de McKinnon era a de que a recomendação de regimes de taxas flutuantes de câmbio pelos teóricos “keynesianos” decorria do mundo no qual trabalhavam: um mundo de economias não integradas, seja do ponto de vista comercial, seja do ponto de vista financeiro.

Também os advogados da flutuação cambial da década de 1960, fossem “keynesianos” ou monetaristas (Milton Friedman, Harry G. Johnson, James Meade, Fritz Machlup), estariam, de acordo com McKinnon (1996e; 1996f), trabalhando com economias “fechadas”. É por esta razão que se utilizavam da abordagem das elasticidades: acreditava-se que variações cambiais poderiam, dadas certas condições técnicas (elasticidades positivas), corrigir os desequilíbrios da conta-corrente do balanço de pagamentos.

6. Ver também Tew (1963, p. 15-20).

7. Para provar tal afirmação, McKinnon lembra que a teoria “keynesiana” trabalhava com três pressupostos. Em primeiro lugar, a proporção entre o comércio internacional e o produto interno bruto (PIB) das economias seria pequena; daí porque as variações cambiais não ocasionavam variações do nível interno de preços que anulassesem seus efeitos. Em segundo lugar, não haveria livre mercado internacional de capitais e, consequentemente, a conta-corrente do balanço de pagamentos deveria estar sempre equilibrada. Finalmente, em terceiro lugar, o sistema monetário nacional estaria insulado em dois sentidos: *i*) haveria eficácia das intervenções esterilizadoras, ou seja, das intervenções no mercado cambial que não influenciam a oferta doméstica de moeda; e *ii*) as taxas de juros não seriam função das expectativas da taxa de câmbio.

Até esse momento, portanto, a evolução histórica da teoria monetária internacional seria, de acordo com McKinnon (1996e; 1996f), compatível com as conclusões da teoria das “áreas monetárias ótimas”. Para economias não integradas, é mais apropriada a adoção de regime de taxas flutuantes de câmbio.

Entretanto, desde a segunda metade da década de 1960, as principais economias do mundo não socialista estavam experimentando rápido processo de integração comercial e financeira. McKinnon (1996e; 1996f) observa que, supondo mobilidade *perfeita* de capitais, o conceito de “resultado da conta-corrente do balanço de pagamentos” não tem sentido econômico, pois eventuais déficits são automaticamente financiados pela entrada de recursos na conta de capitais. Tais déficits significariam apenas o excesso de investimento sobre a poupança, uma identidade contábil.

Nesse caso, a desvalorização cambial teria efeitos ambíguos. Por um lado, estimularia a obtenção de superávits nas transações correntes do balanço de pagamentos, por dois motivos. Primeiro, o aumento do nível interno de preços ocasionaria redução do estoque real de moeda, elevando as taxas de juros e estimulando a poupança. Segundo, a elevação da renda agregada estimularia a arrecadação do governo (poupança pública). Por outro lado, entretanto, a elevação do preço relativo entre os bens comercializáveis e não comercializáveis tornaria aquela economia mais atrativa ao investimento direto estrangeiro, elevando a demanda agregada e piorando o resultado das transações correntes do balanço de pagamentos.⁸ McKinnon (1996a, p. 315) não deixa margem para dúvidas: “[p]ara economias abertas, a taxa de câmbio simplesmente não é adequada para determinar o equilíbrio entre a poupança e o investimento nacional, na forma como o velho modelo das elasticidades parecia sugerir”.

Assim, a taxa de câmbio não seria determinada no nível que equilibrasse as transações correntes do balanço de pagamentos, como queriam as antigas abordagens das elasticidades. Mas então, ainda no caso de economias “abertas”, o que determinaria a taxa de câmbio?

Para McKinnon, a abordagem monetária do balanço de pagamentos foi a primeira resposta sistemática à questão. Os teóricos dessa abordagem pressupõem um mundo completamente “integrado”, em três sentidos. Em primeiro lugar, prevaleceria a paridade do poder de compra, seja porque todos os bens são comercializáveis e *flexprice*, seja porque as variações cambiais são completamente antecipadas. Em segundo lugar, também prevaleceria a paridade descoberta das taxas de juros, isto é, a perfeita substitutibilidade entre títulos denominados em diferentes moedas. Finalmente, não haveria o mecanismo de “substituição de

8. Mundell (1991, p. 40 e seguintes) também ressalta esse ponto: assumindo mobilidade de capitais, a depreciação cambial não necessariamente melhora o saldo das transações correntes do balanço de pagamentos.

moedas”,⁹ pois a demanda interna de moeda ajustar-se-ia instantaneamente à oferta, devido à flexibilidade dos preços, sem nunca contradizer o equilíbrio externo.

O interessante é observar que, do mesmo modo que os teóricos das economias “fechadas” (“keynesianos” ou monetaristas), a abordagem monetária do balanço de pagamentos também conclui que o sistema de taxas flutuantes de câmbio seria o mais apropriado. As justificativas, entretanto, são diversas. Para os primeiros, como visto anteriormente, a variação cambial seria importante para corrigir os desequilíbrios da conta-corrente do balanço de pagamentos, minimizando a necessidade de políticas internas restritivas. Já para a abordagem monetária do balanço de pagamentos, as variações cambiais refletiriam apenas as diferentes preferências de política monetária entre os países (as autoridades monetárias menos austeras observariam a desvalorização da taxa nominal de câmbio).

Essa recomendação da abordagem monetária do balanço de pagamentos contrasta com as conclusões da teoria das “áreas monetárias ótimas”. Partindo do pressuposto de economias integradas, esta teoria sugeriria a adoção de um sistema de taxas *fixas* de câmbio. Entretanto, a abordagem monetária do balanço de pagamentos mantinha a defesa do câmbio flutuante, mas agora para economias “abertas”. Onde está a diferença?

McKinnon (1996e; 1996f) pensa que a abordagem monetária do balanço de pagamentos estava trabalhando com um mundo “demasiado integrado”. Frente à realidade dos países centrais do último quarto do século XX, o autor considera irrealistas os pressupostos daquela abordagem, principalmente a paridade do poder de compra. Tal observação leva-o a concluir que os níveis nacionais de preços estão separados uns dos outros, ao menos temporariamente. Essa “independência provisória” produz dois resultados. Por um lado, o processo de “substituição de moedas”: o autor reitera que não é sensato presumir que a demanda de cada moeda nacional independa dos eventos nos mercados cambiais. Por outro lado, a instabilidade do comportamento da taxa de câmbio. Convém explorar este último resultado.

Mesmo supondo perfeita previsibilidade da taxa de câmbio (paridade descoberta das taxas de juros), variações permanentes da política monetária acarretam *overshooting* da taxa de câmbio, devido à lentidão das respostas dos preços (Dornbusch, 1976).

9. O mecanismo de “substituição de moedas” (*currency substitution*) é desenvolvido em McKinnon (1980; 1996g). Alterações na expectativa de variação cambial ocasionam variações correspondentes nas taxas de juros, a fim de equilibrar o mercado cambial. Entretanto, as novas taxas de juros desequilibram o mercado interno de moeda (curva LM). Isso ocorre porque os preços não acompanham as variações cambiais instantaneamente; a oferta real de moeda, portanto, permanece a mesma. Há, desse modo, uma diferença entre a taxa de juros que equilibraria o setor externo da economia e a taxa de juros que equilibraria o mercado interno de moeda. É justamente essa diferença que obriga a movimentos de capital de um país para outro, até que o mercado interno de moeda dos dois países possa estar em equilíbrio sob novas taxas de juros. A conclusão é a de que, em economias integradas, a demanda por moeda não é “estável”, pois acompanha as expectativas de variação cambial; assim, as autoridades monetárias não conseguem controlar o estoque real de moeda: “A estratégia, outrora útil, de operar a política monetária norte-americana independentemente de considerações cambiais tornou-se obsoleta” (McKinnon, 1980, p. 385).

McKinnon (1996d), entretanto, considera irrealista também a hipótese de perfeita previsibilidade. Os especuladores, na verdade, trabalham com incerteza quanto aos valores futuros das taxas de câmbio. Essa incerteza limita a oferta de capital de risco disponível para a estabilização da taxa de câmbio (McKinnon, 1996d). A ideia de insuficiência de capital de risco foi pouco estudada, e muitas vezes mal interpretada, pela literatura especializada, conforme notado por Goodhart (1988). Significa apenas que pode haver falta de capital especulativo para manter posições abertas por mais de um ou dois dias. Os bancos, por exemplo, podem se tornar insolventes caso mantenham grande exposição cambial. Os próprios bancos centrais limitam as posições abertas líquidas dos bancos em qualquer moeda estrangeira ao fim do dia.¹⁰ Além disso, como o dólar não é mais um ativo sem risco, devido à inflação, os especuladores temem a tomada de longas posições naquela moeda:

Em síntese, os mercados cambiais podem tolerar a diversidade de n-1 políticas monetárias nacionais sem enxugar a oferta de capital especulativo se, e somente se, a enésima moeda for considerada estável. (É claro que, quanto mais errática e incerta for a política monetária em qualquer dos n-1 países, maior se torna a restrição de capital para os especuladores dessa moeda particular.) Por outro lado, se não se chega a um consenso sobre o que é uma moeda internacional estável, poderá haver infundáveis movimentos de uma moeda a outra para encontrar um lar. Fluxos de “*hot money*” – seja de multinacionais ou dos árabes – são essencialmente defensivos mais que especulativos; servem para ampliar mais que reduzir a flutuação nas taxas de câmbio relativas (McKinnon, 1996d, p. 287-288).

A ausência da paridade descoberta das taxas de juros (ou de perfeita previsibilidade da taxa de câmbio) limita a oferta de capital de risco que estabilizaria as taxas de câmbio. A análise microeconômica dos mercados de câmbio permite a McKinnon (1996d) concluir que as taxas de câmbio apresentam comportamento volátil, não refletindo apenas meras diferenças de política monetária entre os países. A abordagem monetária do balanço de pagamentos não capta este fenômeno.

É importante situar com precisão o argumento de McKinnon (1996d). O autor está pensando nas relações entre as principais economias capitalistas do último quarto do século XX. Nesse sentido, não critica a lógica interna das teorias monetárias internacionais, mas a adequação de seus pressupostos à realidade. É por isso que se opõe simultaneamente aos teóricos das economias “insulares” (“keynesianos” e monetaristas) e à abordagem monetária do balanço de pagamentos. Quanto aos primeiros, McKinnon (1996d) lembra que as autoridades monetárias de países integrados ao resto do mundo não controlam a taxa de câmbio. Esta, portanto, não mais é um instrumento independente

10. De fato, as intervenções dos bancos centrais nos mercados cambiais foram criadas justamente para salvar os bancos privados, significando prejuízo financeiro às autoridades monetárias – daí o interesse em limitá-las.

para o controle da conta-corrente do balanço de pagamentos. Por sua vez, entretanto, a taxa de câmbio tampouco é um mero resultado das preferências de política monetária, como argumentava a abordagem monetária do balanço de pagamentos. Ela não é um numerário que reflete estavelmente as diferenças de política monetária. A abordagem pressupõe, de modo irrealista, um nível de integração, entre as economias, suficiente para estabilizar a taxa de câmbio. Frente à atual situação das principais economias capitalistas, os “keynesianos” e monetaristas trabalham com um mundo muito pouco integrado; a abordagem monetária do balanço de pagamentos, com um mundo integrado demais.

Nesse momento, torna-se necessário acrescentar mais um passo do raciocínio de McKinnon. Vimos que a volatilidade da taxa de câmbio é resultante da “independência provisória” dos níveis nacionais de preços e da ausência de previsão perfeita nos mercados cambiais. Mas essa volatilidade, ao mesmo tempo, reproduz tanto a disparidade entre as variações cambiais e as variações de preços,¹¹ quanto a incerteza quanto aos valores futuros do câmbio.¹² Em outras palavras, o comportamento errático da taxa de câmbio não permite a existência da paridade de poder de compra ou da paridade descoberta das taxas de juros. Tais paridades, que denotariam a integração total entre as economias, são justamente as hipóteses problemáticas da abordagem monetária do balanço de pagamentos. Assim, os pressupostos de total integração das economias nacionais e de existência de taxas flexíveis de câmbio são contraditórios entre si.

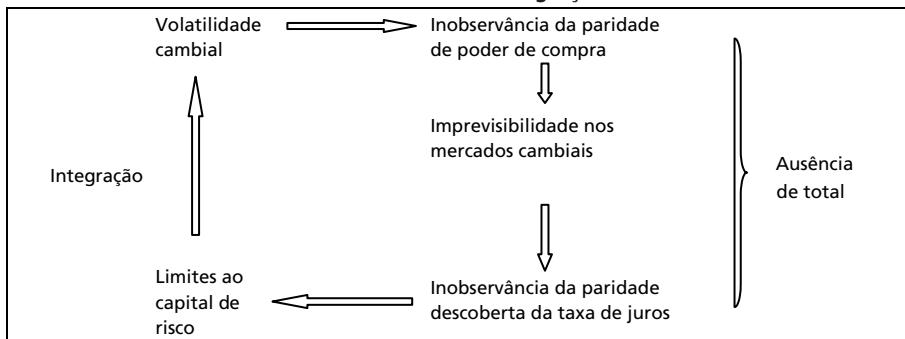
Há, portanto, o que poderia ser chamado de um círculo vicioso. A ausência de integração total provoca volatilidade cambial e essa volatilidade impede a existência das paridades que denotariam a integração total. O pior dos mundos é justamente aquele em que vivem os países centrais na atualidade. Nele, a integração atingiu níveis suficientes para impedir que as variações cambiais possam corrigir desequilíbrios na conta-corrente do balanço de pagamentos. A integração, porém, não consegue, justamente devido à incerteza quanto às taxas futuras de câmbio, atingir níveis nos quais os movimentos de capital especulativo pudessem ser estabilizadores. A figura 1 sintetiza o círculo vicioso de McKinnon.

11. A volatilidade cambial impede a observância da paridade do poder de compra por dois motivos. Em primeiro lugar, e mais óbvio, porque os movimentos da taxa de câmbio são mais rápidos que os dos preços. Em segundo lugar, porque a volatilidade cambial induz o surgimento de medidas protecionistas. Como os mecanismos de *hedging* nunca são perfeitos, os governos preferem prevenir-se contra flutuações cambiais mediante barreiras comerciais não tarifárias. Ver McKinnon (1996).

12. Como o sistema de taxas flutuantes de câmbio impede a existência de uma “âncora de longo prazo”, os especuladores precisam “adivinar” as taxas futuras. Trata-se aqui do “efeito cassino”, por meio do qual pequenas alterações nos rendimentos relativos esperados podem ocasionar mudanças substanciais nas preferências de portfólio entre diferentes moedas (McKinnon, 1996h). Ver também De Grauwe (1996).

FIGURA 1

O círculo vicioso de McKinnon entre a não integração total e a volatilidade cambial



Elaboração do autor.

Para McKinnon, a única maneira de superar tal impasse é por meio da adoção de um regime de taxas fixas de câmbio. A total integração dos mercados de bens e de ativos depende da existência de um regime cambial de taxas fixas, que recolocaria a confiança nas paridades. Nesse caso, a paridade de poder de compra voltaria a vigorar e, como haveria estímulos racionais às especulações estabilizadoras, também se observaria a paridade descoberta das taxas de juros. Atingir-se-ia, desse modo, os níveis de integração supostos pela abordagem monetária do balanço de pagamentos, mas que são na prática impedidos devido à incerteza nos mercados cambiais.

A polêmica entre Paul Krugman e McKinnon pode auxiliar na melhor compreensão do raciocínio deste último. Krugman (1992) argumentava que as taxas de câmbio devem ser alteradas para ajustar desequilíbrios das transações correntes do balanço de pagamentos, porque essa era uma questão do mercado de bens, não de capitais:

Independentemente do grau de mobilidade de capital, se os residentes japoneses gastam muito menos na margem em bens norte-americanos do que o fazem os residentes norte-americanos, uma redistribuição do gasto mundial dos Estados Unidos para o Japão reduzirá a demanda por bens norte-americanos com preços relativos constantes (Krugman, 1992, p.15).

Em sua resposta, McKinnon (1996a) mostra sua crença nos benefícios da integração financeira:

Krugman não observa que apenas os países com um padrão monetário comum e taxas de câmbio fixas podem sustentar a integração dos mercados de capitais em níveis suficientes para mais ou menos estabilizar as taxas reais de juros. E, por sua vez, um mercado de capitais integrado suaviza e limita as modestas mudanças de preços relativos que surgem a partir de novos fluxos de capitais de X para Y (McKinnon, 1996a, p. 17).

Vimos, até agora, os motivos teóricos que levaram McKinnon à defesa da instituição de um regime de taxas fixas de câmbio entre os países centrais.

O autor, entretanto, em seus últimos escritos, vem detalhando as “regras do jogo” que deveriam ser adotadas pelas autoridades monetárias dos países centrais, caso tal regime fosse instituído.

Para McKinnon (1996k), o importante é a instituição de regras claras para as políticas monetário-cambiais dos Estados Unidos, Japão e União Europeia. Após a definição de bandas bastante estreitas para as taxas nominais de câmbio entre as três áreas, as políticas monetárias deveriam se concentrar na manutenção dessas paridades. Normalmente, o instrumento a ser utilizado seria a elevação das taxas de juros quando a moeda estivesse fraca, e vice-versa. As alterações deveriam ser simétricas, eliminando a negligência benigna. As intervenções diretas somente deveriam ocorrer caso as pressões nos mercados cambiais fossem particularmente intensas e, nesse caso, deveriam ser concertadas:

A ideia central é que o G-3 reaja simétrica e abertamente para conter pressões nos mercados cambiais. Se a política monetária de cada país do G-3 também estiver correta, as bandas cambiais teriam tanta credibilidade que as necessárias reações dos bancos centrais frente a pressões de curto prazo nos mercados cambiais permaneceriam modestas. (...) Como durante o padrão-ouro pré-1914, os fluxos de capitais de curto prazo assumiriam novamente um papel mais benigno de estabilizador do ajustamento internacional. O problema da (in)consistência temporal na tomada de decisões de política macroeconômica nacional, hoje bastante conhecido, no qual, sob taxas de câmbio flutuantes, os indivíduos temem ser atingidos por uma inflação inesperada de seus governos, seria suavizado (McKinnon, 1996k, p. 508 e 523).

Em outras palavras, a confiança nas paridades estimularia os bancos comerciais a atuarem como especuladores estabilizadores, comprando uma moeda quando estivesse fraca, e vice-versa. Os bancos comerciais obteriam lucros a partir de pequenos movimentos de arbitragem nas bandas. Ao fazê-lo, estariam de fato compensando os pagamentos internacionais e, portanto, reduzindo a necessidade de intervenções oficiais.

Finalmente, McKinnon (1996k) observa que não basta a coordenação das políticas monetárias nacionais; é preciso uma âncora nominal estável, isto é, a sustentação do nível comum de preços. Trata-se do conhecido “problema da redundância”: um sistema de taxas fixas de câmbio pode conviver com diversas taxas de inflação. Para McKinnon (1996k), a instituição de um numerário externo não seria eficiente. Um numerário “real” (como o ouro) não resiste a alterações rápidas nas velocidades dos agregados monetários; um numerário “sintético” (como o “ouro do Acordo de Bretton Woods”, ou a European Currency Unit – ECU) sempre é substituído, na prática, por uma moeda particular, pela simplicidade em manter apenas uma única paridade de poder de compra.¹³ Assim, a melhor

13. É justamente na discussão sobre a âncora nominal que McKinnon diverge do outro grande representante do “monetarismo global”, Robert A. Mundell, o qual propõe uma moeda mundial estável baseada em uma espécie de ouro administrado (Mundell, 1995a; 1995b).

solução é a instituição de uma moeda nacional específica para funcionar como numerário para o G-3. O dólar seria o candidato potencial, pois ainda representaria o meio de pagamento nos mercados cambiais *spot* e futuros e a moeda de denominação para a maioria das *commodities*.¹⁴

As páginas anteriores procuraram resgatar as ideias gerais de McKinnon a respeito do sistema monetário internacional e de sua proposta de reformulação. Fizeram-no não para apontar eventuais erros lógicos, nem para ressaltar o irrealismo de suas premissas ou de suas sugestões. O objetivo dessa seção é outro: mostrar que, para McKinnon, a volatilidade cambial decorre da incerteza quanto aos valores futuros das taxas de câmbio. Essa incerteza é fruto do regime de taxas de câmbio flutuantes em um mundo altamente integrado. A adoção deste regime materializa a ilusão dos bancos centrais em tentar controlar as respectivas ofertas monetárias, ilusão representada por políticas monetárias supostamente autônomas. Em última instância, portanto, a instabilidade do sistema monetário internacional decorre da discrepância das políticas monetárias dos países centrais, em um mundo em que tais países apresentam altos níveis de integração. Se os principais bancos centrais assumissem a integração e, portanto, o único objetivo de suas políticas monetárias fosse a defesa das paridades a qualquer custo, observar-se-ia o equilíbrio automático dos balanços de pagamentos, por meio de especulações estabilizadoras dos bancos comerciais. É assim, diga-se de passagem, que McKinnon comprehende a eventual estabilidade do padrão-ouro clássico, 1879-1913 (McKinnon, 1996).

Se prestarmos atenção, veremos que McKinnon (1996j) em nenhum momento refere-se à maior ou menor integração, dependendo do período histórico, como problema específico de pesquisa. A intensidade da integração comercial e financeira, ou seja, da internacionalização do capital, é um desafio que pode ser enfrentado na esfera das relações monetárias *entre governos*. Não há necessidade de estudar a integração (ou internacionalização) como fenômeno problemático, não subordinado à dinâmica das relações intergovernamentais. A internacionalização em si, ou seja, as relações entre *os governos*, de um lado, e *o mercado*, de outro, não é objeto de análise. É por isso que a proposta de McKinnon (1996j) para a reconstrução do sistema monetário internacional restringe-se a aspectos técnicos de formulação de políticas monetário-cambiais entre bancos centrais. O autor não faz uma análise crítica da evolução histórica da expansão do capital, de sua internacionalização e de sua pressão sobre a autonomia dos bancos centrais.

A ideia de que a estabilidade (ou instabilidade) do sistema monetário internacional deve ser encontrada na esfera das relações entre governos fica bastante clara quando McKinnon descreve os mecanismos que conferiam estabilidade ao

14. Evidentemente, a sugestão do dólar como numerário não implicaria, nesse caso, a independência da política monetária do Federal Reserve, como visto anteriormente.

padrão dólar-ouro (McKinnon, 1996j). O autor não deixa margem para dúvidas: o padrão dólar-ouro era estável porque, e somente porque, havia um país (os Estados Unidos) passivo em relações às intervenções cambiais efetuadas pelos outros. Os Estados Unidos aceitavam os objetivos de taxa de câmbio e de balanço de pagamentos dos outros países. Em outras palavras, as reservas mundiais em dólares eram determinadas pela demanda. Por sua vez, os outros bancos centrais financiavam automaticamente os déficits norte-americanos, isto é, acumulavam títulos do Tesouro norte-americano em proporção direta a suas compras oficiais de dólares. Este mecanismo, o qual, como visto anteriormente, é conhecido como “esterilização passiva”, implicava que os Estados Unidos determinavam de fato sua política monetária e que uma alteração na política monetária norte-americana seria seguida por alterações correspondentes em todas outras políticas monetárias, com nenhum efeito sobre a primeira. Tudo dependeria da disposição norte-americana em estabilizar, de modo independente, o poder de compra do dólar em relação aos bens e serviços comercializáveis.¹⁵ A estabilidade deixou de existir quando o dólar não mais era a única moeda-reserva do sistema e quando os agentes passaram a desconfiar da possibilidade de sua desvalorização – quando os Estados Unidos, em palavras não utilizadas por McKinnon, não eram mais “hegemônicos”.

2.2 A “cooperação institucionalizada” de Aglietta

A presente subseção procura resumir as ideias gerais de Michel Aglietta (1987), com ênfase em sua proposta de reformulação do sistema monetário internacional. A escolha dessa obra justifica-se pelo fato de representar notável sistematização da defesa de cooperação de políticas macroeconômicas entre os principais bancos centrais. As críticas levantadas ao fim da subseção não devem ser estendidas a trabalhos mais recentes do autor.¹⁶

Aglietta parte do princípio de que a moeda internacional é ambivalente. Por um lado, ela apresenta uma tendência centralizadora em direção a uma moeda homogênea; por outro lado, há uma tendência ao fracionamento de moedas parciais que competem entre si (Aglietta, 1987, p. 23). A ideia de ambivalência da moeda internacional parece decorrer do estudo magistral de Aglietta e Orléan (1982) intitulado *La violence de la monnaie* (*A violência da moeda*), no qual a moeda é vista como instrumento básico de sociabilidade no âmbito nacional.

Em seu livro sobre a moeda internacional, Aglietta (1987) retoma essa ideia. A necessidade de homogeneidade da moeda pode ser mostrada nesta longa citação:

15. Outra maneira de explicar tal dualidade de funções entre os Estados Unidos e o resto do mundo seria simplesmente dizer que, atuando como o “enésimo” país, os Estados Unidos solucionavam o problema da redundância.

16. Em particular, Aglietta (1995), concentrando-se no problema da mobilidade internacional de capitais, representa postura diversa frente à instabilidade do sistema financeiro internacional, bem mais próxima das ideias gerais de nosso trabalho.

As regras monetárias não dominam os agentes privados a partir de um céu inacessível e imutável. Somente se inspiram confiança podem ser eficazes para diferenciar os ativos financeiros e acalmar a volatilidade das previsões. (...) A confiança é uma atitude eminentemente coletiva frente à incerteza: aceito conservar tal ou qual forma de liquidez porque confio que os demais também a aceitarão. (...) A moeda é um mero vínculo social que permite estabelecer intercâmbios mercantis vantajosos para todos os agentes privados, no tempo e no espaço, e que poderiam se estabelecer pela simples virtude dos contratos privados. A moeda é, pois, por excelência, um redutor de externalidades. (...) A confiança na moeda é a confiança na perenidade da ordem mercantil, além dos horizontes individuais de cálculo dos agentes privados. A moeda é esta instituição central que representa a perenidade de toda a ordem social. (...) Por essa característica fundamental, *a moeda é una* (Aglietta, 1987, p. 52-53, grifo no original).

Em um sistema monetário nacional, a forma superior de liquidez é definida institucionalmente em uma estrutura hierarquizada. No que se refere ao sistema internacional, entretanto, a tendência à homogeneidade da moeda é dificultada pela existência de concorrência de moedas nacionais entre os agentes privados de todo o mundo. Se a moeda é soberana em seu próprio espaço, já não o é quando se converte em divisa; agora, ela deve sempre comprovar sua validez:

Isso significa que, aos olhos dos operadores econômicos, dois signos monetários que competem para assumir as mesmas funções monetárias não podem se distinguir. O mercado não pode determinar um preço de equilíbrio entre eles. Sua taxa de câmbio somente pode ser convencional (Aglietta, 1987, p. 54-55).

Nesse ponto, é fundamental a advertência de Aglietta de que as nações não podem ser tratadas como agentes microeconômicos, pois a interdependência entre elas “não está incorporada aos preços, mas tem a ver unicamente com as próprias funções de decisão” (Aglietta, 1987, p. 25). As nações reagem às políticas das outras, resultando em uma série de equilíbrios possíveis.

Há, portanto, um conjunto de reações cruzadas, representadas por custos ou “externalidades”. Em outras palavras, as externalidades são os custos da interdependência entre as nações, as quais “não podem ser suprimidas por uma moeda homogênea e que os mercados de câmbio não podem absorver” (Aglietta, 1987, p. 24).¹⁷

As externalidades, portanto, fruto das inter-relações de unidades com objetivos econômicos próprios, não podem ser ignoradas pela teoria monetária internacional. São elas que dificultam o processo de centralização da moeda internacional. O autor aponta as três principais categorias de externalidades.

A primeira categoria seria a preferência pela liquidez e suas consequências. A qualidade primordial de um sistema monetário deveria ser o controle da liquidez

17. Na verdade, a arbitragem financeira não somente não absorve, como *propaga*, tais custos na forma de desequilíbrios cumulativos, conduzindo a situações críticas (Aglietta, 1987, p. 136).

internacional, para distribuir os custos de ajustamento. Desequilíbrios de balanço de pagamento de um país podem ser financiados por liquidez internacional ou podem obrigarlo ao ajustamento. A expansão da liquidez, portanto, não é neutra: ela favorece aos países que apresentam déficits recorrentes de balanço de pagamentos.

Desde a década de 1960, houve uma explosão da liquidez internacional, cujas causas remontariam tanto ao fortalecimento do nacionalismo monetário (que se utiliza das reservas internacionais como instrumento de defesa a distúrbios internacionais) quanto à aparição internacional dos bancos comerciais (os quais dão livre curso ao endividamento criador de liquidez):

[A mobilidade internacional de capitais não é] a redistribuição de um montante global e predeterminado de poupança. Associado ao nacionalismo monetário, é um processo endógeno de criação de liquidez pelo crédito bancário ou pela emissão de títulos financeiros sustentada pelos bancos. Essa ausência de regras gerais ou de controle público coordenado para determinar a oferta de liquidez internacional confere uma influência preponderante à demanda. Mas a demanda não é autorreguladora. Tende a monetizar déficit, a retardar ajustes acelerados, a cristalizar diferenciações entre credores e devedores que podem se transformar em oposições violentas (Aglietta, 1987, p. 31).

A liquidez não é uma função intrínseca a um ativo. Ela depende das expectativas de que esse ativo poderá saldar pagamentos em um ponto indeterminado do futuro, com baixos custos de transação e sem riscos de perda de capital; é uma noção, portanto, prospectiva. Trata-se da confiança de que esse ativo perpetuará suas qualidades ao longo do tempo. É por esse motivo que a liquidez obtida por um processo endógeno, que depende da demanda, é instável: ela não se mantém dentro de regras socialmente aceitas e garantidas pelas autoridades monetárias. Surge um fenômeno de perda de referências, criando externalidades prejudiciais aos ajustes internacionais.

A segunda categoria de externalidade são os efeitos das variações cambiais sobre as economias nacionais. A volatilidade cambial traz efeitos prejudiciais para todos os países. Aqueles que sofrem valorização da taxa real de câmbio enfrentam a ameaça de destruição de suas bases industriais e de reivindicações protecionistas. Por seu turno, os países com moedas que se desvalorizam importam inflação e podem receber investimentos que mais tarde revelam-se errôneos.

Aglietta (1987) argumenta que a instabilidade cambial reduz as taxas globais de crescimento. Isso é evidente nos países que enfrentam a apreciação da taxa de câmbio. Entretanto, também ocorre com os países com moeda desvalorizada, pois estes terminam por adotar políticas restritivas de estabilização, a fim de conter a espiral inflacionária. Assim, o sistema de taxas de câmbio flutuantes não é um mecanismo eficiente para a correção de desequilíbrios externos, mas, ao contrário, cria cadeias que podem ir de encontro aos ajustes que se esperavam funcionar estavelmente.

Finalmente, o autor nota a possibilidade de movimentos endógenos da taxa de câmbio, completamente desconectados de seus determinantes fundamentais (*os fundamentals*). A raiz dessa possibilidade está na formação de ativos financeiros internacionais pelo sistema de crédito privado. A existência do risco de crédito pode polarizar em um mesmo sentido as atitudes dos operadores, não dando lugar a um novo equilíbrio do mercado.

A terceira categoria de externalidade são as incompatibilidades na formulação de políticas econômicas nacionais. Independentemente do regime cambial, as políticas econômicas de um país influem nas economias dos países com os quais o primeiro possui intensas relações comerciais e financeiras. Se os países ignoram tais inter-relações, os custos são mais elevados. Trata-se de uma “soberania ilusória” (Aglietta, 1987, p. 46), em que os associados tornam-se rivais. Aglietta menciona os modelos do tipo “dilema do prisioneiro”, em que o estabelecimento de regras capazes de induzir compromissos mútuos, a fim de descartar condutas hostis, seria mais vantajoso do que a formulação de estratégias independentes.¹⁸

A observação interessante de Aglietta é a de que nem sempre uma estratégia comum representa a opção mais correta. Se as perturbações traduzem-se em evoluções opostas dos saldos correntes do balanço de pagamentos, por exemplo, as políticas devem ser divergentes, e não convergentes. A manutenção das mesmas regras de câmbio, portanto, não é sempre a melhor opção. A cooperação é a escolha mais acertada, por sua flexibilidade frente à diversidade de situações.¹⁹

Vimos, portanto, as categorias de externalidades criadas pela interdependência entre as economias nacionais. Vimos também a argumentação de Aglietta de que os mercados financeiros privados não eliminam tais custos. Resta agora descrever a proposta do autor para a superação desse impasse.

Aglietta (1987) insiste na necessidade de minimizar as externalidades, ou seja, de superar os obstáculos à instauração da moeda centralizada na esfera internacional. Como a existência das nações é uma realidade sócio-histórica, o desafio é encontrar uma organização monetária que possua credibilidade para reduzir as rivalidades das nações, mas que, ao mesmo tempo, apresente suficiente flexibilidade em seu funcionamento, a fim de se adaptar a evoluções reais que alteram a posição relativa dos países na divisão internacional do trabalho.

De acordo com o autor, a unicidade da moeda internacional deve adquirir a forma de uma organização das divisas, sob a égide de regras e de instituições. Assim, a supranacionalidade seria um ingrediente lógico em um princípio mone-

18. A utilização da teoria dos jogos para as relações internacionais, sugerindo a necessidade de regras e instituições comuns, já havia sido realizada por Axelrod e Keohane (1985), embora Aglietta não lhes faça referência.

19. “[O] problema que se coloca (...) é o de manejar coletivamente as interdependências monetárias, e não o de harmonizar o conjunto de políticas monetárias” (Aglietta, 1987, p. 152).

tário internacional.²⁰

Aglietta (1987) rechaça dois tipos de propostas. Em primeiro lugar, as propostas de retorno a alguma forma de padrão-ouro ou, mais especificamente, de restabelecer o dólar em seu papel de divisa-chave e introduzir uma obrigação de liquidez, baseada na convertibilidade-ouro, ao sistema monetário americano. Isto, porém, significaria retornar a uma ordem monetária baseada na fé, e não na razão.²¹ Além disso, as pressões especulativas com o metal poderiam ser fatais.

Em segundo lugar, não seria politicamente realista supor alguma forma de autoridade monetária supranacional, que emitisse uma “moeda das moedas”. Propostas deste teor, evidentemente baseadas na proposta original de J. M. Keynes por uma *International Clearing Union*, também apresentam um sério problema técnico. Elas definem *ex ante* a distribuição dos custos de ajustamento entre os países. A proposta de Keynes, por exemplo, claramente beneficiava os países deficitários. Não seria sensato adotar critérios estáticos, quando o número de situações possíveis no futuro é indeterminado. Se ambas as propostas anteriores são criticadas, restam duas soluções.

A primeira seria a hegemonia. Ao refletir sobre a necessidade de uma ordem monetária internacional, o autor ressalta a importância da centralização: “Esta organização coloca logicamente os mesmos problemas que foram superados no século XIX e em princípios do XX no marco nacional, mediante a unificação das moedas bancárias em torno do emprestador de última instância” (Aglietta, 1987, p. 136).

De fato, Aglietta (1987), de forma explícita – e, portanto, diferentemente de McKinnon –, enxerga a presença de um país hegemonic como condição suficiente, embora não necessária, para o estabelecimento da ordem monetária internacional:

A hegemonia responde, talvez em seu princípio, às preocupações teóricas enunciadas antes. A divisa-chave é aceita universalmente como meio de regulação e de reserva. A hierarquia entre o centro de reserva e os países secundários resolve o problema do grau de liberdade coletiva entre n países. Os países secundários determinam suas políticas de maneira que a regra de câmbio seja respeitada levando em conta as escolhas dos demais. O líder determina o montante das reservas internacionais expressas em divisa-chave a partir de sua própria política monetária, sem se importar com as taxas de câmbio (Aglietta, 1987, p. 64).

20 A supranacionalidade não significa aumento das restrições às políticas econômicas nacionais; a cooperação mais estreita pode até aumentar o raio de manobra das autoridades monetárias, uma vez que o sistema financeiro internacional tornar-se-ia mais eficaz (no sentido de que os fluxos de capitais orientar-se-iam em função da rentabilidade real dos investimentos).

21. O autor não se esquece de lembrar, além disso, que o padrão-ouro do século XIX representava, de fato, o triunfo da discricionariedade, representada pela manipulação da *bank rate* pelo Banco da Inglaterra. A irônica observação de Mundell (1995a, p. 453) sobre o padrão-ouro clássico é emblemática: “As moedas nacionais eram iguais, mas a libra era mais igual que as outras”.

Aglietta, entretanto, pensa que a hegemonia não é democrática, porque os países secundários submetem-se a regras que lhe são automáticas, posto que definidas pelo país hegemônico. Assim, a segunda solução, a cooperação, seria preferível, porque é “pluralista”.

Para defender a cooperação, Aglietta adota caminho pragmático, ao afirmar que os princípios norteadores de uma nova organização monetária internacional devem ser aceitos pelos principais países. É por isso que chega à conclusão de seu livro afirmando que “se a organização monetária internacional já não se baseia na norma, só pode se basear na cooperação” (Aglietta, 1987, p. 145).

O desafio é conseguir concessões recíprocas por parte dos principais países, resultando em políticas monetárias que fossem compatíveis entre si, aos olhos dos operadores do sistema financeiro internacional. Aglietta (1987) reconhece que os exemplos históricos de tentativa de cooperação monetária internacional são desanimadores. Pensa, entretanto, que a situação atual (o livro é de meados da década de 1980) é particular, uma vez que mesmo a economia nacional mais importante (os Estados Unidos) começa a reconhecer os malefícios que as situações de interdependência podem trazer. Essa constatação é agravada pelo fato de serem os Estados Unidos um devedor estrutural líquido ao exterior. Nessas circunstâncias, há condições objetivas para a gestão cooperativa das relações monetárias internacionais.

Os Estados Unidos precisam reconhecer os custos associados à integração das economias. Assim, o sistema monetário internacional deveria evoluir em direção a uma maior simetria: “[s]omente uma repartição de poderes [entre os Estados Unidos, o Japão e a Europa] pode sustentar uma internacionalização de divisas diferentes do dólar para repartir as cargas da moeda internacional” (Aglietta, 1987, p. 150).

A análise de Aglietta sobre o sistema monetário internacional, anteriormente resumido, é bastante diversa do pensamento de McKinnon. Em particular, Aglietta resalta que a existência de objetivos econômicos nacionais é uma realidade sócio-histórica que não pode ser abstraída. Nesse sentido, seu trabalho pode ser classificado como “economia política”. A contraposição entre a soberania monetária nacional e os fluxos privados de capital internacional está na raiz de suas ideias.²²

Entretanto, a própria história dos fluxos de capital (seu controle nas décadas de 1940 e 1950; sua liberalização a partir da década de 1960) não é problematizada pelo autor. Aglietta reconhece que, após a Segunda Guerra Mundial, os objetivos econômicos nacionais eram prioritários e que, portanto, havia limites estreitos à liberdade de movimento de capitais de curto prazo. Do mesmo modo,

22. “A origem [dos problemas monetários internacionais se encontra] na confrontação de duas exigências incompatíveis: a liberdade completa de movimento de capitais, por um lado, e a afirmação intransigente das soberanias monetárias nacionais, por outro” (Aglietta, 1987, p. 50).

aponta a tendência inequívoca do sistema à expansão da liquidez internacional a partir da década de 1960. Mas essas tendências, que se transformam ao longo do tempo, não constituem objeto de seu estudo. Elas surgem sob a forma de “pressupostos”, dando a impressão de que sua dinâmica é completamente subordinada à esfera do jogo político internacional – este sim, o objeto de estudo.

Não há espaço para ambiguidades: o livro de Aglietta é um estudo das interações *entre governos*; a hierarquia entre moedas (e, portanto, entre países) é o ponto central da estabilidade sistêmica. É das interações entre governos que nascem as externalidades, o grande desafio do sistema monetário internacional; é das interações entre governos que devem partir as soluções possíveis. Já em artigo anterior esclarecia:

A configuração das relações monetárias que permite superar essas tendências num mundo onde apenas existem moedas nacionais é uma *estrutura hierarquizada de moedas*, que conduz à noção de divisa-chave associada à supremacia de uma nação, num sentido que a análise deve precisar rigorosamente se queremos deduzir as regras de funcionamento da moeda internacional próprias a cada estrutura (Aglietta, 1979, p. 809).

É verdade que Aglietta reconhece que:

o dinamismo financeiro adquiriu, nos nossos dias, uma grande autonomia, e suscitou uma idolatria da arbitragem financeira. Somente uma crise financeira de primeira magnitude, que não devemos excluir se as desordens monetárias continuam, poderia colocar em juízo esta atitude (Aglietta, 1987, p. 142).

Mas, ao mesmo tempo, não perde a oportunidade para afirmar que o problema da liberalização financeira poderia ser resolvido “sob a égide de um sistema monetário fortemente administrado”. O mal da concorrência financeira global é apenas que ela alimenta a rivalidade das divisas (o problema central), tornando-se necessário “colocar ordem nas relações monetárias internacionais, ainda que aceitando como fenômeno irreversível os mercados financeiros globalizados” (Aglietta, 1987, p. 142).

Dada a estrutura hierárquica entre moedas como problema fundamental do sistema, e dados os mercados financeiros globalizados como “fenômeno irreversível”, não causa espécie o fato de as possibilidades enunciadas por Aglietta (1987) concentrarem-se nas relações entre governos, isto é, ou na hegemonia ou na cooperação das políticas entre os principais bancos centrais.

O padrão dólar-ouro representaria exemplo histórico, junto com o padrão libra-ouro, de centralização monetária em um país hegemônico, centralização essa que explicaria sua estabilidade. A crise desse padrão teria decorrido da possibilidade de os outros países requererem a convertibilidade em ouro de seus excedentes de títulos denominados em dólares. Tais países não eram, pois, “credores seguros”, na medida em que não existia nenhum mecanismo retroativo sobre a política monetária norte-americana para corrigir um excesso

inicial de liquidez internacional.²³ A polarização de superávits de balanço de pagamentos e a resultante acumulação de reservas em dólares por parte dos países superavitários eram incompatíveis com o padrão dólar-ouro.

2.3 A hegemonia da teoria da estabilidade hegemônica

McKinnon e Aglietta são autores que partem de pressupostos diferentes, antagônicos até, de teoria econômica. Portanto, se corretas as conclusões anteriormente citadas neste capítulo, não seria exagero afirmar que grande parte da teoria monetária internacional contemporânea está baseada em uma escola específica de economia política: a teoria da estabilidade hegemônica. É a teoria da estabilidade hegemônica que procura a estabilidade do sistema econômico internacional, incluído o monetário, na distribuição de poderes entre países, em detrimento do estudo da natureza historicamente específica da internacionalização do capital. A seção seguinte propõe uma revisão crítica dessa teoria.

3 ASCENSÃO E CRISE DA TEORIA DA ESTABILIDADE HEGEMÔNICA

Essa seção tem por objetivo descrever as origens e as proposições da teoria da estabilidade hegemônica, assim como sistematizar as críticas mais importantes que lhe foram dirigidas na literatura. Se comprovada a pertinência dessas críticas, haverá a necessidade de buscar arcabouço mais apropriado para o estudo das relações monetárias internacionais.

3.1 O debate entre realistas e liberais

O estudo de “economia política internacional” como disciplina específica no mundo acadêmico anglo-saxão nasceu justamente com as primeiras formulações, no início da década de 1970, daquilo que seria posteriormente denominado “teoria da estabilidade hegemônica” (Walter, 1991, p. 18; Krasner, 1996, p. 109).²⁴ Essa teoria, por sua vez, proveio da polêmica entre realistas e liberais (ou pluralistas), no campo mais geral de teoria das relações internacionais, polêmica que se desenrolou por cerca de duas décadas a partir de meados dos anos 1960. O primeiro passo deve ser, portanto, uma análise do debate entre realistas e liberais.

O *realismo* não era, de fato, uma teoria “científica”, mas provia ferramentas flexíveis para a compreensão da dinâmica das relações internacionais. Sua origem

23. Aglietta esclarece que tal mecanismo retroativo existia durante o padrão libra-ouro. O excesso de títulos denominados em libra esterlina nas mãos dos estrangeiros, toda vez que refletido em saídas potenciais de ouro, ocasionavam respostas do Banco da Inglaterra no sentido de elevação da taxa bancária, freando o desconto dos títulos. Essa espécie de “mecanismo de ajustamento” tornava os credores seguros, em oposição ao padrão dólar-ouro.

24. Ao que consta, a expressão “teoria da estabilidade hegemônica” foi originariamente cunhada por Keohane (1980, p. 132).

é remota, buscando-a a maioria dos autores em Tucídides (*c.460 - c.400 a.C.*).²⁵ De acordo com Keohane (1986, p. 163), o realismo parte de três premissas fundamentais: a existência de Estados soberanos e concorrentes no sistema mundial, como unidades básicas de ação, sem a presença de um governo mundial; a busca de poder pelos Estados, seja como um fim em si mesmo, seja como meio para outros fins; e o comportamento racional dos Estados (as premissas Estado-cêntrica, de poder e de racionalidade). Mais rigorosamente, as definições e os instrumentos de poder podem ser vistos como o centro do realismo; a importância do Estado seria decorrente de sua característica de usurário dominante de poder no sistema internacional (Buzan, 1996, p. 51).²⁶

No mundo acadêmico anglo-saxão, o realismo passou a dominar o vocabulário político a partir da Segunda Guerra Mundial, sobretudo após o início da Guerra Fria. Os problemas práticos oriundos dos confrontos com o nazismo, primeiro, e com a União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), em seguida, enfraqueceram as abordagens baseadas no direito internacional, colocando no primeiro plano as questões relativas ao poder. Nomes como Hans Morgenthau e Kenneth N. Waltz questionavam o “legalismo” e o “idealismo”, identificados com escritores liberais (Keohane, 1986, p. 7-10). Para os realistas, o idealismo, em particular, era visto como parcialmente responsável pelo desastre do período entreguerras. Por essa razão, queriam dar “prioridade à necessidade de estudar o sistema internacional como era, e não como se gostaria que fosse” (Buzan, 1996, p. 48).

Como tentativa de construção de uma teoria das relações internacionais, o realismo tinha claros limites. Em primeiro lugar, o conceito de poder era ambíguo. Se o poder era apenas a capacidade de influenciar o comportamento dos outros, então “qualquer ação efetiva na política mundial envolverá necessariamente poder; mas, como isso é uma tautologia, não aprendemos nada sobre as características que originaram tal influência” (Keohane, 1986, p. 11). Além disso, o estudo das questões de cunho econômico somente surgia quando fortemente relacionado a questões de segurança, o crescimento econômico sendo necessário

25. É vastíssima a bibliografia sobre o realismo. Autores considerados “realistas clássicos” incluem não somente Tucídides, mas Maquiavel, Thomas Hobbes e E. H. Carr. Os realistas mais representativos do pós-Segunda Guerra Mundial são Hans Morgenthau (1993) e Kenneth Waltz (1959). Para exposições mais sintéticas da abordagem realista, ver Bull (1972), Wight (1991) e Fonseca Junior (1998). Uma bela defesa do realismo clássico pode ser encontrada em Robert Gilpin (1986). Desdobramento particular do realismo, por vezes denominada “escola inglesa”, ressaltando a necessidade de valores comuns entre os Estados, está magistralmente exposto em Bull (1977).

26. As premissas de Robert Keohane representam uma versão sintética dos “seis princípios do realismo político” de Morgenthau (1993, p. 3-15): a existência de leis objetivas que governam a política e que têm suas raízes na natureza humana; o conceito-chave de interesse definido em termos de poder; esse conceito-chave como categoria universal; o significado moral na ação política; a não identidade entre as aspirações morais de um país particular e as leis morais que regem o universo; e a autonomia da esfera política.

na medida em que gera riqueza para a preservação da independência nacional.²⁷ Finalmente, a ideia do Estado como agente racional unificado, tomando decisões que maximizam poder e segurança em uma ordem anárquica caracterizada pela ausência de um poder supraestatal, também suscita críticas. Em períodos de guerra, nos quais está em jogo a própria sobrevivência do Estado, tal visão pode ser exata. Mas, em períodos de paz, a geração do “interesse nacional” é fenômeno complexo, sobretudo porque os interesses particulares são heterogêneos, concorrentes e pouco coordenados no âmbito político doméstico.

Em resumo, o realismo do pós-Segunda Guerra Mundial concentrava-se nas questões de política internacional, em detrimento das questões tanto econômicas quanto domésticas. A temática referia-se à luta pelo poder e pela conquista de equilíbrio que garantisse a ordem internacional. Não atentava para as eventuais relações entre a política internacional e os interesses materiais internos; a política internacional tornava-se um mundo à parte.

O *liberalismo* pressupõe a possibilidade racional de harmonizar os interesses dos indivíduos em comunidade, por meio da ação política. No âmbito do estudo das relações internacionais, essa pressuposição se consubstancia na integração social de todos os atores relevantes (Estados, empresas multinacionais, organizações não governamentais etc.), com papel relevante desempenhado por regras e instituições.

A maioria dos autores concebe o início da abordagem liberal em relações internacionais a partir dos anos 1950, em particular com o desenvolvimento da “teoria da integração” de Karl Deutsch e do “neofuncionalismo” de Ernest Haas e L. N. Lindberg (Uderhill, 1994; Walter, 1991; Krasner, 1996).²⁸ A teoria da integração argumentava que o adensamento das relações econômicas entre os Estados Unidos e a Europa Ocidental inevitavelmente criava interesses comuns, os quais transbordavam os espaços políticos domésticos; o neofuncionalismo ressaltava o papel das organizações supranacionais na superação das soberanias domésticas, ainda que essas organizações não tivessem sido, em sua origem, criadas com

27. Não são poucos os autores que argumentam que essa limitação não se refere à corrente realista como um todo, mas apenas ao realismo americano dos anos 1940 a 1960. O realismo “clássico” sempre teria destacado a importância dos fatores econômicos – a ressalva é de Gilpin (1986, p. 308 e seguintes). Booth (1996, p. 328 e seguintes), por sua vez, também questiona o triunfo, “em um sentido mais profundo”, das ideias realistas sobre os idealistas após a Segunda Guerra Mundial: os realistas teriam apenas convencido as élites políticas de que suas proposições lhes eram mais úteis naquele momento, razão por que “o poder acadêmico desviou-se para sua direção”. Booth conclui que o realismo do pós-Segunda Guerra Mundial constitua-se em doutrina meramente funcional, que perdeu os elementos normativos dos antigos autores realistas, como E. H. Carr (um “realista utópico”, de acordo com o autor).

28. Little (1996) representa postura diversa. Para o autor, a abordagem liberal remonta às primeiras décadas do século XX, quando autores como Norman Angell já indicavam os limites dos estudos internacionais que se resumiam às relações interestatais. Nos anos 1930 e 1940, além disso, uma série de cientistas políticos identificados com a “abordagem pluralista” de concepção do Estado no âmbito doméstico analisavam também questões internacionais. O despertar da Guerra Fria, contudo, terminaria por conferir peso desproporcional às tradicionais questões de diplomacia e de segurança. As abordagens políticas de cunho liberal restrinham-se, pois, a questões de âmbito doméstico (Little, 1996, p. 72 e seguintes). Esforços iniciais de retomar um arcabouço liberal nas questões internacionais, de acordo com o autor, somente seriam retomados mais tarde, a partir do fim dos anos 1960, com a literatura da interdependência.

propósitos integracionistas. Ambos, entretanto, baseavam-se na possibilidade de a própria intensificação das relações entre países afetar suas ações, sobretudo em direção ao enfraquecimento do próprio Estado como ator.²⁹

Com a negação histórica dessa perda de autonomia política, a abordagem liberal passou a se concentrar nas questões econômicas internacionais. Os Estados nacionais não perderiam sua soberania política, mas novos fenômenos e novos atores transnacionais deveriam ser objeto de pesquisa. O trabalho de Keohane e Nye (1989) é uma síntese das abordagens liberais; ele supera as versões liberais radicais, que apontavam o fim do Estado territorial em direção a uma “aldeia global” de atores transnacionais, por exemplo, Brown (1972).

Keohane e Nye (1989) argumentam que o realismo não pode explicar todas as situações internacionais, em particular porque a interdependência afeta a política mundial e o comportamento dos Estados; assim, procuram desenvolver “um arco-bouço teórico coerente para a análise política da interdependência” (Keohane e Nye, 1989, p. 4). A interdependência ocorre quando há custos recíprocos (embora não necessariamente simétricos) nas transações entre países, geralmente associados à perda de autonomia envolvida nessas transações. Assim, a interdependência assimétrica (ou seja, aquela em que um país é menos vulnerável que outro) é fonte de poder: os atores menos dependentes podem usar a relação de interdependência para barganhar sobre determinada questão.

O ponto mais importante do trabalho de Keohane e Nye, entretanto, é a constatação de que há múltiplos canais conectando as sociedades – interestatais, transgovernamentais e transnacionais:

As relações *interestatais* são os canais normais reconhecidos pelos realistas. *Transgovernamental* se aplica quando relaxamos o pressuposto realista de que os Estados agem coerentemente como unidades; *transnacional* se aplica quando relaxamos o pressuposto de que os Estados são as únicas unidades (Keohane e Nye, 1989, p. 25).

A expansão econômica gera padrões de interdependência, os quais criam (e recriam) instituições para a sustentação da economia global e incentivam a cooperação entre Estados.³⁰ De qualquer modo, embora não neguem a importância dos Estados, os liberais afirmam que as relações econômicas internacionais são resolvidas em diversas áreas temáticas (*issue-areas*), nas quais os resultados dependem de uma série de fatores. Não há hierarquia definida entre tais áreas temáticas e, portanto, as questões de segurança não são necessariamente determinantes. Finalmente, os diversos atores possuem diferentes graus de influência

29. Para uma análise crítica da teoria da integração e do neofuncionalismo, ver Milward (1994, p. 10 e seguintes) e Milward e Sorensen (1993).

30. Algumas vezes, o liberalismo é denominado *institucionalismo internacional*.

em cada área temática, podendo pressionar em algumas delas, mas não em outras (Krasner, 1996, p. 110). Além disso, os autores esclarecem que a força militar envolve custos demasiado elevados para ser utilizada com frequência;³¹ pode, portanto, ser irrelevante em uma série de situações.

O liberalismo foi importante no estudo de relações internacionais ao trazer à tona temas de natureza socioeconômica, desprezados pela visão realista de poder internacional; a interdependência era novo ambiente estratégico nas relações internacionais, e a questão das limitações da ação dos Estados vinha para o primeiro plano (Little, 1996, p. 76-77).

As abordagens liberais, contudo, padecem de várias fraquezas. Em primeiro lugar, e paradoxalmente, o liberalismo comete o mesmo erro do realismo, ao separar a política da economia: “Os estudiosos de relações internacionais multilateralizaram, transnacionalizaram, burocratizaram e transgovernamentalizaram o Estado até que ele virtualmente deixou de existir como uma construção analítica” (Krasner, 1976, p. 317). O mercado é visto como fenômeno natural, resultante da interação espontânea dos indivíduos; e não como uma série de arranjos políticos, que podem ser contestados por grupos sociais (Underhill, 1994). Em segundo lugar, o mercado não é analisado como instituição histórica, na qual o comportamento dos agentes mudasse *pari passu* o contexto mais amplo. Assim, as abordagens liberais não conseguem visualizar os padrões cambiantes das instituições de mercado e das preferências políticas dos atores. Finalmente, as questões de segurança não são estudadas, e nem mesmo aparecem nas definições liberais de hegemonia.³²

A polêmica entre realistas e liberais já foi classificada por Waever (1996) como o “terceiro debate” na história dos estudos de relações internacionais.³³ Tal debate foi diverso dos anteriores sob um importante aspecto. Nos debates anteriores, o confronto era às vezes político, às vezes metodológico, mas sempre antagônico – o confronto era para ser “vencido”. O “terceiro debate”, por sua vez, tornou-se explicitamente “interparadigmático”: as abordagens agora tendiam a analisar problemas diferentes, com o uso de diferentes linguagens. Era a *natureza* do estudo das relações internacionais que passava a ser objeto de discussão: o que era? quais os agentes relevantes? quais as perguntas importantes?³⁴

31. Os custos da ação militar seriam de quatro ordens: *i)* riscos de escalada nuclear; *ii)* resistência dos habitantes de países pobres ou fracos; *iii)* efeitos incertos e possivelmente negativos em relação à conquista de objetivos econômicos; e *iv)* opinião doméstica que se opõe aos custos humanos da utilização da força (Keohane e Nye, 1989, p. 246).

32. Na opinião de Leaver (1994, p. 135), a causa dessa desconsideração está no fato de as questões de segurança implicarem jogo de soma-zero (é não de soma-positiva, como as questões econômicas).

33. O “primeiro debate” teria sido aquele entre realistas e idealistas nos anos 1940 e o “segundo debate” entre behavioristas e tradicionalistas nas duas décadas seguintes (Waever, 1996, p. 150 e 155-157).

34. O caráter “interparadigmático” do “terceiro debate” provinha de uma “crise de identidade” no estudo das relações internacionais nos Estados Unidos, devido à Guerra do Vietnã, às revoltas estudantis e ao choque do petróleo, fenômenos que ameaçavam o *status quo* das pesquisas “puras” de defesa e de estratégia geopolítica (Waever, 1996, p. 156). A incorporação de diferentes abordagens era um modo relativamente eficaz de evitar o desaparecimento de uma disciplina que, diga-se de passagem, sempre teve dificuldade em se fazer autônoma.

É nesse contexto que a teoria da estabilidade hegemônica surgiu: não como síntese de posições antagônicas sobre o mesmo objeto, mas como o nascimento de um campo de estudos que englobava abordagens não contraditórias. Como seria de se esperar nessas circunstâncias, a nova teoria tanto representaria avanço de substância sobre antigas questões quanto carregaria consigo as insuficiências teóricas das abordagens que procurava reunir.

3.2 O realismo estrutural e a teoria da estabilidade hegemônica

Vimos que o realismo, ou ao menos seus expoentes americanos da Guerra Fria, concentrava-se nas questões político-militares internacionais (*high politics*), elegendo o equilíbrio de poder como principal objeto teórico. Entretanto, os temas econômicos e de interdependência (*low politics*) eram incapazes de penetrar nesses arcabouços teóricos, a não ser de modo superficial. Por essa razão, as abordagens liberais passaram a ameaçar a supremacia do realismo, estudando fenômenos (comércio mundial, interdependência, integração econômica) que se tornavam crescentemente pertinentes às questões internacionais. Tais abordagens, entretanto, colocavam o movimento da economia internacional em esfera parcialmente autônoma às relações interestatais. O desenvolvimento extraordinário da economia internacional a partir da Segunda Guerra Mundial levou os liberais a questionar a primazia, se não a relevância, dos Estados nacionais como atores internacionais.

O passo seguinte na literatura veio justamente com a teoria da estabilidade hegemônica, a qual, ao menos no âmbito do estudo das relações *económicas* internacionais, pode ser analisada como tentativa de síntese do debate entre realistas e liberais. A teoria da estabilidade hegemônica fora originariamente lançada por Robert Gilpin (1971) e Charles Kindleberger (1986). Vários autores, contudo, projetaram-na para o trabalho seminal de K. Waltz (1986). Waltz fundou o realismo estrutural (ou neorealismo), provendo uma abordagem sistêmica das relações internacionais. Convém, portanto, resumir as ideias de Waltz, para em seguida analisar a teoria da estabilidade hegemônica, a qual, embora tenha de fato surgido antes do neorealismo, também pode ser considerada uma teoria estrutural das relações econômicas internacionais. Se assim o fazemos, é porque várias críticas à teoria da estabilidade hegemônica são, a rigor, críticas mais gerais ao realismo estrutural.

A publicação do trabalho de Waltz (1986) reformulou o realismo, ao conceder primazia ao nível de análise sistêmico.³⁵ “Sistema internacional” é a soma da

35. Já em obra anterior (Waltz, 1959), ao diferenciar três níveis de explicação em relações internacionais, lançavam-se as bases do realismo estrutural. As explicações de primeira imagem seriam aquelas que encontravam as causas dos fenômenos internacionais na natureza e no comportamento dos indivíduos. As explicações de segunda imagem buscavam tais causas na estrutura interna dos Estados participantes; e as explicações de terceira imagem ressaltavam que as estratégias ótimas de cada ator dependem das estratégias dos outros atores, em uma situação de interdependência estratégica. Para Waltz, as explicações de terceira imagem são simultaneamente as menos complexas e as mais frutíferas; devem, portanto, ser privilegiadas no estudo da política internacional. É necessário analisar as restrições que definem o cenário estratégico no qual os atores interagem: as causas devem ser encontradas no sistema de Estados.

“estrutura” e das “unidades” (os países que o compõem). Para o autor, a estrutura do sistema internacional deveria ser definida independentemente dos atributos e das interações das unidades; é a *posição* das unidades umas em relação às outras. É o arranjo das partes, uma abstração que não tem características materiais. Seriam três os elementos que definiriam uma determinada estrutura. Em primeiro lugar, o princípio ordenador (*hierarquia*) das unidades. Em segundo lugar, a diferenciação funcional entre as unidades. Finalmente, em terceiro lugar, a distribuição das capacidades (*capabilities*) entre as unidades: grandes potências têm maior capacidade de realizar seus objetivos. Tais elementos podem descrever de que forma as unidades do sistema estão arranjadas ou posicionadas; esse arranjo – a estrutura – restringe sua interação. A estrutura, portanto, é um conjunto de condições restritivas.

O importante é a distinção de Waltz (1986) entre as explicações reducionistas (ou explicações *inside-out*) e as explicações sistêmicas. Nas primeiras, as restrições estruturais são fixas, e variam-se os atributos das unidades. Nas explicações sistêmicas, ao contrário, os atributos das unidades são fixos, alterando-se as restrições com que se deparam.³⁶ Para Waltz, a teoria de política internacional (*international politics*) deveria estar preocupada com a estrutura (explicações sistêmicas); a maioria dos trabalhos de relações internacionais estaria estudando política externa (*foreign policy*), ou seja, mudanças das unidades dentro da mesma estrutura (explicações reducionistas).

O problema das explicações reducionistas é que, se tentarmos explicar os resultados a partir dos atributos das unidades, “então seríamos forçados para trás, para o nível descritivo; e a partir de simples descrições, nenhuma generalização válida pode ser logicamente extraída” (Waltz, 1986, p. 52). Haveria proliferação infinita de variáveis. O realismo “tradicional” padeceria desta limitação, pois apenas *descrevia* os sistemas internacionais, sem buscar sua estrutura. Na verdade, Waltz (1986) termina por afirmar que os realistas sempre recorriam a explicações que enfatizavam as percepções subjetivas dos agentes individuais ou a organização de Estados particulares, impedindo-os de conceder à estrutura determinações objetivas próprias, independentes das unidades. “[O realismo estrutural] abandonou as premissas conservadoras acerca da natureza humana que sustentavam o realismo clássico, e reafirmou a lógica da política de poder sobre a fundação mais firme da estrutura”; nesse sentido, a conjuntura da “Segunda Guerra Fria”, a partir do mesmo ano de publicação da obra de Waltz, forneceria o ambiente para seu triunfo sobre as abordagens liberais da interdependência (Buzan, 1996, p. 49).

36. As explicações reducionistas e sistêmicas correspondem, respectivamente, às explicações de segunda e de terceira imagens de Waltz (1959); na classificação de 1979 (Waltz, 1986), entretanto, a distinção entre aquilo que é fixo e o que é variável fornece-lhe maior rigor teórico.

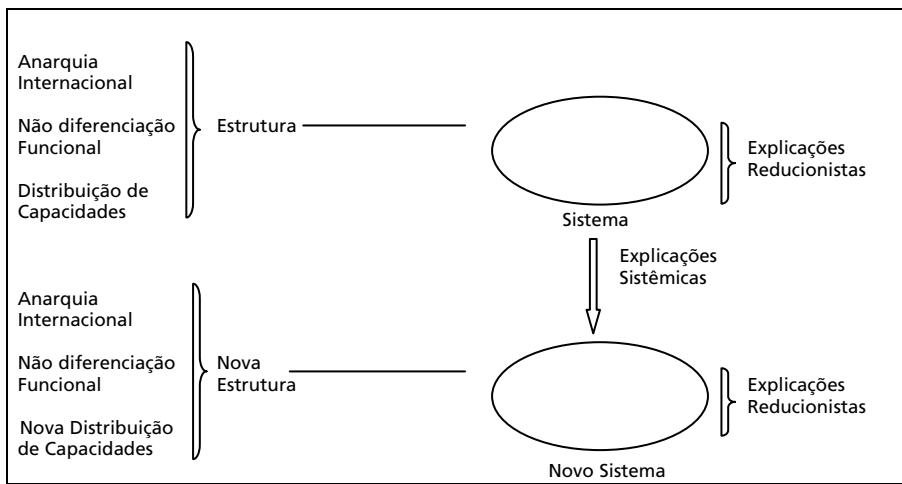
Mudanças nos atributos das unidades muitas vezes não implicam mudanças nos resultados, porque as estruturas são estáveis. Outras vezes, ao contrário, houve mudanças nos resultados sem concomitantes mudanças nos atributos das unidades: mudanças no nível sistêmico estariam em jogo. “Uma teoria do sistema explica mudanças entre sistemas, não dentro deles” (Waltz, 1986, p. 60). *Dentro* dos sistemas, as descontinuidades seriam explicadas por mudanças nas unidades. O objetivo é “ser capaz de distinguir mudanças dos sistemas de mudanças dentro deles, algo que potenciais teóricos dos sistemas consideraram excessivamente difícil” (Waltz, 1986, p. 96).

Vimos que a estrutura é definida como um conjunto de condições restritivas. No caso da política internacional dos últimos quatro séculos, Waltz (1986) acredita que os dois primeiros elementos que a caracterizam não se alteraram. O princípio ordenador é o mesmo: a anarquia internacional, ou seja, a não subordinação dos Estados (soberanos) a qualquer forma de poder supranacional. Também a diferenciação funcional entre as unidades não sofrera modificações: todas as unidades devem buscar sua sobrevivência, não havendo, de fato, diferenciação funcional. Assim, nos últimos quatro séculos, as mudanças estruturais devem ser buscadas em alterações no terceiro elemento que a caracteriza: a distribuição de capacidades entre as unidades. Alterações na configuração relativa de poder entre as unidades denotariam nova estrutura e, portanto, novo sistema. Este deveria ser o objeto das explicações sistêmicas. A figura 2 resume o pensamento de Waltz (1986).

A abordagem estrutural de Waltz (1986) – em que a estrutura, particularmente a configuração de poder entre as unidades, determina os resultados – é perfeitamente compatível com a teoria da estabilidade hegemonicá. Resta, finalmente, analisar esta teoria.

Antes de tudo, vale afirmar que a teoria da estabilidade hegemonicá não é *uma* teoria; são várias versões. É preciso evitar aquilo que um de seus maiores expoentes chama de “análises bastante simplificadoras da relação entre hegemonia política e economia internacional liberal” (Gilpin, 1986, p. 311). É possível, entretanto, encontrar algumas generalizações válidas para todas as variantes.

FIGURA 2
Síntese da teoria estrutural de Waltz (1986)



Elaboração do autor.

A definição mais sucinta é de Keohane (1980, p. 132), no mesmo texto em que batiza a teoria de “estabilidade hegemônica”:

Especificamente, argumenta-se que as estruturas hegemônicas de poder, dominadas por um único país, conduzem mais ao desenvolvimento de regimes internacionais fortes, cujas regras são relativamente precisas e obedecidas. De acordo com a teoria, o declínio de estruturas hegemônicas de poder suscitaria um presságio de declínio na força dos regimes internacionais correspondentes (*idem, ibidem*).

O conceito de “regime internacional”³⁷ permitia conciliar a velha imagem realista de “jogo pelo poder” com a existência de períodos de ampla cooperação internacional (Gale, 1998, p. 254). A manutenção de “regimes liberais” (isto é, regimes internacionais caracterizados pela abertura econômica dos países participantes) é explicada pela presença de um poder hegemônico. O significado dessa explicação é claro: a teoria da estabilidade hegemônica subordinava o próprio movimento de integração dos mercados, que era o objeto dos liberais, à distribuição de poder entre os Estados nacionais. Tratava-se, portanto, de uma economia política da interdependência. Ao fazê-lo, encontrava uma ligação lógica entre a configuração da estrutura de poder internacional (conservando, pois, o papel dos Estados no estudo das relações internacionais) e a ordem econômica.

37. Os “regimes internacionais” não são necessariamente regras explícitas de comportamento entre os atores, mas constituem definição mais elástica: “padrões de comportamento cooperativo regularizado na política mundial” (Keohane, 1980, p. 133), ou seja, conjunto de regras, regulamentos, acordos e expectativas, aceito por um grupo de Estados.

São necessárias, entretanto, duas observações. Em primeiro lugar, a definição de Keohane acertadamente não afirma que a hegemonia conduz a regimes *liberais*. Para tanto, seria necessário elemento adicional: a maior eficiência econômica do poder hegemônico. Caso contrário, a tendência é a hegemonia associar-se à forma de impérios, não de ordens liberais (Gilpin, 1986, p. 311).³⁸ Em segundo lugar, a teoria da estabilidade hegemônica afirma que a hegemonia é mais propícia para a criação de regimes internacionais – mas não é elemento necessário. Gilpin (1986, p. 311-312; 1987, p. 91-92) esclarece que em nenhum momento a teoria da estabilidade hegemônica sustenta que uma estrutura hegemônica é condição *sine qua non* para o surgimento de regimes internacionais. Se os interesses e propósitos sociais das maiores potências econômicas são congruentes, é possível a instituição de regimes internacionais sem hegemonia.

A teoria da estabilidade hegemônica, entretanto, nunca encontrou uma fórmula que representasse uma síntese teórica entre o realismo e o liberalismo. Prova disso é a sobrevivência, até hoje, do que poderiam ser denominadas “duas variantes genéricas da teoria da estabilidade hegemônica”: a variante neorrealista e a variante neoliberal.

A variante neorrealista, liderada por Robert Gilpin e Stephen D. Krasner, ressalta os interesses do poder hegemônico e, consequentemente, os aspectos de dominação (e subordinação) envolvidos nos processos de abertura econômica internacional. Tal variante observa limites à possibilidade de manutenção dos regimes. “Hegemonia” é, portanto, uma relação de coerção ou dominância, fundada na distribuição desigual de poder militar ou econômico, fruto apenas das capacidades materiais do poder hegemônico. Esse conceito, na esfera internacional, associa forças sociais com entidades territoriais (Gill, 1993).

O trabalho seminal é de Gilpin (1971),³⁹ uma notável crítica às tradições liberais e ao determinismo marxista, os quais, segundo o autor, teriam colocado o movimento da economia em uma esfera autônoma em relação ao plano político; a relação entre o Estado e o poder do mercado, portanto, seria de oposição (obstáculo do Estado ao mercado); ou de mera adaptação (Estado a serviço do mercado). A partir dos estudos de Jacob Viner e de E. H. Carr, entretanto, Gilpin (1986) concluiria que os valores políticos e os interesses econômicos nacionais são determinantes cruciais das relações econômicas internacionais; a economia internacional, longe de ser esfera autônoma ou mesmo determinante, funcionava em um contexto de luta entre nações (Gilpin, 1986).

38. Esse ponto foi reiterado por Keohane (1984, p. 33), quando, ao descrever os poderes “especialmente importantes” para definir hegemonia, incluiu as “vantagens comparativas na produção de bens de alto valor adicionado”.

39. Stein (1984, p. 355) afirma, contudo, que a análise de Organski (1968), embora trabalhando fundamentalmente no plano político, já afirmava que o desequilíbrio de poder (ali entendido como um sistema sob condições hegemônicas) é mais estável e pacífico que um sistema com real equilíbrio de poder.

Mais especificamente, Gilpin procurava criticar as teorias liberais, então em voga, para as quais os atores transnacionais estariam minando o papel do Estado Nação como lócus de poder. O fortalecimento destes atores, segundo o autor, dependeria justamente de padrões particulares de relações interestatais, estando atrelado aos interesses do Estado politicamente mais poderoso. A conclusão era clara: as vicissitudes da economia mundial eram o resultado do processo histórico de ascensão e declínio das grandes potências nacionais. Gilpin (1986) já traçaria as linhas gerais comparativas entre a *Pax Britannica*, o entreguerras⁴⁰ e a *Pax Americana*.

Mais tarde, a posição é reforçada:

O Estado Nação moderno é, primeiro e antes de tudo, uma máquina de fazer guerra que é o produto de exigências de sobrevivência em grupo em condições de anarquia internacional. Os interesses de segurança e de política são primários e determinam o contexto internacional dentro do qual as forças econômicas devem operar (Gilpin, 1987, p. 85).

Em 1976, o artigo de Krasner na *World Politics* reafirmaria as ideias de Gilpin sob formulações mais rigorosas. O caminho escolhido por Krasner foi diverso. O ponto de partida era o de que países em diferentes posições no sistema internacional defendem interesses diversos. Em particular, a preferência dos Estados pela abertura comercial⁴¹ dependeria de quatro fatores: o tamanho da renda nacional do país; sua taxa de crescimento econômico; seu poder político (em termos dos custos relativos de oportunidade em fechar o mercado); e sua estabilidade social. Em geral, países grandes, com baixas taxas de crescimento, pouco poderosos politicamente e socialmente instáveis preferem baixos níveis de abertura comercial. Mas o resultado no *sistema* internacional iria depender de sua estrutura. Um sistema de Estados grandes, de aproximadamente o mesmo tamanho, mas com níveis desiguais de desenvolvimento econômico, deveria tender para o fechamento comercial. Em contrapartida, em um sistema *hegemônico* ascendente, o poder dominante demonstra interesse na abertura comercial, sendo acompanhado pelos Estados dinâmicos de menor porte. O poder hegemônico deveria utilizar-se de incentivos e punições para convencer os Estados médios a aceitarem a abertura do sistema (Krasner, 1976, p. 322-323).⁴²

40. Gilpin (1971, p. 407), já afirmava que a instabilidade do período entreguerras relacionava-se à “incapacidade dos Estados Unidos de assumir a liderança na economia mundial, um papel que a Grã-Bretanha não podia mais cumprir”.

41. Krasner analisa apenas o movimento internacional das mercadorias; como veremos à frente, a inclusão da mobilidade de capitais é problemática na teoria da estabilidade hegemônica.

42. Ao confrontar as previsões de sua análise teórica com os dados históricos do comércio internacional, Krasner conclui que o modelo apresenta bons resultados para os períodos 1820-1879 (hegemonia britânica ascendente e abertura comercial), 1880-1900 (hegemonia declinante e fechamento) e 1945-1960 (hegemonia americana ascendente e abertura). Os períodos 1900-1913 e 1960-1975 são simétricos, no sentido de que as hegemonias eram declinantes, mas o sistema conheceu abertura comercial (o que seria incompatível com os interesses do poder hegemônico). Inversamente, o período entreguerras denotava a ascensão da hegemonia americana, mas o protecionismo comercial era a regra. Para Krasner, é necessário acrescentar outro fator explicativo na análise. Haveria certa tendência da política econômica em refletir estruturas passadas, ou seja, as instituições e as decisões não acompanharam coetaneamente as mudanças estruturais. São necessários “eventos externos catalíticos” (guerras, grandes depressões) a fim de que as autoridades percebam as novas realidades e adotem políticas condizentes com sua posição na estrutura internacional.

A variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica tem raízes mais próximas do arcabouço liberal, em particular da teoria da escolha pública (“*public choice*”). Ressalta as preferências dos Estados pelo crescimento e bem-estar econômicos; as questões de segurança e estabilidade social são menos relevantes. Assim, a configuração da estrutura depende apenas do peso econômico das nações envolvidas, e não (também) de seu poder político-militar ou de seu dinamismo de produtividade (ganhos *relativos* com a abertura do sistema) (Lake, 1984, p. 145). Esta variante é “liberal” ao defender a ideia de que os regimes liberais constituem bem público para todas as nações, porque proveem os maiores benefícios para o maior número de países. Mas, simultaneamente, reconhece que há problemas de coordenação e de *free-riding*: maiores benefícios podem ser adquiridos por Estados individuais que burlam o esquema, protegendo seus próprios mercados enquanto tentam penetrar nos mercados vizinhos.⁴³ O poder hegêmônico teria, portanto, a função de disciplinar o sistema para evitar *free-riders* e trazer o melhor resultado coletivo em termos de bem-estar econômico.⁴⁴

O clássico *The World in Depression* de Kindleberger (1986), primeira edição de 1973, já trazia os fundamentos dessa variante da teoria da estabilidade hegemônica. Para oferecer “uma” (e não a “única”) explicação das causas e da profundidade da Grande Depressão dos anos 1930, Kindleberger ressaltaria a ausência de um país que tivesse “capacidade e disposição” para atuar como estabilizador do sistema internacional, cumprindo cinco funções:

- (1) manutenção de mercado relativamente aberto para bens em apuros (*distress goods*); (2) provisão de empréstimos de longo prazo contracíclicos, ou pelo menos estáveis; (3) policiamento de um sistema relativamente estável de taxas de câmbio;

43. O problema de *free-riding* (“carona”) é bastante comum na literatura de bens públicos. Os bens públicos são geralmente definidos por sua dupla característica de não exclusividade (ou seja, é impossível impedir com que não contribuintes usufruam do bem) e de não rivalidade no consumo (ou seja, a possibilidade citada não retira os incentivos para que os outros continuem a oferecer o bem). O *free-rider* é justamente aquela unidade (indivíduo, firma etc.) que, apesar de não contribuir para a produção do bem (público), consome-o, na medida em que tem conhecimento de que os outros não o podem impedir. O problema de *free-riding* aparece quando o custo para a produção do bem é maior que o benefício trazido para cada unidade. Sob tal circunstância, nenhuma unidade individual encontrará os incentivos necessários para a produção do bem, o qual, de resto, traria benefícios a todos. Nesse sentido, resulta subótimo para os participantes, tornando-os coletivamente piores do que poderiam estar caso cooperassem.

44. A teoria dos bens públicos internacionais não aparece como coincidência nos anos 1970. O objetivo americano era socializar os custos militares no exterior. Nos anos 1940 e 1950, não havia outra alternativa para os Estados Unidos senão exportar capital e abrir seus mercados. Não era um “custo” para os Estados Unidos; era uma necessidade de sua economia na conjuntura do imediato pós-Guerra (Leaver, 1994). Ver também Russett (1985, p. 226): “Certo, a reconstrução da pós-Guerra implicou custos imediatos de larga escala para os Estados Unidos, no Plano Marshall e nas concessões comerciais aos Japão, que, em grande medida, substituíram os pesados benefícios de assistência, mas os Estados Unidos tinham grande quantidade de capacidade produtiva excedente depois da Segunda Guerra Mundial, o que tornava os custos de assistência econômica no exterior não muito onerosos de fato. Além disso, tal excesso de capacidade tornou a prosperidade norte-americana do pós-Guerra dependente da expansão econômica mundial. Caso se permitisse a estagnação das economias europeias ou das antigas colônias, quase certamente a economia norte-americana acompanharia essa estagnação”. Outra seria a situação a partir do fim da década de 1960. Há, portanto, um componente ideológico na transformação, pela teoria dos bens públicos internacionais, do conceito de hegemonia de um “privilegio exorbitante” para uma “lógica de ação coletiva” (Snidal, 1985, p. 588). Insistir na questão dos bens públicos internacionais implicava que os esforços pelo dividendo da paz deveriam vir apenas das outras nações, dado que os Estados Unidos os teriam fornecido de forma “benevolente” (Leaver, 1994, p. 136 e seguintes).

(4) asseguramento da coordenação das políticas macroeconômicas; (5) atuação como emprestador de última instância, por meio de descontos ou então da provisão de liquidez, em crises financeiras (Kindleberger, 1986, p. 289).⁴⁵

O objetivo da obra era criticar as explicações unicausais da Grande Depressão, especialmente aquelas que ressaltavam as políticas econômicas eventualmente errôneas de um único país – em particular dos Estados Unidos, seguindo o caminho aberto por Friedman e Schwartz (1971). Kindleberger, neste modo, deslocava o debate para a estrutura do sistema *internacional*. Concluía que, para os anos 1980 e 1990, as batalhas entre os Estados Unidos, a Europa Ocidental e o Japão eram prejudiciais a todos, sendo necessária alguma liderança por parte de um único país.⁴⁶

Mais tarde, Kindleberger (1976) novamente contribui para a análise centrada na provisão dos bens públicos internacionais, alegando que um sistema internacional de regras e instituições aparentemente estáveis apresenta tendência à desorganização. Haveria assimetrias entre as análises econômicas nos âmbito nacional e internacional: “[n]a economia internacional, reconhece-se há muito tempo que o mundo da mão invisível benigna não funciona. À diferença das famílias e das empresas na economia nacional, os países na economia internacional, e especialmente na política internacional, têm poder” (Kindleberger, 1976, p. 16).

Na ausência de um governo mundial, a única solução possível para a estabilidade sistêmica seria a *liderança* por parte de um país, o qual assumiria os custos da provisão dos bens públicos internacionais. Mas essa liderança tem de ser “legítima”, isto é, baseada na “persuasão” e não na “dominância” (Kindleberger, 1976, p. 34 e 1986, p. 289). Quando o líder passa a explorar o sistema, a instabilidade é iminente. Subjacente em toda a análise está o princípio de que a estabilidade do sistema internacional requer gerenciamento constante – não pode se basear apenas nos interesses das unidades participantes (Kindleberger, 1976, p. 20-22).

A grande novidade da formulação de Kindleberger (1976) e, portanto, dos autores subsequentes que se debruçaram sobre a questão dos bens públicos internacionais, não era que o poder hegemônico poderia impor, e ocasionalmente impunha, uma ordem global estável para seu próprio benefício. Os realistas “tradicionais” já o afirmavam há muito. A novidade era que o regime beneficiava a *todos* os Estados participantes, particularmente aos membros mais fracos do sistema internacional (Snidal, 1985, p. 581-582). Diversa é a variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica, na qual não se estipula que os outros Estados necessariamente se beneficiam das decisões racionais do poder hegemônico.⁴⁷

45. As funções 3 e 4 foram adicionadas às edições de *The World in Depression* subsequentes ao artigo do autor na *International Studies Quarterly*, em 1981 (Kindleberger, 1981).

46. O Brasil (*sic*), como país insuspeito, seria uma das alternativas (Kindleberger, 1986, p. 305).

47. Interessante nesse sentido é a crítica positiva que Gilpin (1987) faz às teorias dos “sistemas-mundiais” e da “dependência”, as quais defendem que os benefícios do poder hegemônico não se estendem necessariamente aos países mais fracos.

Em relação à análise de Kindleberger, “o foco da teoria (...) muda da capacidade de prover um bem público para a capacidade de coagir outros Estados” (Snidal, 1985, p. 588). Mas também a variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica é diferente do realismo, pois ressalta que o poder hegemônico, se dotado de dinamismo econômico, provê regimes liberais, e cobra pela sua defesa. Os outros Estados, notadamente os menores, sucumbem, reconhecem a liderança hegemônica e reforçam seu desempenho e posição.

3.3 Declínio da teoria da estabilidade hegemônica

A teoria da estabilidade hegemônica, anteriormente resumida, representou indubitável avanço nos estudos de instituição e manutenção dos regimes liberais. Seu caráter parcimonioso e sua aparente capacidade de explicar a história da economia internacional dotaram-na de grande popularidade na literatura especializada.

Mesmo seus críticos reconhecem sua importância. Andrew Walter (1996, p. 126), talvez o crítico mais sistemático, não nega que “a teoria [da estabilidade hegemônica] oferece uma base de apoio para uma compreensão mais profunda da dinâmica da economia política internacional”. Robert Keohane (1980), representante das abordagens liberais, admite que as premissas da teoria da estabilidade hegemônica devem ser levadas a sério.⁴⁸ Em uma passagem curiosamente pouco citada na literatura, Keohane descreve sua posição em relação à teoria da estabilidade hegemônica:

Com relação a tendências, mais que decisões particulares, [os modelos básicos de força] são especialmente úteis para estabelecer um padrão, uma medida daquilo que pode ser explicado pela teoria muito parcimoniosa de que os recursos tangíveis são diretamente relacionados aos resultados, nesse caso à natureza dos regimes internacionais. A teoria da estabilidade hegemônica, que é sistêmica e parcimoniosa, parece, portanto, constituir um ponto de partida útil de análise, na suposição de que é válido observar o quanto pode ser aprendido por explicações simples, antes de prosseguir para formulações teóricas mais complexas (Keohane, 1980, p. 138).

Duncan Snidal, autor que, assim como Keohane, tentou mostrar por meio de estudos de teoria dos jogos que a cooperação “pós-hegemonia americana” é possível (ao menos quando o número de países poderosos é pequeno), conclui seu artigo de 1985 afirmando que “(...) vista como um começo, mas que uma conclusão confiável sobre a política internacional, (...) a teoria da estabilidade hegemônica e suas limitações podem nos levar em direção a uma melhor compreensão das bases da cooperação internacional” (Snidal, 1985, p. 614).

48. As concessões de Keohane à teoria da estabilidade hegemônica foram tamanhas que muitos autores o classificam como representante daquela (Russet, 1985, p. 208; Walter, 1991; 1996). Outros, entretanto, pensam que Keohane, ao enfatizar a possibilidade de cooperação por meio de regras e instituições internacionais, está demasiado distante do arcabouço realista. Por este motivo, os trabalhos de Keohane mais espalharam confusão intelectual do que proveram eventual síntese entre as abordagens neorrealistas e neoliberais (Little, 1996, p. 80-83).

Na década de 1990, contudo, a teoria da estabilidade hegemônica foi objeto de uma série de críticas, tão variadas e diversas, que uma classificação torna-se indispensável; na realidade, é surpreendente que esta tarefa de sistematização não tenha sido realizada. As páginas que seguem procuram superar esta lacuna.

As críticas à teoria da estabilidade hegemônica podem ser divididas em três grandes grupos: *i*) críticas ao poder explicativo da teoria da estabilidade hegemônica; *ii*) críticas internas, isto é, que questionam sua coerência lógica; e *iii*) críticas externas, isto é, que põem em questão a verossimilhança e/ou relevância de suas premissas.

O *primeiro* grupo de críticas refere-se ao insuficiente poder explicativo da teoria da estabilidade hegemônica.⁴⁹ Stein (1984) talvez represente o trabalho mais sistemático na área do comércio internacional. O autor percorre rapidamente a historiografia dos acordos e das estatísticas do comércio mundial desde as guerras napoleônicas, para verificar se realmente o livre comércio era fruto das políticas do poder hegemônico. Sua pesquisa não encontra provas para esta afirmação. Em nenhum momento o poder hegemônico “impunha” o livre comércio sobre países médios (embora o fizesse, ocasionalmente, sobre países pequenos). Muitas vezes, o poder hegemônico reduzia unilateralmente suas tarifas (fenômeno mais comum na *Pax Britannica* que na *Pax Americana*), mas os outros raramente o seguiriam. Havia, portanto, “barganhas de tarifas assimétricas” (Stein, 1984, p. 366, 380 e 383). Além disso, o autor questiona precisamente a existência de períodos de “livre comércio global”. O máximo que houvera foi “comércio *mais* livre, subsistêmico”, sempre baseado em uma teia de acordos bilaterais. Stein mostra que, mesmo em períodos considerados de “regime liberal”, como nos anos 1860 ou nos anos 1960, havia liberalização discriminatória (Stein, 1984, p. 366 e 378).

No período da hegemonia britânica, os estudos de McKeown (1983) haviam mostrado que a abertura e o fechamento do mercado dependiam não tanto do poder da Grã-Bretanha, mas de seu nível de atividade. Além disso, a Grã-Bretanha possuía um império sobre o qual podia despejar seus produtos, evitando barganhas permanentes pelo livre comércio global (Keohane, 1984, p. 37). No período da hegemonia americana, Strange (1987, p. 562) resume a historiografia para mostrar que o próprio liberalismo americano do quarto de século após a Segunda Guerra Mundial é menos uma doutrina geral que uma ideologia, isto é, “uma doutrina para ser usada quando fosse conveniente e combinasse com a percepção corrente do interesse nacional, mas para ser desdenhada e esquecida quando não o fosse”.

O *segundo* grupo de críticas desafia a coerência lógica da variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica. São duas as principais críticas internas encontradas

49. Críticas à capacidade de a teoria da estabilidade hegemônica explicar a história da economia internacional podem ser encontradas em Keohane (1980); McKeown (1983); Stein (1984); Russet (1985); Strange (1987); Giovannini (1988); Gowa (1989); Eichengreen (1990); Walter (1991); Lake (1991); Eichengreen (1996); e Walter (1996).

na literatura. A primeira foi originariamente levantada por Conybeare (1984). Partindo de uma nota de rodapé de Keohane (1980, p. 158), Conybeare nota que há, na variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica, pelo menos no que se refere ao livre comércio, certa confusão entre os conceitos de bem público e de dilema dos prisioneiros. O autor reconhece que ambos produzem resultado subótimo para os participantes, tornando-os coletivamente piores do que poderiam estar caso cooperassem. Mas os bens públicos devem possuir as características de não exclusividade e não rivalidade no consumo. Nenhuma das características é compartilhada pelo comércio internacional, ou mesmo pela segurança militar, conforme, também, Russett (1985). Os benefícios do livre comércio são excludentes (penalizações para aqueles que impõem tarifas)⁵⁰ e há rivalidade no consumo (a distribuição dos ganhos com o comércio é objeto de rivalidade, pois os bens têm oferta e demanda limitadas, ao menos no curto prazo). A possibilidade de haver ganhos absolutos para todos não significa que os ganhos de um país sejam independentes dos prejuízos dos outros.

A natureza do livre comércio, portanto, está mais próxima do dilema de prisioneiro do que do bem público internacional. Ainda que o livre comércio fosse a melhor solução para todos, é sempre possível a um país individual não cooperar e aumentar as tarifas. Os outros países (e não há motivos para excetuar o país hegemonic), caso não aumentem suas próprias tarifas em resposta ao primeiro, estariam em pior situação. O objetivo de Conybeare (1984) é mostrar que mesmo o poder hegemonic não tem incentivos econômicos *racionais* para desempenhar as funções descritas por Kindleberger (1986): países médios podem recorrer a tarifas e diminuir o bem-estar econômico do poder hegemonic. Dessa forma, pergunta-se por quais motivos, então, os períodos de hegemonia da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos conheceram o fenômeno da abertura comercial. A explicação é que tais países não queriam liderar a adoção de políticas restritivas, pois seriam seguidos pelos países médios. O argumento de Conybeare (1984) significa que a solução foi cooperativa, e não hegemonic; os países deixam voluntariamente de tomar iniciativas unilaterais de elevação de tarifas.

Keohane (1984, p. 68) parte do princípio de que muitas situações de política internacional tomam a forma do “dilema do prisioneiro com repetição”. Sabe-se que resultados mutuamente cooperativos podem ocorrer em um dilema do prisioneiro infinitamente repetido, caso os atores não descontem demasiadamente o futuro (teorema de Folk), ou seja, caso esperem contínuas interações no futuro e a tais expectativas é conferido peso razoável em seus cálculos (Keohane, 1986). Keohane estava, de fato, retirando o argumento *subiata causa, tollitur effetus* da

50. Snidal (1985, p. 593) afirma que “de fato, muito esforço internacional dirige-se para encontrar meios de exclusão”, embora Gowa (1989, p. 314-316) afirme que os custos do policiamento e da imposição de sanções do livre comércio podem ser altos e não excludentes, devido a informações imperfeitas.

teoria da estabilidade hegemônica: era possível pensar na estabilidade do sistema internacional após o declínio da hegemonia americana.

Esse raciocínio, entretanto, exige o pressuposto da inexistência de “falhas de mercado” entre as unidades: custos de transação, informação assimétrica, risco moral, ausência de mecanismos legais de obrigação etc. Mas falhas de mercados existem, sobretudo no sistema internacional. É necessária, portanto, a presença de instituições que cumpram o papel de solucionar – ou, mais precisamente, minimizar – os problemas decorrentes das falhas de mercado; instituições que ofereçam algum mecanismo de retaliação contra transgressores de normas, que reduzam os custos de transação, que publiquem informações, que monitorem as ações das unidades envolvidas (Keohane, 1984, p. 75-76 e 85-98). A conclusão geral é clara: “Existe ou não um poder hegemônico, os regimes internacionais dependem da existência de padrões de interesses comuns ou complementares, que são percebidos pelos atores políticos (Keohane, 1984, p. 78).⁵¹

A segunda crítica interna à teoria da estabilidade hegemônica procura mostrar que a assimetria do sistema internacional pode significar que os países mais poderosos não aceitarão restrições sobre suas políticas domésticas, contribuindo para o desequilíbrio.

No caso do intercâmbio internacional de bens, a visão liberal afirma que o livre comércio traz benefícios para todos, inclusive para o poder hegemônico. Nesse sentido, a abertura comercial não seria “restrição”, mas “avanço” (esta é, aliás, a resposta da variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica à primeira crítica interna). Mas, no caso das finanças internacionais, mesmo as abordagens liberais reconhecem que qualquer sistema apresenta custos de ajustamento, os quais precisam ser repartidos. Assim, a presença de assimetria de poder internacional, em si, constituiria fator sistêmico desestabilizador.

O livro de Andrew Walter (1991) é exemplo dessa crítica. Para o autor, a eventual presença de um poder monetário-financeiro centralizado manifestaria uma contradição inerente entre suas funções privadas (“banqueiro do mundo”, com lucros de senhoriação e de intermediação financeira internacional) e suas funções públicas (“administrador” do sistema monetário internacional, fornecendo liquidez

51. A crítica neoliberal à teoria da estabilidade hegemônica somente é válida justamente em relação à sua variante neoliberal. Grieco (1990) pensa que Keohane, ao fazer a analogia com o dilema do prisioneiro, utiliza o conceito de ganhos absolutos. Mas, no que se refere à variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica, a verdadeira preocupação dos Estados é com os ganhos relativos. O pessimismo neorrealista em relação à possibilidade de cooperação sem hegemonia tem, nessas circunstâncias, fundamento. A cooperação é apenas tática, e não deve levar à superação das rivalidades nacionais no longo prazo (Gilpin, 1987, p. 85). Ver também Waltz (1986, p. 101): “A especialização num sistema de divisão do trabalho é vantajosa para todos, mas não de forma equânime. A desigualdade na distribuição esperada do maior produto dificulta fortemente a extensão da divisão do trabalho internacionalmente. Quando se deparam com a possibilidade de cooperar com ganhos mútuos, os Estados que se sentem inseguros devem perguntar como os ganhos serão divididos. Eles são compelidos a perguntar, não ‘Ambos ganharemos?’, mas sim ‘Quem ganhará mais?’”

em situações emergenciais e fluxos de capital de longo prazo de caráter anticíclico). A existência das funções privadas do poder hegemonicó retiraria sua legitimidade para, frente aos inevitáveis desequilíbrios de pagamentos internacionais, possuir o necessário grau de arbítrio nas decisões de financiamento/ajustamento. No âmbito nacional, a resolução foi encontrada por meio da centralização das operações de criação de liquidez em um banco central público, ao qual todo o sistema financeiro doméstico deve se adequar. No âmbito internacional, entretanto, o máximo que se pôde admitir foi a existência de um padrão câmbio-ouro, o qual, se economicamente “irracional”, solucionava o problema político do arbítrio por meio de constrangimentos externos à autonomia monetária do país central.

É por essa razão que Walter (1991) afirma que, historicamente, a ineficácia da coordenação de políticas macroeconómicas em momentos de crise deveu-se não apenas aos interesses “mercantilistas” de alguns países (França nos anos 1920 e 1960, Alemanha e Japão mais recentemente), mas também ao modo pelo qual a Grã-Bretanha nos anos 1920, e os Estados Unidos desde a década de 1950, evitaram ajustamentos a desequilíbrios fundamentais, em parte devido às suas próprias posições dominantes.

O terceiro grupo de críticas à teoria da estabilidade hegemônica surgiu quando vários autores passaram a questionar o estudo de economia política internacional em geral, e a teoria da estabilidade hegemônica em particular, a partir de suas premissas. Esses autores, oriundos de tradições desde marxistas até pós-modernas, não formam nem de longe uma posição coerente, e de modo algum podem ser vistos como “escola” alternativa. O que os une é a insatisfação com a premissa de que as unidades (Estados, instituições, grupos sociais, indivíduos) podem ser estudadas com base em categoria tão abstrata como “interesse”, a qual determinaria suas preferências e ações; sobre seu arcabouço “estrutural”, a teoria da estabilidade hegemônica não permite averiguar a possibilidade de as unidades influenciarem, e serem influenciadas por, as preferências e ações umas das outras. Esta concepção “reflexiva” implica ruptura radical com o *mainstream* de economia política – e pode significar, no nosso caso, um ponto de partida mais interessante para o estudo histórico do sistema monetário internacional.

As críticas externas à teoria da estabilidade hegemônica são de diversas ordens. Assim, procuraremos oferecer uma sistematização particular dessas críticas, ao nos concentrarmos no papel teórico desempenhado pela “estrutura do sistema internacional” nas duas variantes da teoria da estabilidade hegemônica e, consequentemente, em seus conceitos subjacentes de “hegemonia”. Para tanto, dividiremos as críticas externas em dois grandes conjuntos, utilizando, como critério de classificação, as variantes da teoria da estabilidade hegemônica que são o objeto de crítica em cada caso. Dependendo de sua variante, a teoria da estabilidade

hegemônica utiliza-se do conceito de estrutura ou de forma excessiva (variante neorrealista) ou de forma limitadora (variante neoliberal). Uma das consequências dessa utilização errônea é, em ambos os casos, a emergência de conceitos insatisfatórios de “hegemonia”.

O primeiro conjunto de críticas externas dirige-se à variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica. Relaciona-se à complexa questão referida na literatura como “níveis de análise”. Para seus críticos, a teoria da estabilidade hegemônica estaria privilegiando o lócus de conflitos interestatais (a “estrutura”), em detrimento do nível doméstico (as “unidades”). Trata-se do papel *excessivo* do conceito de estrutura.

Na variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica, pode-se aplicar a ideia de “causa” (Cox, 1996c, p. 51): a estrutura é a característica causal básica do sistema, determinando, mediante a distribuição interestatal do poder, os comportamentos dos Estados. Waltz (1986), como visto anteriormente, deixara claro que era preciso isolar as causas encontradas no sistema das causas encontradas nas unidades: “A estrutura tem de ser estudada de próprio direito, assim como as unidades o fazem. (...) Ofuscar a distinção entre os diferentes níveis de um sistema tem sido, acredito, o principal impedimento para se desenvolverem teorias de política internacional” (Waltz, 1986, p. 68).

Mas a estrutura não pode determinar-se a si própria sem algum processo interventor de transformação. John G. Ruggie (1986) notara esta limitação, ao afirmar que o problema do neorealismo é a distinção radical de Waltz (1986) entre sistema e unidades, focalizando na primazia da estrutura sistêmica estática. Não há mecanismos endógenos de explicação das mudanças de sistema. Somente a mudança estrutural pode causar mudança sistêmica; na ausência de uma teoria da transformação estrutural, contudo, isso é uma tautologia.⁵² É por isso que seus críticos dizem que o modelo estrutural é basicamente estático; a estrutura em si explica apenas a permanência:

[Waltz] adota aquilo que deveria ser um princípio metodológico, e o transforma num princípio ontológico (...) No seu modelo, a continuidade – ao menos em parte – é um produto da premissa, antes mesmo de se constituir como uma hipótese de resultado (Ruggie, 1986, p. 151-152).⁵³

52. Gilpin (1987, p. 92-117) tenta estabelecer um modelo endógeno de transformação estrutural da ascensão e queda das hegemonias. Os mecanismos pelos quais o polo dominante perde posição hegemônica são: a perda do dinamismo e das vantagens comparativas (devido a “uma variedade de razões, tais como o custo crescente do trabalho e os retornos marginais declinantes sobre o investimento”), a qual desloca espacialmente o poder e a riqueza para novos espaços; o protecionismo dos países periféricos, que inicialmente querem contrabalançar os efeitos concentradores das forças de mercado; e os “ciclos do produto”, mediante os quais os setores dinâmicos da economia perdem posição com o tempo e outros produtos, fabricados em outros espaços nacionais, passam a ser o núcleo dinâmico. Ver também, Kindleberger (1976, p. 34) e Stein (1984, p. 383-386). Note-se que a maioria dos mecanismos de mudança ocorre no nível das unidades, e não da estrutura (Keohane, 1986, p. 178-179). Keohane pensa que, ao desenvolver estas ideias, Gilpin está se afastando do realismo estrutural em direção ao realismo clássico. Realmente, o próprio Gilpin (1986) manifestou suas maiores afinidades com autores como Maquiavel, Carr e Morgenthau.

53. Ruggie propõe o estudo de outros atributos do sistema (e não apenas a estrutura de poder internacional) para a compreensão da mudança estrutural, tais como o caráter das interações transnacionais e das instituições internacionais.

Na teoria da estabilidade hegemônica, o Estado aparece como uma premissa básica que não é objeto de análise nem de qualquer falsificação (Ashley, 1986, p. 269 e seguintes). Há uma visão exagerada de que, no Estado, reina a paz e a ordem e, no sistema internacional, a desordem e a anarquia (Buzan, 1996, p. 53). Portanto, no primeiro caso há espaço para teorias sociológicas e até mesmo normativas, mas, no segundo caso, o pragmatismo e a preocupação com a sobrevivência devem ser prioritários (Jackson, 1996, p. 204-205).⁵⁴ A teoria da estabilidade hegemônica não explica por que um Estado (hegemônico ou não) prefere uma ordem econômica liberal a outra qualquer. Para fazê-lo, é necessário descer ao nível das unidades.⁵⁵

Se a estrutura e as unidades interagem, então deveria haver um processo realimentador entre ambos que possibilitasse o estudo da evolução da própria estrutura (e das unidades). A estrutura deveria ser apenas o “meio de atividade” que, em princípio, pode ser alterado por meio da ação. A estrutura molda a ação e a ação molda a estrutura; há mudanças estruturais a partir da interação dos Estados.⁵⁶

Pergunta-se como os interesses econômicos envolvidos no mercado transnacional tornam-se articulados nas políticas do Estado (que é o principal tomador de decisões). É preciso desagregar o Estado para compreender sua política, o modo pelo qual os interesses são articulados politicamente (Underhill, 1994, p. 32).

A estrutura e as unidades devem ser vistas como “codeterminadas”, ou seja, mutuamente constitutivas. “Na realidade da economia política internacional”, afirma Strange (1987, p. 553), “os jogadores (...) estão envolvidos simultaneamente em toda uma série de jogos de barganha, alguns domésticos outros internacionais, e são motivados por uma teia complexa e cambiante de motivações interativas, algumas vezes contraditórias”.

Em resumo, a utilização excessiva do conceito de “estrutura” como origem e fim dos estudos na variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica

54. Ashley (1986, p. 279-280) nota que, se no nível internacional os neorrealistas adotam uma postura utilitarista (unidades lutam por poder), por que não observamos o mesmo no nível doméstico (em que, contrariamente, há uma postura “personalista” do Estado, acima dos interesses dos agentes)? Falta um conceito geral de poder, que valha para ambos os níveis. Um conceito de poder social, ou seja, definido não somente como um conjunto de qualidades inerentes à entidade, mas também como *reconhecimento* por parte dos outros agentes de que a entidade é capaz de ter poder.

55. O trabalho de Frieden (1987) é exemplar nesse sentido, ao analisar, no período entreguerras, as pressões políticas dos banqueiros norte-americanos pela presença do governo dos Estados Unidos nas questões internacionais, em oposição aos “isolacionistas”. Lake (1984), por sua vez, concorda que regimes liberais somente serão instituídos caso o poder hegemonic consiga impor (ou oferecer) sanções aos outros países que sejam maiores que os benefícios que tais países adquirem com a proteção de suas indústrias. Mas não é claro que o poder hegemonic possua os recursos necessários para impor (ou oferecer) tais sanções; “se o preço do cumprimento das normas e o preço da estabilidade excedem os benefícios do livre comércio universal, a nação hegemonic não terá nem o interesse nem a capacidade de liderar a economia internacional em direção à maior abertura” (Lake, 1984, p. 158). Isso será mais provável quando a maioria dos outros grandes países apresentem grandes diferenciais de produtividade em relação ao poder hegemonic (pois, nesse caso, os custos, para eles, advindos do livre comércio seriam grandes). Uma das lições do artigo de Lake (1984) é que as preferências dos países não hegemonic devem ser objeto de análise, pois influem nos resultados.

56. O próprio Waltz reconhece que o estudo das relações internacionais deve preocupar-se basicamente com as ações das “grandes potências”; reconhece, portanto, que algumas unidades têm maior capacidade de determinar o funcionamento do sistema. Ver Wendt (1992) e Linklater (1996).

conduz a um conceito estático de “hegemonia”. Não se responde como o poder hegemônico se fundou ou como se desvaneceu, a não ser que se abandone a primazia do nível estrutural, rejeitando, consequentemente, as próprias premissas da teoria.

O segundo conjunto de críticas externas à teoria da estabilidade hegemônica dirige-se à sua variante neoliberal. Refere-se às relações entre autoridade e mercado. A teoria da estabilidade hegemônica aponta para uma abordagem política do mercado, provida pelo poder hegemônico; mas o mercado é visto apenas como provendo os maiores benefícios para o maior número e não como instituição política. Se bem observado, na variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica o conceito de estrutura do sistema internacional limita-se às relações econômicas internacionais providas pelo mercado.

Mesmo que as críticas de Keohane (1984) à insustentabilidade lógica da teoria da estabilidade hegemônica sejam um avanço, é preciso notar em seu trabalho a noção subjacente de que a presença de instituições internacionais pode eventualmente resolver a distribuição dos custos de ajustamento interestatais, levando à satisfação de todos os interesses – a ausência de uma teoria crítica do próprio Estado, que ressalte o papel das classes sociais e das relações entre o Estado e o mercado, aponta nesse sentido.⁵⁷

Portanto, para conceituar “hegemonia” na variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica, o poder internacional tem de ser descolado de suas bases sociais para ser definido a partir de vantagens ou posições privilegiadas em várias áreas do sistema interestatal. “Hegemonia” é então descrita não como poder social, mas atribuída a um conjunto de componentes independentes entre si: controle sobre matérias-primas, controle sobre capitais, vantagens competitivas na produção dos bens mais sofisticados (Keohane, 1984, p. 32). Precisamente o que as outras abordagens estavam tentando fazer era encontrar um “meta-argumento”, o qual estabelecesse alguma relação entre esses componentes (Leaver, 1994, p. 135).⁵⁸

Esse ponto é importante e merece maior atenção. Ruggie representa uma síntese seminal dessa crítica (Gale, 1998). Os regimes seriam manifestação da internacionalização da autoridade política. A autoridade política, por sua vez, representa uma fusão de poder com “propósito social legítimo”. A teoria da estabilidade hegemônica focalizaria apenas o elemento de poder, ou seja, a existência de um país com recursos econômicos superiores aos demais. Mas o propósito social é fundamental, na medida em que fornece o *conteúdo* da ordem internacional. É o estudo do propósito social que pode explicar as diferenças de conteúdo entre

57. Ver, por exemplo, Keohane (1984, p. 243-247), quando resume suas posições.

58. Em um sentido parecido com esse comentário, a crítica de Gilpin (1987, p. 91) soa interessante: “A teoria da estabilidade hegemônica (ao menos em suas formas mais cruas) tendeu a superestimar o papel do Estado e dos fatores políticos na existência e operação da economia internacional de mercado. Ela subestimou a importância de motivações ideológicas e de fatores domésticos, das forças sociais e dos desenvolvimentos tecnológicos, e do próprio mercado, na determinação dos resultados”.

diversos períodos hegemônicos na história. Somente a partir desse referencial é que se podem compreender, por exemplo, as diferenças entre o liberalismo de livre comércio do século XIX e o “liberalismo enraizado” do pós-Segunda Guerra Mundial.

Esse enfoque permite encontrar “meta-argumentos” que relacionam poder e propósito social, fornecendo uma análise da ordem internacional que desloca o estudo das simples relações entre Estados para as interações entre Estado e sociedade ou, mais propriamente, entre autoridade e mercado.

A obra notável de Karl Polanyi, *A grande transformação* (1992), original de 1944, é o exemplo conspícuo desse tipo de análise. Polanyi (1992) não comenta a ascensão e o declínio do liberalismo do livre comércio a partir da evolução da hegemonia britânica. Seu estudo concentra-se nas interações entre as políticas domésticas e o mercado. A ascensão do livre comércio representou um novo equilíbrio, ainda que instável, entre a autoridade e o mercado, onde a sociedade passou a acreditar na possibilidade de regulação automática dos mercados. Essa “doutrina”, entretanto, ocasionou um segundo movimento de reação social contra seus efeitos indesejáveis. Neste novo ambiente, o padrão-ouro (mesmo que ouro-câmbio) não poderia mais florescer.

O trabalho de Eichengreen (1996), referindo-se explicitamente a Polanyi, também procura encontrar um “meta-argumento” para os ciclos de estabilidade/instabilidade do sistema monetário internacional. Eichengreen propõe a tese de que, historicamente, os sistemas de câmbio fixo dependeram, para sua estabilidade no tempo, da insulação dos governos às pressões de mercado capazes de produzir crises cambiais. Tal insulação assumiu não só a feição de limites à mobilidade de capital, mas também, no caso do padrão-ouro clássico, a forma de limites à extensão da democracia, ao permitir ajustamentos monetários que prejudicavam grande parte da população. Isso significa que a estabilidade do sistema monetário internacional depende não apenas da mobilidade de capital, mas sobretudo da prioridade (política) concedida à estabilidade cambial.

3.4 Superar o debate entre realistas e liberais

É pertinente questionar-se o que se deve concluir após a descrição e análise de todas as críticas anteriores. Mesmo desconsiderando as críticas ao poder explicativo e à coerência lógica da teoria da estabilidade hegemônica, ainda assim está-se diante de um impasse. Ou bem a análise se restringe exclusivamente ao nível estrutural das relações internacionais e então resulta um conceito estático de hegemonia; ou limita-se à estrutura ao mercado internacional e então resulta um conceito meramente descritivo de hegemonia.

Surge, pois, um triplo desafio. Em primeiro lugar, tanto o Estado quanto a estrutura internacional devem ser objetos de análise. O Estado deve ser encarado

como palco de lutas de classes, as quais influenciam o grau de internacionalização do capital; a estrutura internacional não é um “dado”, mas apresenta uma dinâmica no tempo. Em segundo lugar, viu-se que nenhum sistema econômico pode existir sem algum arcabouço político. Obviamente, a lógica do Estado e a do mercado é contraditória e a tendência foi separá-las em campos teóricos distintos; o desafio é combiná-los. Para isso, não basta uma simples união da ciência política e da ciência econômica, mas a criação de estruturas teóricas nas quais a economia e a política se movam. Finalmente, se o sistema internacional não pode se apoiar exclusivamente na coerção de um Estado sobre os outros, tem-se de melhor conceituar “hegemonia”. Embora a teoria da estabilidade hegemônica não forneça elementos adequados para a compreensão das alternâncias de estabilidade e crise no sistema internacional, tem-se de explicar por que e de que forma os períodos de “hegemonia” relacionam-se, *grosso modo*, com a estabilidade do sistema monetário internacional.

4 POR UMA NOVA ABORDAGEM AO ESTUDO DO PADRÃO DÓLAR-OURO

A presente seção procura sistematizar as linhas gerais de uma abordagem de economia política que responde aos desafios levantados na seção anterior – a abordagem neogramsciana. Em seguida, mostra que a análise do período do padrão dólar-ouro desenvolvida pelo principal representante dessa abordagem, Robert W. Cox, é insuficiente, sugerindo a necessidade de uma contribuição.

4.1 A abordagem neogramsciana das relações internacionais

Desde o início da década de 1980, vários autores, em particular Robert W. Cox e Stephen Gill, vêm desenvolvendo a abordagem neogramsciana das relações internacionais. Para se compreender esta abordagem, torna-se necessário observar três aspectos que lhe são subjacentes: o conceito de economia política, a crítica à ideia de “natureza humana” e o papel da ideologia e das instituições.

Para Cox (1996b), tanto a ciência econômica quanto a ciência política partem de algumas hipóteses fixas acerca dos parâmetros nos quais as ações ocorrem. Nesses parâmetros, podem oferecer respostas precisas para questões específicas. A *economia política*, em contraste, preocupa-se com a constituição histórica destes parâmetros, nos quais as atividades políticas e econômicas ocorrem. Recua da aparente fixidez do presente para perguntar como as estruturas existentes surgiram e como podem mudar.

As estruturas, portanto, são vistas como historicamente específicas; não podem ser adequadamente explicadas com o uso de generalizações trans-históricas. Esta é talvez a maior ruptura da abordagem neogramsciana com as abordagens tradicionais, o ponto acerca do qual parece difícil qualquer conciliação. A abordagem neogramsciana é essencial e metodologicamente distinta daquelas

que pensam a “ciência como uma racionalidade a ser descoberta na forma de regularidades nas relações entre fenômenos externamente observados” (Cox, 1996a, p. 63).

De acordo com Cox (1993, p. 49 e seguintes), os conceitos na obra de Antonio Gramsci são sempre derivados da história. Um conceito é uma entidade elástica; ganha precisão somente quando defrontado com uma situação específica. Ao mesmo tempo e de modo dialético, este contato também desenvolve o significado do conceito.⁵⁹

O segundo ponto importante deve ser o afastamento das discussões acerca da “natureza humana”. Viu-se anteriormente que o debate realismo/liberalismo representa hipóteses diferentes acerca das naturezas do homem, dos Estados e dos sistemas de Estados (o liberalismo sendo mais simpático à ideia de bem comum e direito natural). É preciso superar este debate, entendendo a natureza do homem e de suas instituições como uma contínua criação de novas formas, delineadas pelas relações sociais.

Na abordagem neogramsciana, a unidade de análise não é o agente individual (individualismo metodológico), mas o conjunto de relações sociais configurada pelas estruturas sociais. Um dos pontos centrais de Rubert (1993) é que em Gramsci, assim como em Marx, há uma relação interna (isto é, as definições das entidades não podem ser compreendidas fora dessa relação) entre os seres humanos sociais e a natureza que lhes circunda. Os homens não podem ser compreendidos isoladamente da sociedade e da natureza, as quais são continuamente mediadas por meio da criação consciente de um mundo de objetos, pela atividade produtiva socialmente organizada. Nesse processo, a “natureza humana” é recorrentemente transformada pela própria atividade criadora. “Deve-se conceber o homem como uma série de relações ativas (um processo) na qual a individualidade, embora talvez o mais importante, não é, contudo, o único elemento a ser levado em consideração” (Gramsci *apud* Rubert, 1993, p. 77).

Finalmente, é preciso notar o papel fundamental que a abordagem neogramsciana confere à *ideologia* e às *instituições*. Para Rubert (1993), Gramsci haveria desenvolvido de forma mais acabada que Marx as funções e contradições do Estado moderno. Em Gramsci, os conceitos de “ideologia”, “sociedade civil” e “Estado” são utilizados em um sentido mais amplo (Rubert, 1993, p. 78 e seguintes). O ponto

59. A abordagem neogramsciana é uma espécie de “historicismo”, embora muitas vezes mal interpretada. É “historicista” no mesmo sentido em que o era a alusão de Marx ao modo capitalista de produção como especificidade histórica. O Estado também é uma criação histórica, uma resposta a certas condições – ainda que pareça imutável. Para as abordagens tradicionais, a forma constitutiva anárquica do sistema internacional é algo próximo de uma abstração sociológica, invariável. Para Cox, entretanto, há diferentes formas de Estado e de ordens mundiais, cujas instituições e condições de existência variam no tempo.

que interessa ao presente trabalho é metodológico: Gramsci haveria ressaltado os aspectos constitutivos e potencialmente revolucionários da ideologia e das instituições.

O próprio conceito de “regime internacional”, associado às abordagens realistas e/ou liberais, fora originariamente concebido para ressaltar a importância das esferas ideológica e institucional. O autor que deu origem ao conceito, John G. Ruggie, não guarda estreitos vínculos com nenhuma das abordagens tradicionais. Ao rever o artigo seminal de Ruggie, de 1975, Gale (1998, p. 258 e seguintes) nota com precisão que havia ali duas preocupações. Em primeiro lugar, Ruggie (1975) colocava as instituições internacionais como entidades intermediárias entre a estrutura do sistema interestatal e os Estados independentes que compõem o sistema. Tais instituições modificam tanto o sistema quanto o comportamento dos Estados. Ao delinear essa posição, Ruggie (1975) estava deslocando o centro de análise tanto dos neorrealistas (que partem da estrutura do sistema interestatal) quanto dos neoliberais (que partem dos cálculos utilitários dos Estados).

Em segundo lugar, transparecia no trabalho de Ruggie (1975) a visão de que a existência de um regime internacional “não era um fato objetivo, mas dependia criticamente do significado compartilhado que os indivíduos atribuem às suas próprias ações e às ações dos outros” (Gale, 1998, p. 259). Se os regimes internacionais são entidades intersubjetivas, a explicação dos fenômenos sociais dependia da interpretação de significados veiculados a partir de certo regime. Em outras palavras, uma análise objetiva das ações dos Estados não era suficiente, pois elas são condicionadas pela própria estrutura de significados por eles criados. Necesário se fazia indagar de que modo os governos criavam arcabouços de significado intersubjetivo – questionando qual o significado que aquelas ações têm para o Estado e como estas são interpretadas pelas outras nações.

Compreendidos esses três elementos subjacentes à abordagem neogramsciana, é possível analisar suas linhas gerais. O primeiro passo é o conceito de “estrutura”. Para Cox (1996b), uma estrutura é constituída por pressões ou forças sociais de três ordens: *i)* capacidades materiais e configuração de forças (poder de classe, tecnologia, recursos acumulados); *ii)* ideias (*intersubjective meanings* definidos por cada classe social); e *iii)* instituições. Essas forças são inter-relacionadas: as instituições são uma espécie de amálgama de ideias e poder material; ao mesmo tempo, influenciam o desenvolvimento ideológico e das capacidades materiais.

A estrutura é apenas uma parte da teoria da economia política internacional. É uma foto da realidade, do mundo, do ambiente de ação (Cox, 1995). Essa foto, dividida entre várias pessoas, define lhes a realidade: e como eles pensam a realidade do mesmo modo, suas ações e palavras tendem a reproduzi-la. As estruturas são

padrões de comportamento repetidos, derivados de longos anos de experiência humana, que existem na linguagem, nos modos de pensar, nas práticas de mercado.⁶⁰

Mas a estrutura, que parece “natural” aos indivíduos que de fato lhe dão vida, pode tornar-se problemática, pode não confrontar um novo conjunto de problemas. Nesse momento, a estrutura revela sua verdadeira face: uma construção intersubjetiva que pode ser transformada (Cox, 1992, p. 145).

Assim, a estrutura não é um “dado”; é um “fato”. Ela não é uma variável causal, não explica os resultados por si só – apenas informa os termos sob os quais as interações políticas de agentes particulares ocorrem num determinado momento. Os atores podem evidentemente resistir e se opor à configuração de forças determinada pela estrutura; o que não podem é ignorá-la. Ela configura os “limites do possível” para diferentes grupos, classes e nações (Gill, 1995, p. 68). Esses limites não são fixos. Embora a ação social esteja restringida por, e constituída na estrutura social prevalecente, esta é transformada pela ação. A política molda a estrutura, ao mesmo tempo em que a estrutura molda e restringe as opções dos atores políticos possuindo suas preferências. A estrutura não é importante por suas qualidades inerentes, mas pelo modo por meio do qual uma estrutura específica em um momento histórico específico auxilia algumas posições a prevalecerem sobre outras.

A abordagem neogramsciana, pois, opõe-se ao estruturalismo de Waltz, na medida em que a mudança histórica é compreendida como consequência da atividade humana coletiva. As abordagens estruturalistas não podem oferecer explicações endógenas de mudança. A história torna-se então um amontoado de dados, ilustrando as combinações possíveis em uma estrutura essencialmente imutável.⁶¹

As estruturas históricas podem ser analisadas nos âmbitos da produção, das formas de Estado e das ordens mundiais (Cox, 1996b). A esfera da produção

60. A abordagem neogramsciana não provém do idealismo filosófico, embora o possa parecer à primeira vista. A sociedade é concebida como uma totalidade primariamente constituída por modos de produção. O que há é uma dialética entre as dimensões materiais e normativas (éticas e ideológicas). “O método do materialismo histórico (...) é encontrar as conexões entre os esquemas mentais através dos quais as pessoas concebem a ação e o mundo material que restringe tanto o que as pessoas podem fazer quanto o modo pelo qual pensam sobre essa ação” (Cox, 1996c, p. 52). Nesse sentido – e somente nesse –, não há uma separação seca entre objetividade e subjetividade. O que chamamos objetividade é o fruto da “subjetividade coletiva”, do desdobramento das ideias no mundo social. De acordo com Gill (1994, p. 76), “as estruturas de conhecimento da economia política são *uma parte do objeto de (...)* análise. Como as pessoas comprehendem, interpretam, e explicam o mundo são um aspecto deste mundo: as estruturas de conhecimento simplesmente não se posicionam fora dele.”

61. Diga-se de passagem, que a abordagem neogramsciana também se opõe ao estruturalismo de L. Althusser. Uma excelente crítica metodológica ao estruturalismo althusseriano encontra-se em Thompson (1981). Embora o escopo do trabalho de Thompson (polémica no interior do marxismo) seja diverso deste trabalho, e sua profundidade infinitamente maior, o autor deste texto concorda com suas críticas de que o estruturalismo, quando aplicado às humanidades, implica uma reificação do processo histórico. A história é vista como um “processo sem sujeito”, absorvido pela estrutura e sobrevivendo apenas como o desenvolvimento das formas dessa estrutura. A ação humana consciente é expulsa do sistema. Prefere-se a própria concepção de Thompson (1981, p. 101) de que “os homens são considerados como agentes sempre frustrados e sempre ressurgentes de uma história que não dominam”. Para uma aplicação da crítica de Thompson ao estruturalismo de Waltz, ver Ashley (1986). Para uma crítica que aponta a concepção de “ação humana” de Thompson como mais adequada para os estudos dos movimentos operários dos últimos séculos, mas talvez menos apropriada para outros períodos e esferas da vida social, ver Anderson (1985, p. 17-64).

deve ser a primeira do ponto de vista lógico.⁶² Há, na verdade, uma variedade de estruturas de produção. A hierarquia estabelecida entre elas, em uma determinada sociedade, fornece a base para a estrutura de classes. Mudanças nos processos de produção exercem impactos sobre a hierarquia das forças sociais nas comunidades e, portanto, no equilíbrio de poder político e social em nível global (Bernard, 1994, p. 227).

Daqui decorre a natureza do Estado. As ações do Estado são restringidas pela estrutura de classes sociais. As lutas de classes que levam à transformação da forma do Estado assumem forma política; são lutas pela inclusão dos grupos sociais no processo político de decisões (Cox, 1987, p. 148). Mas as formas de Estado também influem nas estruturas de produção: os Estados são os principais criadores de novas formas de relações sociais de produção e coordenam suas configurações. Na verdade, a criação e transformação dessas configurações não poderiam ser explicadas por si, pois dependem da ação do Estado. O Estado fornece aparato legal e institucional que define os parâmetros do desenvolvimento das relações de produção.

Finalmente, as estruturas de relações de produção e as formas de Estado interagem no âmbito mundial. Os sistemas interestatais, portanto, são dinâmicos. Suas diferenças no tempo podem ser analisadas como diferenças nas relações de produção e nas formas de Estado. Mais uma vez, as relações são bicausais: as estruturas estáveis de ordem mundial proveem arcabouço favorável a determinadas relações de produção e determinadas formas de Estado.

As inter-relações entre esses três âmbitos de estruturas históricas mostram que não se trata de conceder autonomia à economia e/ou ao campo doméstico; trata-se de compreender *como a estrutura das relações sociais (global e doméstica, política e econômica) produziu a realidade social contemporânea*. O poder do Estado no sistema interestatal não pode, portanto, ser o ponto de partida; deve ser objeto de questão.

Os “níveis de análise” são aparato interessante apenas para denotar diferentes padrões de arranjos institucionais (local, regional, interestatal) existentes; não podem ser considerados fonte de explicação. O Estado, como foco primário do conflito político do complexo Estado-sociedade, administra os interesses nos domínios doméstico e internacional por meio de políticas domésticas e de barganhas intergovernamentais (Underhill, 1994, p. 32).

4.2 Hegemonia

[A hegemonia] é como um travesseiro: absorve choques e, cedo ou tarde, nele o eventual assaltante se sentirá confortável em descansar (Cox, 1993, p. 63).

62. Cox (1987) abre seu notável *Production, power, and world order* da seguinte forma: “A produção cria a base material para todas formas de existência social, e os modos pelos quais os esforços humanos são combinados nos processos produtivos afetam todos os outros aspectos da vida social, incluindo a política”.

As diferenças entre as abordagens tradicionais e a abordagem neogramsciana tornam-se mais claras nas respectivas definições de “hegemonia”. Para a abordagem neogramsciana, um Estado não pode explorar diretamente os outros sem que surjam oposições violentas. Pode-se definir “hegemonia” como uma estrutura preponderante de relações sociais que tende a absorver ou subordinar todas as demais. Uma *intersubjective understanding* do mundo exclui as outras e parece tornar-se universal (Cox, 1995, p. 43). Para Gill (1995, p. 65), hegemonia é a fundação e o estabelecimento de um sistema com apelo relativamente universal, dotado de mecanismos que permitem, em um acordo político transnacional, a institucionalização do conflito e a hierarquização dos interesses subordinados.

Evidentemente, o conceito remonta a Gramsci (1978), embora tal autor estudasse, em geral, a esfera política doméstica. Em seus estudos sobre os aparelhos e mecanismos da hegemonia burguesa nos países da Europa Setentrional, Gramsci (1978) notara que a posição hegemonicava envolvia concessões às classes subordinadas, em retorno ao reconhecimento da liderança burguesa. Tratava-se de transcender os interesses de grupos específicos, ou mesmo de uma classe, para a incorporação de outros interesses, na forma de uma ideologia expressa em termos universais. O movimento em direção à hegemonia é uma passagem da infraestrutura à complexa esfera das superestruturas; procura trazer uma unidade não apenas de objetivos econômicos e políticos, mas também moral e intelectual.

O ponto central de Gramsci é que, naqueles países, a hegemonia estava firmemente enraizada na sociedade civil, muito mais desenvolvida e assumindo formas muito mais variadas que em outros países. Nesse caso, o Estado não precisava ser gerido de forma direta pela burguesia.⁶³

Daqui deriva a noção gramsciana, que remonta a Nicolau Maquiavel, de que hegemonia é mais consentimento que coerção. A coerção, embora sempre latente, só é aplicada em casos desviantes e marginais, e corresponde à esfera “pública” da sociedade política, ou seja, ao Estado *strictu sensu*. O consentimento, por seu turno, correspondente à sua esfera “privada”, justamente a sociedade civil (Gill, 1990, p. 42-43).

A abordagem neogramsciana das relações internacionais desdobra os estudos de Gramsci, que se voltavam para o espaço doméstico, para as relações de ordem mundial. A afirmação de Russett (1985, p. 230) soa interessante:

A institucionalização internacional associada à criação de regimes (...) ajuda a disseminar normas culturais e políticas comuns, especialmente entre as elites

63. O “Estado” não era apenas os aparelhos administrativos, executivos e coercitivos; sua verdadeira noção deveria incluir os fundamentos das estruturas políticas embutidos na sociedade civil. A Igreja, a imprensa, a maçonaria, eram todas instituições que ajudavam a criar nos indivíduos determinados modos de comportamento e determinadas expectativas, consistentes com a ordem social hegemonicava. “O Estado é todo o complexo de atividades práticas e teóricas com o qual a classe dominante não apenas justifica e mantém sua dominação, mas logra ganhar o consentimento ativo daqueles que governa” (Gramsci *apud* Rupert, 1993, p. 79).

governantes, colaborando para se alcançar consenso sobre quais problemas devem ser resolvidos, e de que forma. (...) A hegemonia cultural oferece influência de longo prazo que persiste, e persiste profundamente, até hoje.

Essa noção também fora captada por Ikenberry e Kupchan (1990), ao distinguirem os mecanismos por meio dos quais o poder hegemônico pode exercer sua liderança: de um lado, “incentivos materiais” e, de outro, “crenças substantivas”, que ocorrem “quando as elites estrangeiras adquirem a visão de ordem internacional do poder hegemônico e a aceita como a sua própria – isto é, quando eles internalizam as normas e orientações de valor apoiadas pelo poder hegemônico e aceitam suas afirmações normativas sobre a natureza do sistema internacional” (Ikenberry e Kupchan, 1990, p. 285).

Nesse sentido, Cox (1996b) conclui que a estabilidade do sistema mundial pode ser definida a partir de um conceito de hegemonia baseado na *conjunção ou adequação coerente entre os elementos da estrutura na esfera mundial: poder material do Estado dominante; imagem coletiva da ordem mundial; e instituições que administraram a ordem com certo semblante de universalidade*:

Hegemonia em nível internacional não é pois meramente uma ordem entre Estados. É uma ordem dentro da economia mundial com um modo de produção [leia-se: regime de acumulação] dominante que penetra em todos os países e se liga a outros modos de produção. Também é um complexo de relações sociais internacionais que conectam as classes sociais de diferentes países. Hegemonia mundial é descritível como uma estrutura social, uma estrutura econômica, e uma estrutura política; e não pode ser simplesmente uma dessas coisas, mas deve ser todas as três. Hegemonia mundial, além disso, é expressa em normas, instituições e mecanismos universais que descrevem regras gerais de comportamento para os Estados e para aquelas forças da sociedade civil que atuam através das fronteiras nacionais – regras que dão suporte ao modo de produção dominante (Cox, 1993, p. 61-62).

Não somente a ideologia, mas as instituições internacionais contêm regras que facilitam a expansão das forças sociais dominantes, permitindo, ao mesmo tempo, o ajustamento a desequilíbrios internacionais com o mínimo de custos. As instituições internacionais são o produto da iniciativa do poder hegemônico, reproduzindo ideologicamente sua ordem social.⁶⁴

Assim, é verdade que a hegemonia mundial repousa sobre uma dada estrutura de poder e tende a reproduzi-la. Mas não basta apenas o poder material do Estado dominante. O período entreguerras, aliás, pode ser estudado como aquele em que o poder material dos Estados Unidos não era acompanhado por ideologia e instituições

64. Vimos que a abordagem institucionalista, mesmo quando aceitando as premissas realistas dos Estados como atores básicos do sistema internacional, apresenta problemas. Mas, no que se refere ao papel dos Estados Unidos na formação das instituições internacionais que deram suporte à hegemonia americana, Keohane (1984), especialmente nas páginas 135-150, é uma boa referência.

correspondentes; pelo contrário, havia uma nostalgia do século XIX, materializada em tentativas frustradas de restabelecer uma ordem fundada no *laissez-faire*.⁶⁵

Para se instituir a hegemonia mundial, é preciso encontrar uma ordem mundial universal em concepção, em que os outros países compatibilizem seus interesses. Isso não pode ser encontrado apenas na esfera interestatal, na regulação de conflitos internacionais; deve ser buscado em uma sociedade civil concebida globalmente, ou seja, em um “regime de acumulação de extensão global que origina vínculos entre classes sociais dos países envolvidos” (Cox, 1993, p. 61). Esse regime cria as oportunidades para as forças da sociedade civil operarem em escala global. Como notaram Ikenberry e Kupchan (1990, p. 285-286), cria-se um “processo de socialização entre elites”, o qual delineia tanto a agenda de questões a ser enfrentada quanto as “orientações de valor moral” dessas elites. O próprio fato de uma hegemonia ser questionada já indica enfraquecimento de suas dimensões ideológicas (Cox, 1992).

Vimos, portanto, que o conceito de hegemonia é encontrado na harmonia entre os elementos constitutivos da estrutura na esfera mundial. Entretanto, esta descrição não explica como ela se fundou, como se reproduz e como eventualmente se contradiz. Para tanto, é necessário analisar as inter-relações com as outras duas esferas: das forças sociais de produção e das formas de Estado.

As forças sociais não são exclusivamente domésticas. Forças sociais particulares extravasam as fronteiras nacionais:

O mundo pode ser representado como um padrão de forças sociais interativas, no qual os Estados desempenham um papel intermediário, embora autônomo, entre a estrutura global das forças sociais e as configurações locais das forças sociais dentro de países particulares (Cox, 1996b, p. 105).

Gramsci esclarecera que as relações sociais domésticas têm precedência lógica sobre as internacionais. Mudanças nas relações de poder internacional podem ser encontradas em mudanças nas relações sociais internas. É claro que os Estados permanecem como o lócus básico de poder nas relações internacionais, mas trata-se aqui de um complexo Estado-sociedade, o qual não pode ser estudado apenas a partir das negociações diplomáticas ou das capacidades militares.

Os Estados hegemônicos são aqueles que apresentaram uma revolução socioeconômica, observando de forma mais ampla suas consequências na forma de Estado e nas relações sociais. A hegemonia mundial só pode ser alcançada quando já se atingiu uma hegemonia social doméstica. São essas formações que liberam as energias para a expansão em escala mundial (Cox, 1987). A hegemonia mundial

65. Mesmo Keohane aceita tal argumento, ao propor “uma versão refinada da teoria da estabilidade hegemônica [que] não declara uma ligação automática entre poder e liderança. Hegemonia é definida como uma situação na qual um Estado é poderoso o bastante para manter as regras essenciais que governam as relações interestatais, e *disposto a assim fazê-lo*” (Keohane, 1984, p. 34-35). Também é coerente com a abordagem gramsciana a afirmação de Keohane, tantas vezes encontrada neste mesmo texto, de que “hegemonia e cooperação não são contraditórios, mas têm uma relação simbiótica”.

é a contrapartida de complexos Estado-sociedade hegemônicos domésticos.

Os “regimes internacionais”, portanto, devem ser concebidos como a formulação e exportação de um conjunto de significados que, por um lado, *originam a hegemonia* e, por outro, promovem determinados *interesses de classe*. Os regimes não são consequência do poder hegemônico de um Estado, como o quer o neorrealismo, mas justamente é a capacidade de instaurar regimes um dos requisitos para a constituição da hegemonia no cenário internacional. Não são apenas as capacidades materiais de certo Estado que o fazem hegemônico, mas sua habilidade em projetar para o cenário internacional um conjunto de imagens coletivas compatíveis com os interesses não apenas de certos grupos nacionais, mas também de outros Estados. Nem são os regimes a expressão consensual dos interesses da comunidade internacional como um todo, como o quer o neoliberalismo, mas favorecem a reprodução de uma ordem que beneficia determinadas classes. As decisões dos Estados na arena internacional não ocorrem em um vácuo político, mas respondem a pressões de grupos sociais para a elaboração de normas e princípios que articulam seus interesses.

O “poder” do Estado hegemônico é muito mais amplo do que aquele configurado por seu território. A produção de mercadorias orienta-se para a internacionalização e a ordem torna-se liberal. Aqui está a chave para a ligação entre hegemonia e estabilidade do sistema econômico internacional, muito mais complexa do que supõe a teoria da estabilidade hegemônica. As instituições econômicas e sociais, a tecnologia, a cultura associadas com essa hegemonia nacional tornam-se padrões para imitação no exterior. Os outros países, periféricos em particular, adotam uma revolução passiva; neles, a hegemonia é menos consistente e intensa que no país hegemônico.⁶⁶

4.3 Hegemonia americana e autonomia relativa das políticas monetárias

A teoria da estabilidade hegemônica tem no período da *Pax Americana* seu ponto alto; mesmo neoliberais não divergem de neorrealistas neste ponto. Para seus adeptos, a configuração de um regime liberal nas décadas de 1950 e 1960 baseava-se na estrutura internacional de poder: a presença de um poder hegemônico, mais que um movimento irresistível do mercado, permitiu a abertura do sistema.

O artigo de Gilpin (1971) foi o primeiro a estabelecer as bases dessas afirmações. A ideia central do artigo era a de que a intensificação das relações econômicas internacionais, especialmente entre os Estados Unidos, de um lado, e a Europa Ocidental, de outro, com as firmas transnacionais em seu epicentro,

66. Ikenberry e Kupchan (1990) argumentam que a expansão dos interesses da classe dominante do poder hegemônico para os outros países (que eles denominam “socialização no sistema internacional”) pode acontecer por meio de diversas formas. Entretanto, sustentam que isso somente tem a possibilidade de ocorrer durante “períodos históricos críticos, nos quais a mudança internacional coincide com crises domésticas nos países secundários” (1990, p. 292). Nesses períodos, há uma fragmentação social interna que torna as elites locais mais receptivas à importação de novas ideias e à reorganização da ordem internacional. A importância dos fatores normativos é destacada, pois “o processo de socialização pode conduzir a resultados que não são explicáveis simplesmente em termos do exercício do poder coercitivo”, embora concedam que “a persuasão normativa [sem uma indução externa ou uma reconstrução interna] é insuficiente para dirigir o processo de socialização” (Ikenberry e Kupchan, 1990, p. 314-315).

era o resultado de uma configuração política muito particular. A Segunda Guerra Mundial tinha deixado consequências desastrosas para seus participantes, criando um vácuo político e econômico que poderia ser preenchido pelo avanço soviético. Para evitar a perda de sua esfera de influência, os Estados Unidos viram-se obrigados a alterar seus planos de reconstrução do pós-Guerra, os quais se baseavam no multilateralismo e no livre comércio, há muito presentes nas tradições americanas de política exterior. Agora, os Estados Unidos permitiriam discriminações contra produtos americanos, em nome da recuperação da Europa. Obviamente,

o impacto econômico do regionalismo econômico na Europa Ocidental não foi (...) completamente deletério para o comércio entre os EUA e a Europa. De fato, pode-se argumentar que o regionalismo deu à Europa coragem e segurança para sair das tradições do colonialismo econômico (Gilpin, 1971, p. 412).

A partir do Plano Marshall e da Organização para a Cooperação Econômica Europeia (OCEE), os Estados Unidos puderam lentamente estabelecer o dólar como moeda-referência e expandir o papel de suas empresas transnacionais naquelas regiões.

A conclusão de Gilpin (1971) não deixava margem para dúvidas: a expansão das empresas transnacionais tinha suas raízes em questões políticas e de defesa. Elas não estavam substituindo o Estado Nação na política internacional; eram antes um instrumento dos interesses políticos do Estado Nação mais poderoso, com a conivência dos outros:

Ao contrário do argumento de que a corporação multinacional suplantará de alguma forma o Estado Nação, acho que está mais próximo da verdade argumentar que o papel do Estado Nação na vida econômica e política está crescendo e que a corporação multinacional é, na verdade, um estimulante para a extensão adicional do poder estatal no campo econômico (Gilpin, 1971, p. 419).

Do mesmo modo, e inversamente, qualquer sintoma de enfraquecimento da ameaça soviética poderia muito bem reverter a expansão das empresas transnacionais: essa havia sido a tentativa, infrutífera porém, do então presidente francês Charles De Gaulle em 1963.

A análise de Gilpin, reforçada em seu notável *U.S. and the multinational corporation* (1975), é extremamente valiosa. Ela é corroborada por uma série de estudos posteriores.⁶⁷ Mas o próprio autor reconhece que a ascensão da estrutura

67. Martin (1994) mostra que mesmo a teoria da estabilidade hegemônica, embora possa explicar as diretrizes liberais que emergiram a partir da hegemonia americana, não explica a implementação diversa a partir do fim dos anos 1940. As lacunas são elementos geopolíticos, ou seja, "a severa deslocação social que teria resultado da implementação do desenho original americano para uma ordem econômica, precipitando conflitos políticos e tornando a Europa Ocidental vulnerável a aquilo que era percebido como uma crescente ameaça da dominação soviética" (p. 68). Ou, como bem colocam Calleo e Rowland (1973, p. 43), "o livre comércio não era o elo que realmente ligava os Estados Unidos e a Europa no pós-Guerra. Ao contrário, era o tema que os dividia. (...) A Comunidade Atlântica do pós-Guerra surgiu apenas depois que os Estados Unidos, movidos pelo seu temor ao comunismo na Rússia e dentro dos países da Europa, suprimiram seus escrúpulos econômicos liberais a bem da "segurança mútua" e da rápida recuperação da Europa. (...) A economia estava subordinada à política. (...) Harry Dexter White deu lugar ao General Eisenhower".

coerente que viria a ser identificada como “hegemonia americana” não ocorreu apenas na esfera mundial. É preciso pensar logicamente antes o conjunto de forças sociais que é produzido a partir das relações capitalistas de produção em determinado momento nos países centrais, em particular nos Estados Unidos, que posteriormente pressionariam para a internacionalização do capital.

A internacionalização do capital não ocorreu em um vácuo político doméstico. Empresas com estratégias “multinacionais” encontraram expressão política no governo norte-americano. Esse é o impacto real da hegemonia americana – os interesses do capital produtivo expansionista foram bem articulados politicamente no Estado e pressionaram por determinados regimes internacionais. Esses interesses, oriundos de grupos e indivíduos politicamente bem posicionados no interior das burocracias dos Estados mais poderosos, são projetados para o domínio internacional; há então uma reestruturação dos mercados e das instituições de administração econômica internacional, rebatendo nas políticas domésticas dos países do sistema.

Ao se enfatizar não somente as pressões sociais, no interior dos países centrais, para a expansão internacional do capital, mas também a articulação dessas pressões nas políticas governamentais, ressaltam-se as interações doméstico/internacionais e político/econômicas. É preciso, portanto, descrever as origens e a reprodução da hegemonia americana sob este ponto de vista.

É a partir do arcabouço teórico neogramsciano que se deve explicar a ascensão de um novo sistema monetário internacional após a Segunda Guerra Mundial. Não se pode, portanto, explicar tal estabilidade simplesmente a partir da estrutura mundial de poder econômico, ou seja, a partir do diferencial do tamanho ou da produtividade entre os Estados Unidos e o resto do mundo. É preciso compreender o surgimento e a dinâmica de uma formação social coerente (relações de produção, ideologia e instituições), a partir do núcleo da economia norte-americana até o momento em que extravasa suas fronteiras, “conectando as classes sociais de diferentes países”. Dessa forma, cabe indagar o que caracterizava tal formação social.

O interessante a ser observado é que a resposta do próprio Cox (1987) não é adequada. Para este autor, a hegemonia americana pode ser explicada a partir do conceito de “internacionalização do Estado” nos países mais avançados:

[Da Segunda Guerra Mundial] emergiu uma nova era hegemônica na qual os Estados Unidos assumiram o mesmo tipo de liderança que a Grã-Bretanha havia exercido em meados do século XIX. (...) A nova ordem hegemônica surgiu mediante uma mudança nas relações de poder entre os principais Estados, refletindo uma mudança decisiva nos seus poderes econômico-produtivos relativos – uma mudança que conferiu aos Estados Unidos uma oportunidade de liderança inquestionável fora da esfera soviética. O estabelecimento da nova ordem envolvia a transformação das estruturas de Estado – a emergência, nos países de desenvolvimento capitalista mais

avançado, de uma forma neoliberal (*sic*) de Estado, alinhada à ordem hegemônica, e, nas economias periféricas, de formas de Estado direcionadas à conexão dessas zonas periféricas à economia mundial (Cox, 1987, p. 211-212).

A principal peculiaridade desta forma de “Estado neoliberal” era o ajustamento das políticas econômicas nacionais à dinâmica da economia mundial:

Os Estados passaram a se reportar a agências de uma ordem econômica internacional – o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT) – com relação à liberalização do comércio e à estabilidade e conversibilidade cambiais, e também lhes eram concedidos instrumentos e tempo para fazerem ajustes nas suas práticas econômicas nacionais, a fim de que não tivessem de sacrificar o bem-estar de grupos domésticos (Cox, 1994, p. 45-46).

Ainda:

A economia mundial era a restrição externa sobre o Estado neoliberal. Onde o Estado de bem-estar nacionalista tentara criar sua própria esfera autônoma protegida, dentro da qual os objetivos nacionais poderiam ser buscados, o Estado neoliberal floresceu ou esmoreceu com a economia mundial. (...) O Estado Nação torna-se parte de uma estrutura política mais ampla e mais complexa, que é a contrapartida da produção internacional. (...) O centro de gravidade mudou das economias nacionais para a economia mundial, mas os Estados deveriam ter uma responsabilidade sobre ambos. A possibilidade de contradição aberta entre ambos era obscura, na confiança de que o tempo e os recursos seriam adequados para efetuar uma reconciliação. O acordo funcionou enquanto a economia global estava de fato se expandindo (Cox, 1987, p. 223, 253 e 255).

A última observação é interessante, porque mostra que Cox (1987) não vislumbra uma conciliação entre nacionalismo econômico e regime internacional liberal, a não ser sob condições de crescimento. A hegemonia mundial tem de oferecer uma ordem aberta inclusive e principalmente na esfera financeira, como afirma na conclusão de seu capítulo sobre a *Pax Americana*: “[A]s finanças internacionais são o agente proeminente da conformidade com a ordem hegemônica mundial e o principal regulador da organização política e produtiva da economia mundial hegemonic” (Cox, 1987, p. 267).

Muitos são os historiadores e economistas que discordariam do conteúdo das passagens anteriormente. Uma das principais características do período do padrão dólar-ouro foi justamente o papel desempenhado pelas políticas monetárias domésticas nos países capitalistas mais avançados. Todo o livro de Milward (1994) é dedicado a esse ponto; Helleiner (1994) fala da “ordem restritiva de Bretton Woods”, ao enfatizar o papel dos controles à movimentação dos capitais financeiros; com o mesmo objetivo, Eichengreen (1996) mostra como tais controles eram realmente eficientes para a obtenção de diferenciais de taxas de juros não explicados por expectativas de variação cambial; Ikenberry e Kupchan (1990) mostram como emergiu

um “sistema frouxo de multilateralismo liberal”, em que os Estados Unidos aceitaram exceções nos arranjos comerciais e financeiros, implicando uma medida muito maior de autonomia econômica nacional que o previamente planejado; em uma visão ainda mais radical, Stubbs e Underhill (1994, p. 157) afirmam que “o período de maior dominância americana é o mais antiliberal”.

Esses estudos constatam a existência de uma autonomia, ainda que relativa, das políticas macroeconômicas dos Estados europeus, em particular das políticas monetárias.⁶⁸ É verdade que a ordem política mundial, caracterizada pela bipolaridade, condicionava tanto as formas de Estado quanto o estabelecimento de um regime liberal *no que tange à esfera do comércio internacional*. Mas também é verdade que, *no que tange à esfera das finanças*, o regime estava longe de ser liberal.⁶⁹ A autonomia relativa das políticas monetárias dos principais bancos centrais europeus é um elemento que deve estar presente em qualquer análise do período.

O sistema econômico internacional era “liberal”, mas é preciso esclarecer o significado dessa afirmação. Em primeiro lugar, ele era constituído, e podia ser identificado, por suas partes constituintes: as economias nacionais. Não havia semelhante, em importância e função, a um espaço desregulado de valorização do capital. Em segundo lugar, a influência do capital financeiro transnacional era bastante limitada. A restrição ao poder político das finanças internacionais implicava liberdade dos governos à condução de políticas macroeconômicas menos comprometidas com a “moeda forte”.

O erro de Cox, de fato, foi analisar o período de montagem da economia mundial no pós-Segunda Guerra Mundial com a hipótese já implícita de que resultaria no liberalismo das décadas de 1980 e 1990, o que lhe reserva certo determinismo injustificado. De fato, o próprio autor, em seu artigo seminal de 1981, caracterizara o período em questão com destaque para a política econômica doméstica:

As bases gêmeas da hegemonia social do pós-Guerra foram, primeiro, um contrato social, e, segundo, o crescimento econômico. O contrato social garantia emprego, rendas adequadas, e auxílios de bem-estar para o grosso da população trabalhadora, em retorno ao seu apoio ou aceitação de um sistema econômico de capitalismo regulado. (...) O Estado regulava a economia por meio da administração keynesiana da demanda e de transferências sociais (Cox, 1996b, p. 247).

Cox (1987, p. 215) assume que “houve um período de transição, aproximadamente de 1946 a 1958, durante o qual os principais Estados participantes, que não os Estados Unidos, ajustaram suas próprias estruturas e suas economias nacionais aos

68. A expressão “autonomia relativa das políticas monetárias domésticas” é aqui compreendida como a capacidade de os outros países (que não os Estados Unidos) utilizarem, em certos limites, os instrumentos monetários para a administração dos ciclos econômicos. Pode ser mensurada pelos diferenciais de taxas de juros não explicados por expectativas de variação cambial.

69. O trabalho empírico de Giovannini (1988) não deixa margem para dúvidas: os Estados nacionais europeus mais importantes tinham capacidade, em certos limites, de implementar política monetária diversa dos Estados Unidos.

requisitos da nova ordem mundial”. Mas isso cobre a metade do período compreendido como “apogeu da hegemonia americana”! Além disso, após 1963, já parecia claro que o dilema de Triffin ameaçava a supremacia monetária americana (Aglietta, 1985).

Em texto posterior, a “internacionalização do Estado” é acertadamente vista como fenômeno mais recente, que justamente substituiria a ordem do pós-Guerra:

A crise da ordem do pós-Guerra expandiu o fôlego e a profundidade da economia global que existe ao lado da, e supercede incrementalmente a, economia internacional clássica. (...) O impacto estrutural sobre os governos nacionais dessa centralização global da influência sobre as políticas econômicas pode ser chamado de internacionalização do Estado. Sua característica comum é converter o Estado em uma agência de ajustamento das práticas e políticas econômicas nacionais às exigências da economia global. O Estado torna-se um canal de transmissão da economia global à nacional, onde até então tinha atuado como o baluarte da defesa do bem-estar doméstico contra os distúrbios externos (Cox, 1994, p. 48-49).

Ainda:

Durante a maior parte deste século, o papel dos Estados foi concebido como um amortecedor que protegia a economia nacional das forças disruptivas estrangeiras, a fim de possibilitar o encorajamento de níveis internos de atividade econômica suficientes para sustentar o emprego e o bem-estar domésticos adequados. A prioridade do Estado era o bem-estar doméstico. Nas últimas duas décadas, a prioridade alterou-se para a adaptação das economias domésticas às exigências da economia mundial (Cox, 1996a, p. 193).

O que tem de ser explicado, portanto, é por que e de que modo a hegemonia americana compatibilizava-se com a autonomia relativa das políticas monetárias domésticas dos principais países capitalistas. A ordem financeira internacional “restritiva” do período era um dos elementos da hegemonia americana – diferentemente, portanto, do período conhecido como de hegemonia britânica.⁷⁰

5 CONCLUSÃO

Este texto tentou mostrar, em primeiro lugar, a importância da teoria da estabilidade hegemônica na literatura de teoria monetária internacional. Para tanto, elegeu dois representantes de escolas bastante diversas de economia: Ronald McKinnon e Michel Aglietta.

Tanto a proposta de reformulação do sistema monetário internacional de McKinnon na direção de um sistema de taxas fixas de câmbio, quanto a de Aglietta

70. Devemos retornar às afirmações mais precisas de Cox em outro texto (1996b), em que afirma que “a separação no século XIX entre a política e a economia foi obscurecida pela experiência da Grande Depressão e pela ascensão das doutrinas keynesianas. Como os Estados tinham agora um claro papel, legítimo e necessário, no gerenciamento econômico nacional, tornou-se necessário tanto multilateralizar o gerenciamento administrativo da economia internacional, como fornecer-lhe uma qualidade intergovernamental” (Cox, 1996b, p. 104). Aqui o problema está mais bem colocado.

rumo à cooperação institucionalizada de políticas monetárias, quando investigadas as suas premissas mais elementares, elegem as interações entre Estados como objeto central de análise. Particularmente, ambos os autores entendem que a instabilidade do sistema decorre de alguma forma de desajuste entre as políticas monetárias dos principais bancos centrais. O problema deve ser buscado na esfera das relações interestatais. Não por outro motivo, ambos os autores apostam em alguma forma de cooperação entre bancos centrais – bem mais estrita e menos flexível no caso de McKinnon, é verdade – como ponto de partida para uma eventual estabilidade do sistema monetário internacional.

Vimos que Aglietta, diferentemente de McKinnon, não propõe a total submissão das políticas macroeconômicas domésticas a um princípio monetário internacional. Pelo contrário, o autor mostra que o desafio é conciliar a soberania monetária nacional e a organização de divisas no plano internacional. Entretanto, Aglietta não oferece um estudo sistemático do movimento histórico de internacionalização dos fluxos de capital. Como em McKinnon, a integração entre os mercados financeiros nacionais é um problema subordinado à análise mais geral e, portanto, solucionável na esfera das relações interestatais.

É por essa razão que ambos consideram a estabilidade do padrão dólar-ouro como decorrente da subordinação mundial à política monetária dos Estados Unidos. A ênfase na esfera das relações interestatais não poderia ser mais explícita. A distribuição de poder entre bancos centrais, e não a natureza da expansão do capital, foi a fonte de estabilidade do sistema. A hierarquia internacional (no limite, a hegemonia) permitia o aparecimento de regras que, em última análise, conferiam regularidade às transações financeiras internacionais.

Essa ideia geral nada mais é do que a essência da teoria da estabilidade hegemônica. No estudo dos fenômenos econômicos internacionais, esta teoria representou indubitavelmente um avanço sobre as antigas abordagens realistas e liberais. Ainda carrega, entretanto, as insuficiências teóricas das abordagens que lhe serviram de ponto de partida. Em particular, as críticas externas que lhe foram dirigidas não encontraram resposta adequada em seu próprio arcabouço estrutural.

É possível encontrar o viés realista da teoria da estabilidade hegemônica no modo pelo qual se concebe o Estado: um ator unitário e racional. Não há espaço para o estudo das lutas de classes sociais como fatores determinantes da estrutura internacional. Para a teoria da estabilidade hegemônica, a dinâmica da economia internacional não depende das relações de classe, mas apenas da distribuição de poder entre Estados, os quais não são, em si, objeto de análise.

Além disso, a variante neorrealista da teoria da estabilidade hegemônica, ao concentrar-se excessivamente na esfera das relações interestatais, adota conceito imóvel de hegemonia, não explicando a ascensão e a queda das potências hegemônicas em

seu arcabouço. Emerge uma teoria estática, importante para organizar conceitos, mas incapaz de analisar a dinâmica histórica do sistema econômico internacional.

O liberalismo também contribuiu para as insuficiências da teoria da estabilidade hegemônica, principalmente de sua variante neoliberal. Essa variante limita o conceito de estrutura ao mercado internacional. Nesse caso, o conceito de hegemonia é, por um lado, uma lista arbitrária de vantagens comparativas do poder hegemonicó, inexistindo um argumento que ofereça a ligação destes elementos. Por outro lado, está subjacente uma concepção duvidosa em que todos os Estados beneficiam-se da presença do poder hegemonicó.

A variante neoliberal da teoria da estabilidade hegemônica não estuda o conteúdo da ordem internacional, o qual somente pode ser compreendido a partir da análise do “propósito social” que sustenta os regimes. Não basta concentrar-se na ascensão e no declínio do poder internacional; é preciso também refletir acerca das interações entre a autoridade política e o mercado, ou seja, acerca do grau de aceitabilidade social, em um momento histórico, às vicissitudes produzidas pelo funcionamento do mercado. O montante de regulação econômica desejado pela sociedade não é função apenas da concentração de poder internacional em um determinado país.

A abordagem neogramsciana de economia política internacional supera essas deficiências, pois representa alternativa teórica que considere simultaneamente as esferas política e econômica e os níveis internacional e doméstico. Seu conceito de estrutura, representado por forças sociais de três tipos (poder material, instituições e ideologia), além de atentar para os aspectos normativos, representa uma totalidade que pode ser alterada por meio da ação política.

O domínio internacional reflete o equilíbrio específico das forças sociais dos Estados mais poderosos (representados em um regime específico de acumulação, em uma forma específica de Estado e em instituições e ideologia correspondentes), enquanto este equilíbrio é projetado no sistema internacional. Para estudar as ordens econômicas internacionais, temos de olhar para como o poder e o propósito social legítimo se fundem para projetar a autoridade política no sistema internacional.

As raízes da estrutura internacional das relações sociais têm de ser encontradas não em aspectos isolados do sistema interestatal, mas na dialética entre forças sociais que querem se apropriar do Estado. Ou seja, não é uma simples questão de partir do “doméstico” para chegar ao “internacional”; trata-se de analisar as relações entre forças sociais que atuam tanto nos âmbitos domésticos quanto no internacional.

Dessa abordagem, resulta um conceito de “hegemonia” mais interessante para estudar a evolução do sistema monetário internacional. É evidente que a estrutura hegemonicó de significados é sustentada por uma estrutura de poder, em que um Estado é dominante. Mas essa dominância não é suficiente para criar

a hegemonia. A hegemonia deriva dos estratos sociais dominantes dos Estados dominantes, na medida em que esses modos de fazer e de pensar ganham aquiescência dos estratos sociais dominantes dos outros Estados.

Finalmente, notou-se que a análise do principal representante da abordagem gramsciana, Robert Cox, acerca do padrão dólar-ouro desconsidera o papel das políticas monetárias nacionais no período. Em lugar de verificar que o papel do Estado Nação no sistema econômico foi fundamental para a estabilidade do sistema monetário internacional, Cox vislumbra, já nas décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, a existência de governos que funcionavam como meros agentes da ordem econômica internacional. Diferentemente da pesquisa histórica de Cox, mas partindo de seu próprio arcabouço teórico, é possível mostrar os mecanismos político-institucionais que sustentaram o equilíbrio sensível entre a internacionalização do capital produtivo e a autonomia relativa das políticas monetárias dos países centrais, do qual a estabilidade do sistema monetário internacional foi um dos frutos.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique. **Revue économique**, n. 5, p. 808-844, sept. 1979.
- _____. The creation of international liquidity. In: TSOUKALIS, L. (Ed.). **The political economy of international money**. London: The Royal Institute of International Affairs, 1985. p. 171-202.
- _____. **El fin de las divisas clave**: ensayo sobre la moneda internacional. México: Siglo Veintiuno, [1986] 1987.
- _____. **Macroéconomie financière**. Paris: La Découverte, 1995.
- AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. **La violence de la monnaie**. Paris: PUF, 1982.
- ANDERSON, P. **Teoria, política e história**. México: Siglo XXI, 1985.
- ASHLEY, R. K. The poverty of neorealism. In: KEOHANE, R. O. (Ed.). **Neorealism and its critics**. Nova York: Columbia University Press, 1986. p. 255-300.
- AXELROD, R.; KEOHANE, R. Achieving cooperation under anarchy: strategies and institutions. **World politics**, n. 38, p. 226-254, 1985.
- BAER, M. (Coord.). **A problemática monetário-financeira internacional**: uma questão estratégica para o Brasil. São Paulo, 1994. (2º Relatório Parcial do Convênio CEBRAP/FUNAG/ SGPL/PNUD). Mimeografado.

BERNARD, M. Post-Fordism, transnational production, and the changing global political economy. In: STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. (Eds.). **Political economy and the changing global order**. London: Macmillan, 1994. p. 216-229.

BOOTH, K. 75 years on: rewriting the subject's past – reinventing the future. In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory: positivism and beyond**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 328-339.

BROWN, L. R. **World without borders**: the interdependence of nations. Nova York: Foreign Policy Association; Headline Series, 1972.

BULL, H. The theory of international politics, 1919-1969. In: PORTER, B. (Ed.). **International politics, 1919-1969**. London: Oxford University Press, 1972.

_____. **The anarchical society: a study of order in world politics**. Nova York: Columbia University Press, 1977.

BUZAN, B. The timeless wisdom of realism? In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory: positivism and beyond**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 47-65.

CALLEO, D. P.; ROWLAND, B. N. **America and the world political economy**. London: Indiana University Press, 1973.

CARR, E. H. **Vinte anos de crise, 1919-1939**. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1981.

CONYBEARE, J. A. C. Public goods, prisoners' dilemmas and the international political economy. **International studies quarterly**, v. 28, n. 1, p. 5-22, Mar. 1984.

COX, R. W. **Production, power, and world order**: social forces in the making of history. Nova York: Columbia University, 1987.

_____. Multilateralism and world order. **Review of international studies**, v. 18, n. 2, p. 161-180, 1992.

_____. **Gramsci, hegemony, and international relations**: an essay in method. In: GILL, S. (Ed.). **Gramsci, historical materialism and international relations**. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.

_____. Global restructuring: making sense of the changing international political economy. In: STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. (Eds.). **Political economy and the changing global order**. London: Macmillan, 1994. p. 17-44.

_____. Critical political economy. In: HETTNE, B. (Ed.). **International political economy**: understanding global disorder. New Jersey: Zed Books, 1995. p. 31-45.

- _____. **Approaches to world order.** Cambridge: Cambridge University Press, 1996a.
- _____. Social forces, states, and world order: beyond international relations theory. In: _____. **Approaches to world order.** 1996b.
- _____. Realism, positivism, and historicism. In: _____. **Approaches to world order.** 1996c. p. 49-59.
- DE GRAUWE, P. **International money:** postwar trends and theories. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 1996.
- DORNBUSCH, R. Exchange rates and fiscal policy in a popular model of international trade. **American economic review**, v. 65, n. 5, p. 859-871, 1975.
- _____. The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy. **Scandinavian journal of economics**, v. 78, n. 2, 1976.
- EICHENGREEN, B. **Elusive stability:** essays in the history of international finance. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- _____. **Globalizing capital:** a history of the international monetary system. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- FONSECA JUNIOR, G. **A legitimidade e outras questões internacionais:** poder e ética entre as nações. São Paulo: Paz e Terra, 1998.
- FRIEDEN, J. **Banking on the world:** the politics of American international finance. Nova York: Harper & Row, 1987.
- FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. **A monetary history of the United States, 1867-1960.** Princeton: Princeton University Press, 1971.
- GALE, F. A Neo-Gramscian deconstruction and reconstruction of international regime theory. **Review of international political economy**, v. 5, n. 2, summer, 1998.
- GILL, S. **American hegemony and the trilateral commission.** Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- _____. Gramsci and global politics: towards a post-hegemonic research guide. In: **Gramsci, historical materialism and international relations.** Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- _____. Knowledge, politics, and neo-liberal political economy. In: STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. **Political economy and the changing global order.** London: Macmillan, 1994. p. 75-88.
- _____. Theorizing the interregnum: the double movement and global politics in the 1990s. In: HETTNE, B. (Ed.). **International political economy:** understanding global disorder. New Jersey: Zed Books, 1995.

- GILPIN, R. The politics of transnational economic relations. **International organization**, Special Issue, v. 25, p. 398-419, summer 1971.
- _____. **U.S. power and the multinational corporation:** the political economy of foreign direct investment. Nova York: Basic Books, 1975.
- _____. The richness of the tradition of political realism. In: KEOHANE, R. O. (Ed.). **Neorealism and its critics.** New York: Columbia University Press, 1986. p. 301-321.
- _____. **The political economy of international relations.** Princeton: Princeton University Press, 1987.
- GIOVANNINI, A. **Bretton Woods and its precursors:** rules versus discretion in the history of international monetary regimes. 1988. (Centre for Economic Policy Research Discussion Paper).
- GOODHART, C. **The business of banking, 1891-1914.** London: Weidenfeld and Nicolson, 1972.
- GOODHART, C. **The foreign exchange market:** a random walk with a dragging anchor. Londres, 1988. (LSE Financial Markets Group Discussion Paper, n. 001). Mimeografado.
- GOWA, J. Rational hegemons, excludable goods, and small groups: an epitaph for hegemonic stability theory? **World politics**, v. XLI, p. 307-24, Apr. 1989.
- GRAMSCI, A. **Cartas do cárcere.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1978.
- GRIECO, J. M. **Cooperation among nations:** Europe, America, and non-tariff barriers to trade. Ithaca: Cornell University Press, 1990.
- HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance:** from Bretton Woods to the 1990s. [s.l.]: Cornell University Press, 1994.
- HETTNE, B. Introduction: the international political economy of transformation. In: HEETNE, B. (Ed.) **International political economy:** understanding global disorder. New Jersey: Zed Books, 1995. p. 1-30.
- IKENBERRY, G. J.; KUPCHAN, C. A. Socialization and hegemonic power. **International organization**, v. 44, n. 3, p. 283-315, summer 1990.
- JACKSON, R. Is there a classical international theory? In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory:** positivism and beyond. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 203-220.
- KEOHANE, R. O. The theory of hegemonic stability and changes in international economic regimes, 1967-1977. In: HOLSTI, O. R.; SIVERSON, R. M.; GEORGE, A. L. (Eds.). **Change in the international system.** Boulder, Co.; Westview, 1980. p. 131-162.

_____. **After hegemony**: cooperation and discord in the world political economy. Princeton: Princeton University Press, 1984.

_____. Theory of world politics: structural realism and beyond. In: KEOHANE, R. O. (Ed.). **Neorealism and its critics**. Nova York: Columbia University Press, 1986. p. 158-203.

KEOHANE, R. O.; NYE, J. S. Power and interdependence. Nova York: Harper Collins. 1989.

KINDLEBERGER, C. Systems of international economic organization. In: CALLEO, D. (Ed.). **Money and the coming world order**. New York: New York University, 1976. p. 15-49.

_____. Dominance and leadership in the international economy. **International studies quarterly**. 1981, p. 242-254.

_____. **The world in depression**, 1929-1939. Berkeley: University of California Press, [1973] 1986.

KRASNER, S. D. State power and the structure of international trade. **World politics**, XXVIII, Apr. p. 317-47, 1976.

_____. Accomplishments of international political economy. In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory**: positivism and beyond. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 108-127.

KRUGMAN, P. **Currencies and crises**. Cambridge, Mass. : The MIT Press, 1992.

LAKE, D. **Beneath the commerce of nations**: a theory of international economic structures. International Studies Quarterly, v. 28, 1984. p. 143-170.

_____. British and American hegemony compared: lessons for the current era of decline. In: FRY, M. (Ed.). **History, the White House, and the Kremlin**: statesmen as historians. London: Pinter, 1991. p. 106-22.

LEAVER, R. International political economy and the changing world order: evolution or involution? In: STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. (Eds.). **Political economy and the changing global order**. London: Macmillan, 1994. p. 130-144.

LINKLATER, A. The achievements of critical theory. In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory**: positivism and beyond. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

LITTLE, R. The growing relevance of pluralism? In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory**: positivism and beyond. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 328-339.

MARTIN, A. Labour, the Keynesian welfare state, and the changing international political economy. In: STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. (Eds.). **Political economy and the changing global order**. London: Macmillan, 1994. p. 60-74.

McKEOWN, T. J. Hegemonic stability theory and 19th Century tariff levels in Europe. **International organization**, v. 37, n. 1, p. 73-91, winter 1983.

McKINNON, R. I. Dollar stabilization and American monetary policy. **American economic review**, v. 70, n. 2, p. 382-387, May 1980.

_____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. Cambridge: Mass.; MIT Press, 1996a.

_____. Optimum currency areas. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996b. p. 239-251.

_____. Optimum world monetary arrangements and the dual-currency system. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996c. p. 253-270.

_____. Floating foreign exchange rates 1973-4: the Emperor's new clothes. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996d. p. 271-290.

_____. Exchange-rate instability, trade imbalances, and monetary policies in Japan and the United States. In: _____. **The rules of the game: international money and exchange rates**. 1996e. p. 334-347.

_____. The exchange rate and macroeconomic policy: changing postwar perceptions. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996f. p. 291-333.

_____. Currency substitution and instability in the world dollar standard. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996g. p. 179-204.

_____. Exchange risk and interest rate volatility in historical perspective. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996h. p. 91-109.

_____. Floating exchange rates and the new interbloc protectionism: tariffs *versus* quotas. In: _____. **The rules of the game**: international money and exchange rates. 1996i. p. 411-433.

_____. The rules of the game: international money in historical perspective. In: _____. **money and exchange rates**. 1996j. p. 23-90.

_____. From The rules of the game: international Plaza-Louvre to a common monetary standard for the twenty-first century. In: _____. **The rules of the game:** international money and exchange rates. 1996k. p. 495-525.

MILWARD, A. **The European rescue of the Nation-State.** Londres: Routledge, 1994.

MILWARD, A.; SORENSEN, V. Interdependence or integration? A national choice. In: MILWARD, A. et al. **The frontier of national sovereignty:** history and theory, 1945-1992. London: Routledge, 1993.

MORGENTHAU, H. J. **Politics among nations:** the struggle for power and peace. Boston: McGraw Hill, 1993.

MUNDELL, R. A. Do exchange rates work? Another view. **International monetary**, Apr. 1991. (Fund Working Paper, WP/91/37).

_____. The future of the exchange rate system. **Economic notes**, n. 24, v. 3, p. 453-478, 1995a.

_____. The international financial system: the missing factor. **Journal of policy modelling**, n. 17, v. 5, p. 479-492, Oct. 1995b.

ORGANSKI, A. F. K. **World politics.** Nova York: Knopf, 2nd ed., 1968.

POLANYI, K. **La gran transformación:** los orígenes políticos y económicos de nuestro tiempo. México: Fondo de Cultura Económica, [1944] 1992.

RUGGIE, J. International responses to technology: concepts and trends. **International organization**, v. 29, p. 557-583, summer 1975.

_____. Continuity and transformation in the world polity: toward a neorealist synthesis. In: KEOHANE, R. O. (Ed.). **Neorealism and its critics.** New York: Columbia University Press, 1986. p. 131-157.

_____. Embedded liberalism and the post-war economic regimes. In: RUGGIE, J. G. **Constructing the world polity:** essays on international institutionalization. London: Routledge, 1998.

RUPERT, M. Alienation, capitalism and the inter-state system: toward a Marxian-Gramscian critique. In: GILL, S. (Ed.). **Gramsci, historical materialism and international relations.** Cambridge: Cambridge University Press, 1993. p. 67-92.

RUSSET, B. The mysterious case of vanishing hegemony; or, is Mark Twain really dead? **International organization**, n. 39, v. 2, p. 207-231, spring 1985.

SNIDAL, D. The limits of hegemonic stability theory. **International organization**, v. 39, n. 4, p. 579-614, autumn 1985.

STEIN, A. A. The hegemon's dilemma: Great Britain, the United States, and the international economic order. **International organization**, n. 38, v. 2, p. 355-386, spring 1984.

STRANGE, S. The persistent myth of lost hegemony. **International organization**, v. 41, n. 4, p. 551-574, autumn 1987.

STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. (Eds.). **Political economy and the changing global order**. London: Macmillan, 1994.

TEW, B. **International monetary cooperation, 1945-63**. London: Hutchinson University Library, 1963.

THOMPSON, Edward P. **Miséria da teoria, ou um planetário de erros: uma crítica ao pensamento de Althusser**. Rio de Janeiro: Zahar, 1981.

UNDERHILL, G. R. D. Introduction: conceptualizing the changing global order. In: STUBBS, R.; UNDERHILL, G. R. D. (Eds.). **Political economy and the changing global order**. London: Macmillan, 1994. p. 17-44.

WAEVER, O. Rise and fall of the inter-paradigmatic debate. In: ZALEWSKI, M.; SMITH, S.; BOOTH, K. (Eds.). **International theory: positivism and beyond**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. p. 148-185.

WALTER, A. **World power and world money**. London: Harvester Wheatsheaf, 1991.

_____. The United States and Western Europe: the theory of hegemonic stability. In: WOODS, N. (Ed.). **Explaining international relations since 1945**. Oxford: Oxford University Press, 1996.

WALTZ, K. N. **Man, the State and war: a theoretical analysis**. Nova York: Columbia University Press, 1959.

_____. **Theory of international politics**. New York: McGraw-Hill, [1979] 1986.

WENDT, A. Anarchy is what States make of it: the social construction of power politics. **International organization**, v. 46, n. 2, p. 391-426, 1992.

WIGHT, M. **International theory: the three traditions**. New York: Holmes e Meier, 1991.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura
Reginaldo da Silva Domingos

Revisão

Clícia Silveira Rodrigues
Idalina Barbara de Castro
Laeticia Jensen Eble
Leonardo Moreira de Souza
Luciana Dias
Marcelo Araujo de Sales Aguiar
Marco Aurélio Dias Pires
Olavo Mesquita de Carvalho
Regina Marta de Aguiar
Luana Signorelli Faria da Costa (estagiária)
Tauânara Monteiro Ribeiro da Silva (estagiária)

Editoração

Aline Rodrigues Lima
Bernar José Vieira
Daniella Silva Nogueira
Danilo Leite de Macedo Tavares
Jeovah Herculano Szervinsk Junior
Leonardo Hideki Higa
Cristiano Ferreira Araujo (estagiário)
Diego André Souza Santos (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.

