

## **noviter et novi principia**

### **Considerações Sobre o Reordenamento da Arquitetura Financeira Internacional**

*José Rubens Damas Garlipp*  
*Instituto de Economia*  
*Universidade Federal de Uberlândia*  
*jrgarlipp@ufu.br*

#### **Resumo**

O texto se ocupa de algumas das contribuições recentes da literatura econômica sobre as crises financeiras, e identifica nas propostas de reordenamento da arquitetura financeira internacional filiadas ao pensamento convencional, a busca dos mesmos princípios baseados na auto-regulação, em contraste com as propostas que partem do reconhecimento da instabilidade intrínseca da *economia desregada*. À guisa de conclusão, o texto aponta alguns vetores que a instituição de uma ‘nova arquitetura financeira internacional’ poderia comportar, não sem antes destacar a presença de alguns constrangimentos impostos por uma realidade marcada pela supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas.

#### **I. Introdução**

A nova dinâmica financeira internacional que se estabelece depois da ruptura do padrão monetário-financeiro erigido em Bretton Woods é marcada pelo fortalecimento dos processos especulativos e pelo aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade no preço dos ativos. Assim, ao tempo em que aumenta a fragilidade das instituições financeiras, aprofundam-se os riscos de ruptura do sistema. São riscos associados, principalmente, às dificuldades de controle efetivo sobre as instituições e as operações que caracterizam as ‘finanças globalizadas’.

Com a desregulação e a liberalização de taxas de captação e aplicação, em um ambiente de agravamento da concorrência entre as instituições, estas últimas buscam, prioritariamente, o crescimento das operações financeiras. Posto que as instituições vêm concentrando suas operações em títulos, uma eventual queda generalizada em seus preços acaba pondo em xeque a solvabilidade do sistema. De sua parte, o próprio comportamento do mercado de títulos responde, também ele, pelo aprofundamento do ‘risco de convergência’, na medida em que a crescente concentração de recursos em fundos coletivos e o desenvolvimento do sistema informacional tendem a diminuir a diversidade de expectativas, aproximando ‘baixistas’ e ‘altistas’. Demais, como a rentabilidade dos ativos denominados em diferentes moedas depende tanto da taxa de juros como do comportamento da taxa de câmbio, a livre mobilidade de capitais tende

a favorecer a convergência das primeiras, de sorte que o diferencial de juros entre os países se traduz em risco-câmbio. “Sempre que as expectativas se tornem compartilhadas”, lembra Guttman(1996), “a ação conjunta dos especuladores pode facilmente sobrepujar a capacidade dos bancos centrais de defender suas moedas sob ataque, forçando mudanças dramáticas na política econômica dos governos sitiados. O aspecto de mercadoria privada da moeda encontra aqui sua expressão mais violenta [...], já que os bancos e empresas negociam as moedas correntes como mercadorias e, nesse processo, fazem apostas de curto prazo sobre a performance e as políticas dos Estados Nacionais”. Ademais, como os novos instrumentos financeiros favorecem as operações com ativos de diversas qualidades denominados em moedas distintas, a menores custos e riscos individuais, a especulação com câmbio pode ser ampliada, deflagrando ataques especulativos instabilizadores, com o que as crises financeiras transformam-se em crises cambiais.

A propósito, Aglietta(1995b:139) assinala, com acuidade, que a “volatilidade muito acentuada torna imperfeita a mobilidade de capital, já que é convertida, pelos detentores de ativos, em prêmios de risco variáveis ao longo do tempo. Além disso, significa que as expectativas são precariamente mantidas, o que constitui a base da instabilidade endêmica e dos repentinos ataques especulativos”. Também Davidson (1996) argumenta que, no contexto das finanças ‘globalizadas’, “não apenas as atividades especulativas podem ser altamente desestabilizadoras em termos de preços futuros, mas também a volatilidade desses preços futuros *spot* pode ter consequências reais custosas para a renda real agregada”.

Destarte, a predominância das finanças desreguladas, quer se manifeste enquanto taxas de juros elevadas, quer como taxas de câmbio imprevisíveis ou condições de mercado voláteis, coloca o sistema sob um quadro de recorrentes tensões. Na ausência de mecanismos de controle, que não os ‘mecanismos de mercado’, podem ser desencadeadas crises sistêmicas. Tais crises, sabemos, são características da dinâmica financeira e uma ameaça permanente ao crescimento das economias e à estabilidade do sistema como um todo, tanto mais quanto maiores as dificuldades dos governos em combatê-las de modo efetivo. Pois bem, o quadro das finanças ‘globalizadas’ que se configura depois de Bretton Woods, mais especialmente entre 1975 e 1997, revela que, para um conjunto de 53 países, são registrados nada menos que 158 episódios de crises cambiais e 54 crises bancárias, sendo o número de crises cambiais nos ‘mercados emergentes’ duas vezes maior que

nas economias industrializadas, notando-se uma precedência mais freqüente das crises bancárias em relação às cambiais, e com custos de reestruturação financeira e de perda do produto elevados - atingindo, respectivamente, de 30% a 40% do PIB nos episódios mais graves e, em média, 4,25% da produção, custos esses ainda maiores nos 'mercados emergentes'. (IMF,1998a)

Depois de Bretton Woods assiste-se a sucessivas crises cambiais, a começar com a fuga de capitais dos países periféricos, no final dos anos 1970 e início da década de 1980. A segunda metade dos anos 1980 e, em especial, os anos 1990, por seu turno, são caracterizados, justamente, por uma seqüência de episódios críticos de envergadura, entre os quais o *crash* da Bolsa de Valores em 1987; o *crash* dos mercados imobiliários em 1989; o colapso da Bolsa de Tóquio em 1990; a turbulência no Sistema Monetário Europeu em 1992-3, culminando com o abandono do mecanismo cambial pela Itália e pela Inglaterra; a crise no mercado americano de bônus em 1994; a crise cambial mexicana em 1994-5; a instabilidade da Bolsa de New York em 1996; a queda livre das moedas e mercados acionários asiáticos em 1997; o colapso da economia russa em 1998; a crise do fundo especulativo LTCM (*Long-Term Capital Management*) e as crises dos países latino- americanos, entre 1997 e 1999, incluindo o ataque especulativo contra a moeda brasileira.

Essa sucessão de crises financeiras, uma manifesta erupção das tensões do sistema, torna explícita a exacerbação da tendência de instabilidade intrínseca da *economia desregrada* e, igualmente, revela a exponenciação das dificuldades em sustentar uma taxa de câmbio frente a movimentos especulativos, fruto das mudanças na dinâmica financeira internacional em direção a supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas. Daí uma outra sucessão, a das propostas de reordenamento do sistema monetário e financeiro internacional.

## **II. Em Busca dos Mesmos Princípios**

Na medida em que se sucedem as crises financeiras que apanham a economia internacional depois de Bretton Woods, revelando profundas transformações em sua natureza, emergem na literatura convencional três gerações de modelos explicativos dos ataques especulativos, como sugere Krugman(1998c). Na primeira, considerada 'clássica', haveria um descompasso entre a expansão monetária e as reservas cambiais que apoiam a âncora do país, geralmente em decorrência de déficits públicos. A antecipação racional da quebra do câmbio fixo, pelos agentes, provocaria a fuga de

capital e o ataque especulativo, levando inevitavelmente à ruptura da âncora. Nesses termos, associando os ataques especulativos à reversão de expectativas dos agentes com relação à capacidade da autoridade monetária em sustentar seu compromisso com certa paridade cambial pela venda irrestrita de reservas, essa interpretação, buscando explicar as crises cambiais dos países periféricos entre o final dos anos 1970 e início dos anos 1980, afirma ser a existência de desequilíbrios fiscais o motivo que moveria os agentes a antecipar futuras expansões monetárias, provocando uma fuga de capital até que a autoridade monetária decidisse pela ruptura da âncora cambial, desvalorizando a moeda local diante da incapacidade de sustentação da paridade. É comum aos modelos explicativos da primeira geração propor a disciplina fiscal como política econômica precípua para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos, com o que seriam mantidos equilibrados os *fundamentals*.

Para interpretar a crise do Sistema Monetário Europeu (1992-3), uma segunda geração de modelos aponta para a existência de um custo crescente da manutenção da âncora - em termos de desemprego ou outro fator -, o que tornaria tentador o ataque especulativo, dado que aquele custo não deixaria de criar certa pré-disposição da autoridade monetária à ruptura da âncora cambial. Isto porque o processo de formação de expectativas dos agentes seria informado não só pelas operações com divisas praticadas pela autoridade monetária, mas pela taxa de juros utilizada para atingir as metas cambiais e regular o nível de reservas. Como um aumento da taxa de juros para sustentar a meta cambial leva a um custo recessivo sobre o nível de emprego, então os agentes considerariam não só as contas fiscais em suas expectativas, mas também o grau de comprometimento do emprego para se sustentar a paridade cambial. Nesses termos, conforme a sua percepção a respeito da disposição da autoridade monetária de sustentar a paridade, os agentes poderiam antecipar futuras desvalorizações, buscando denominar seus ativos em divisas. Assim, a ocorrência de crise cambial não necessariamente estaria relacionada a desequilíbrios fiscais significativos. Os ataques contra a libra e a lira, no início da década de 1990, ocorrem em um mundo de maior mobilidade de capitais e demonstram que a crise não atinge apenas as economias periféricas fiscal e monetariamente 'negligentes'. Daí que a interpretação da crise comum aos modelos de segunda geração explora os dilemas de política econômica: manter a taxa de juros elevada para sustentar o compromisso cambial *versus* rejeitar o custo recessivo derivado da primeira opção, reduzindo a taxa de juros e abandonando a paridade.

Quando a crise atinge a Ásia, a partir de 1997, os modelos anteriores mostram-se incapazes de explicá-la frente as então favoráveis condições econômicas e financeiras das economias asiáticas: políticas monetárias e fiscais, em geral, equilibradas; inexistência de déficits fiscais expressivos; níveis elevados de crescimento e emprego; e inflação sob relativo controle. Alcançando uma Ásia com *fundamentals* equilibrados, a crise já não cabe nas explicações dos modelos anteriores. Daí que, para a terceira geração de modelos, os ataques especulativos são provocados a partir de um excesso de endividamento externo dos agentes locais. Na ausência de supervisão financeira adequada e existindo alguma crença quanto a seguros implícitos oferecidos pelo governo diante de eventuais situações de crises financeiras, a âncora cambial tornaria tentador o super-endividamento no exterior. Assim, o risco moral associado à crença dos agentes de que haveria a sustentação de suas posições a descoberto por parte dos governos, o efeito-contágio e a fragilidade regulatória dos sistemas financeiros são incorporados à explicação dos ataques especulativos nas economias asiáticas, e se reconhece que a crise cambial decorre da crise nos mercados de capitais. Isso não significa, no entanto, que a perspectiva convencional admita ser a instabilidade financeira inerente ao modo de operação da *economia desregrada*.

Para o Fundo Monetário Internacional (IMF,1999a), as transformações na natureza das crises financeiras revelam um elemento diferenciador das crises recentes em relação às passadas, qual seja a maior possibilidade de contágio entre as fontes de distúrbios e a economia internacional. Pela tipologia sugerida pelo Fundo, uma “crise econômica ou financeira” pode se manifestar como “crises cambiais”; “bancárias”; “financeiras sistêmicas”; e “de endividamento externo”. As primeiras, “crises cambiais”, resultariam de ataques especulativos contra o valor externo das moedas, forçando as autoridades monetárias ou a praticarem a desvalorização da moeda ou a uma defesa da sua paridade que implica enfrentar o dilema ‘venda das reservas *versus* elevação das taxas de juros’. As crises de segundo tipo, “crises bancárias”, por seu turno, seriam deflagradas por corridas contra as instituições ou quebras que induzam os bancos a suspenderem a convertibilidade dos seus passivos. Também poderiam ocorrer devido aos socorros prestados pelas autoridades monetárias ao sistema, através da injeção de recursos em grande escala. Já as crises do terceiro tipo, “financeiras sistêmicas”, seriam desdobradas do aprofundamento das crises bancárias, em virtude da incapacidade do sistema financeiro realizar a contento a intermediação

de recursos, com o que as atividades produtivas são gravemente atingidas. Por fim, as crises de quarto tipo, “de endividamento externo”, seriam típicas de uma situação de incapacidade de um país honrar compromissos externos, e estariam diretamente relacionadas a fragilidades de suas instituições e *fundamentals*, tornando maior o risco de rupturas tanto quanto mais acentuados forem os desequilíbrios e as fragilidades e menor a ‘credibilidade’ das políticas de ajuste.

Pode-se perceber, pois, que na visão do Fundo as crises apresentam origens comuns, na medida em que são explicadas pelo surgimento de “desequilíbrios econômicos insustentáveis” e “desalinhamentos nos preços dos ativos ou das taxas de câmbio”, em contexto de distorções do sistema financeiro e inflexibilidades estruturais. Nesses termos, o Fundo considera as crises uma decorrência de distúrbios financeiros e econômicos quando as economias sofrem de um alto grau de vulnerabilidade. Não por menos, a crise do Sistema Monetário Europeu de 1992-3 seria uma crise cambial, ao passo que a crise asiática de 1997 e a crise mexicana de 1994-5 seriam a combinação de crise cambial e bancária. A crise cambial dos países nórdicos no início da década de 1990 conteria elementos de crise bancária. Os episódios na Turquia e na Venezuela seriam crises tipicamente bancárias e, por seu turno, a crise da dívida que acomete o Chile e a Argentina no início dos anos 1980, em um e em outro caso, seria precedida de problemas bancários. Em uma palavra, a tipologia das crises utilizada pelo Fundo reafirma que as crises decorrem de desequilíbrios nos *fundamentals* e de fragilidade institucional, o que revelaria que a economia afetada não pratica uma política econômica *market-friendly*, revelando sua incapacidade de transmitir transparência e confiança ao mercado.

Decorrentes dessa visão sobre as crises financeiras, as proposições de políticas de prevenção das crises apregoadas pelo Fundo enfatizam a busca de metas monetárias e fiscais capazes de equilibrar as contas públicas e externas e os preços dos ativos relevantes, além do fortalecimento das instituições e regras capazes de gerar um “sistema financeiro robusto”. Igualmente, é proposta uma agenda de reformas estruturais e políticas de estabilização, para as economias periféricas, basicamente centrada na necessidade de rever as práticas de supervisão dos sistemas financeiros locais e de fornecimento das informações e dados de instituições privadas; o aprofundamento da liberalização financeira interna e externa, bem como da abertura comercial; e o equacionamento das fragilidades nos *fundamentals*, mediante o controle das contas fiscais e externas e da estabilidade monetário-cambial

(IMF,1998a;1998b).

Assim, para além das recorrentes recomendações de políticas de ajuste macroeconômico e reformas institucionais aos países ‘emergentes’, o Fundo (IMF,1999c) propõe o desenvolvimento e a difusão de “códigos de boas práticas” e o aperfeiçoamento dos “padrões de disseminação de dados especiais” - instituídos em 1996 para propagar dados econômicos e financeiros dos países membros. Tendo em vista que o “fortalecimento da arquitetura do sistema financeiro internacional [deve] garantir que os benefícios potenciais da globalização atinjam os países membros”, o Fundo defende a promoção da transparência e do ‘compromisso com a responsabilidade’ (*accountability*), em especial no que tange as informações sobre reservas internacionais e dívida externa das economias. Por conta disso, tem insistido na adoção de padrões internacionais, seja nas áreas de sua direta responsabilidade - como a disseminação de dados, transparência das políticas monetária, fiscal e financeira -, seja na área de supervisão bancária – particularmente em associação com o BIS. Para o Fundo, a transparência dos dados econômicos e das políticas macroeconômicas dos países redundam em informações fidedignas a respeito da situação econômica interna das economias, de sorte que as decisões dos agentes privados podem ser melhor balizadas.

O Fundo também estimula a disseminação de “princípios internacionais de boa conduta”, visando o estabelecimento de sistemas financeiros sólidos, o que requer o fortalecimento dos sistemas financeiros e das práticas de supervisão do mercado. Nesse sentido, em conjunto com o Banco Mundial, o Comitê da Basileia para supervisão bancária e membros dos órgãos de supervisão de diversos países, desde 1998 vem incentivando a revisão das práticas adotadas pelas autoridades nacionais responsáveis pela supervisão e regulação e, igualmente, a revisão dos princípios básicos de regulação bancária pelo Comitê da Basileia. Também voltados para o pretendido fortalecimento da cooperação multilateral são o recém-criado “Fórum pela Estabilidade Financeira” e o “Comitê de Relações da Área Financeira.

O Fundo advoga um maior envolvimento do setor privado na prevenção e resolução das crises, tido como de fundamental importância para garantir um processo de ajuste mais ordenado, limitar o risco moral, fortalecer a disciplina de mercado e auxiliar os devedores dos mercados emergentes a se protegerem da volatilidade e do contágio. Com efeito, sugere a implantação de linhas contingentes de crédito privado, o alongamento dos prazos das linhas de crédito interbancárias a partir da introdução

de opção de compra (*call options*) nos contratos, a emissão de *structured notes*, e garantias oficiais, além de rolagem negociada da dívida externa.

O reconhecimento da necessidade de prevenir crises financeiras faz com que o Fundo aprove, a partir de 1999, novas “Linhas de Créditos Contingenciais” para países com situação macroeconômica saudável, mas sujeitos a futuros problemas de balanço de pagamentos em função do efeito-contágio. A concessão desses créditos, vale notar, depende da implantação de políticas tidas como consistentes por parte dos países ‘em desenvolvimento’, anualmente avaliados em seu desempenho econômico e em sua conduta segundo os padrões internacionais. Para poder ter acesso a esses créditos, o país deve desenvolver “relações construtivas” junto aos credores privados e disposição para diminuir sua vulnerabilidade externa; além, é claro, de apresentar um programa econômico e financeiro em conformidade às orientações do Fundo.

O Fundo sugere maior cautela na ordem da liberalização da conta de capital, reconhecendo a validade de controles temporários sobre os ingressos de capitais, enquanto o ajuste macroeconômico e ou o fortalecimento do ambiente institucional não forem atingidos, por entender que esses controles tendem a melhorar o perfil dos ingressos: “controles sobre os influxos podem ser justificados em bases prudenciais, nas situações em que o ambiente econômico doméstico institucional e regulatório é frágil, e como uma forma de tratar com as pressões externas dos mercados”. Dado que, para o Fundo, o regime de taxas fixas estimula o endividamento externo e subestima o risco cambial, enquanto o regime de taxas flutuantes não evita, por si só, a assunção excessiva de riscos, a instituição apregoa a adoção de “regimes cambiais adequados”.

Também o Banco Mundial (World Bank, 1999) se manifesta em relação às formas de prevenção das crises, reconhecendo que a volatilidade dos mercados cambial e financeiro no final dos anos 1990 esteve diretamente vinculada a duas modalidades de fluxos de capitais: as inversões estrangeiras de *portfolio* e os empréstimos bancários de curto prazo, e que a reversão dos fluxos, associada seja a ataques especulativos, seja ao efeito-contágio, pode ter efeitos perversos inclusive sobre “sistemas financeiros robustos”. O Banco Mundial propugna uma sequência de reformas financeiras que, em sua visão, garantiria aos países ‘em desenvolvimento’ a manutenção da estabilidade e a absorção dos benefícios da integração nos mercados internacionais de capitais. Nesse sentido, recomenda o aperfeiçoamento da regulamentação dos sistemas financeiros domésticos; a adoção de uma sequência



apropriada na liberalização da conta de capital - cujo objetivo é aumentar gradualmente a tolerância dos sistemas financeiros nacionais à ruptura externa - enfatizando a necessidade de desenvolvimento do mercado de ações: transparência, informações acuradas, códigos legais sobre os direitos dos acionistas e regras de *disclosure*, posto que entende que mercados desenvolvidos atraem investidores estrangeiros e contribuem para a estabilidade dos fluxos de capitais.

Para o Banco Mundial é importante que os países estimulem a atração de investimentos externos de longo prazo, mediante a construção de um “ambiente econômico saudável”, o que requer investimento em ‘capital humano’, abrandamento ou mesmo eliminação de distorções nos mercados domésticos, liberalização comercial, criação de um regime estável de direitos e obrigações dos investidores (privatização, compromisso com as regras da Organização Mundial do Comércio, etc.). Defende, ainda, uma maior cooperação internacional e regional na implementação das políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial) e na área de regulação bancária, a qual deveria incentivar a constituição de redes regionais de prevenção e resolução das crises face o potencial de contágio dentro das regiões.

Merece registo o fato de que, frente às críticas de inflexibilidade e intransigência quanto ao seu receituário, mas ainda mantendo-se firme no credo de que a integração no mercado mundial de capitais é uma fonte indispensável de financiamento para o investimento, o Fundo parece vir deslocando a ênfase para a consistência das políticas que justificam o controle ou a abertura dos mercados financeiros. Ao tempo em que pretende mostrar que já não encara como anátema o controle circunstancial e temporário do capital externo, admite que “não deve causar surpresa que as recentes crises financeiras nos mercados emergentes tenham conduzido a um novo exame dos méritos dos controles de capital [posto que] em alguns países houve claramente uma liberalização rápida demais da conta de capitais” (IMF,2001).

Nesse sentido, o Fundo busca considerar as condições peculiares e específicas do processo de abertura financeira de cada economia, como nos casos da crise da Tailândia, Coreia, Indonésia e Malásia: um sistema de financiamento doméstico eficiente, adequadas normas de supervisão e regulação prudencial, boa gerência de riscos nos negócios e grande transparência e disciplina de mercado. O novo pragmatismo do Fundo parece apontar para a revisão da ‘tábua de mandamentos’ a serem seguidos à risca pelas economias, e para uma disposição de respeitar as

peculiaridades nacionais. Nessa reavaliação dos dilemas associados à escolha e administração dos diferentes tipos de regime cambial, o Fundo observa, no que se refere às relações entre as três principais moedas – dólar, euro e iene -, que a recente criação do euro repõe o interesse por propostas de banda cambial, mas em um ambiente internacional ainda indisposto a esquemas de estabilização cambial ao estilo do que se verifica após o colapso do sistema de taxas fixas estabelecido em Bretton Woods. Se é fato que, “realisticamente, não há alternativa à flutuação das taxas cambiais entre as três principais moedas”, isso se deve à assincronia entre o movimento real das economias em um contexto de forte integração dos mercados financeiros de curto prazo. A bem da verdade, por conta de especificidades conjunturais a que cada economia nacional está sujeita, os bancos centrais não têm como deixar de conduzir a política monetária segundo os objetivos domésticos. Daí as intervenções seletivas, com vistas a redução da volatilidade das taxas de câmbio e o risco de desalinhamentos e, nesse sentido, a atuação dos bancos centrais não deve ter apenas como objetivo aplinar flutuações de curto prazo, mas também evitar períodos de persistente sobrevalorização ou subvalorização de suas moedas – os desalinhamentos cambiais. Destarte, não parece prudente fixar a taxa de câmbio, adotar bandas cambiais ou assumir compromisso explícito em relação ao valor externo de uma moeda nacional se não há como estabelecer parâmetros fixos em um contexto de profundas e velozes mudanças e flutuações. Não por menos, desde a crise das economias asiáticas vem ocorrendo uma sinalização favorável a flexibilidade cambial, justamente pelo predicado de conferir maior independência a política monetária e maior margem de manobra para reagir a choques externos. No entanto, adotar o regime de taxas flutuantes não significa que os países não tenham que se defrontar com escolhas difíceis, em especial quando confrontados com expressivos movimentos internacionais de capital.

Com efeito, em que pese o Fundo e o Banco Mundial reconhecerem as profundas mudanças na dinâmica financeira internacional, reorientando e ou qualificando suas propostas de prevenção e resolução das crises financeiras, bem como admitindo que as mesmas não decorrem apenas de fatores internos aos países ‘em desenvolvimento’, para as duas instituições multilaterais a perseguição de sólidos *fundamentals* e o fortalecimento da supervisão e regulamentação bancária continuam sendo peças-chave das suas proposições de política. E mais, o Fundo e o Banco Mundial, em conjunto com o BIS, mantêm-se como o principal *locus* de elaboração

de proposições de política para reordenar a arquitetura do sistema financeiro internacional. Mas não o único, pois, como bem assinala Eichengreen(1996) “o fato de a Ásia, aparentemente o último baluarte da estabilidade, sucumbir aos problemas cambiais que afligiam o restante do mundo ressaltou a universalidade das pressões em curso pela transformação do sistema monetário internacional”.

### **III. Em Busca de Novos Princípios**

Reconhecer que os mercados financeiros são intrinsecamente instáveis, e que a imposição da disciplina de mercado significa a imposição da instabilidade é algo que marca uma diferença importante das contribuições e propostas de reordenamento do sistema financeiro internacional não alinhadas ao pensamento convencional. A crise dos países asiáticos repõe, com mais vigor, a preocupação central acerca do risco sistêmico e dos mecanismos de transmissão de distúrbios financeiros, com o que emerge uma série de propostas clamando uma reinvenção das formas públicas e privadas de coordenação, visto que, depois de Bretton Woods, a economia mundial opera na ausência de um efetivo sistema monetário internacional, em um contexto de profundas mudanças na dinâmica financeira internacional em direção a supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas, as quais se traduzem nas crescentes dificuldades em sustentar uma taxa de câmbio frente a movimentos especulativos.

Por entender que o objetivo explícito da política pública está em preservar a estabilidade nos mercados financeiros, Soros(1998) propõe a formação de uma companhia seguradora de crédito internacional, e acredita que um esquema de garantia desse tipo reduziria de forma significativa o custo dos empréstimos tomados pelos países interessados. Soros aponta que esse novo esquema precisaria ser transformado em parte integrante do Fundo Monetário Internacional, que estabeleceria os limites que cada país poderia tomar de empréstimos. Os países devedores se comprometeriam a fornecer dados sobre todos os empréstimos, públicos ou privados, segurados ou não, de modo que a autoridade teria condições de estabelecer um teto para os valores que estaria disposta a segurar. Até esses limites, os países interessados teriam acesso aos mercados de capitais internacionais, a taxas de juros preferenciais, acrescidas de um pequeno adicional. É certo que a fixação dos tetos levaria em conta as políticas macroeconômicas e estruturais adotadas pelos diferentes países, assim como a conjuntura internacional. Soros reconhece as dificuldades políticas para a viabilizar a instituição que propõe, a qual funcionaria

como uma espécie de banco central internacional e, nesse sentido, atinge os interesses dos fundamentalistas de mercado, contrários a qualquer intervenção, sobretudo de uma organização internacional. Com efeito, convém registrar que a proposta de Soros destaca um aspecto importante. Se agentes privados estão engajados em atividades de risco que geram externalidades negativas – as quais incluem não apenas os custos das operações de emergência mas os custos de maior vulnerabilidade a crises financeiras – então as atividades desses agentes devem ser taxadas.

Com vistas a interromper, ou pelo menos atenuar, os fluxos especulativos, Tobin(1978) já houvera proposto uma taxa de 0,5% incidente sobre todas as operações de curto prazo do mercado *spot* de câmbio, inclusive contratos futuros e de opções, ao menos nos países detentores das principais moedas de circulação internacional e no euromercado. Os demais países industrializados e ‘em desenvolvimento’, que tenham suas moedas atreladas a uma moeda-chave ou estejam integrados a uma área monetária, poderiam gozar de isenção mediante concordância do Fundo Monetário Internacional. Tobin acredita que a adição de uma taxa marginal, além de contribuir para a estabilidade macroeconômica nos países industrializados, pode auxiliar na contenção da fuga de capitais, na medida em que elevaria os custos sociais até que viessem a coincidir com os benefícios sociais, de sorte que as decisões privadas pudessem se tornar socialmente ótimas. Seria instituído um fundo especial com os recursos obtidos por essa taxa, administrado pelo Fundo Monetário Internacional ou Banco Interamericano de Desenvolvimento, para prover créditos para os países ‘em desenvolvimento’, compensando as reduções em empréstimos oficiais e transferências bilaterais dos países industrializados. Demais, a tributação poderia abrandar o processo de sobrevalorização das moedas de países ‘em desenvolvimento’, decorrente das políticas de liberalização que estimulam o ingresso de capitais externos.

Voltada para a restrição dos movimentos de capitais de curto prazo, a proposta de Tobin remete a uma questão controversa, seja em termos de sua eficácia, seja em termos de exequibilidade. Davidson(1996:09), por exemplo, pondera sobre a sua eficácia, posto que, segundo entende, a taxação seria “incapaz de resolver o problema quando fluxos de *portfolio* especulativos se tornam conflagrações grandes e significativas, ao passo que ocasionam custos privados altos e permanentes para fluxos comerciais internacionais reais”. Plihon(1995), por sua vez, acusa a proposta de Tobin de falta de realismo, na medida em que seria eficiente apenas se todas as praças

financeiras a praticassem, o que não seria factível. GarbereTaylor(1995) também questionam se uma taxa de transação cambial seria exequível para conter os fluxos especulativos. Kenen(1995) discorre sobre as dificuldades, na atual conjuntura, para a adoção de mecanismos de controle de capital, e sugere como alternativa que o Fundo Monetário Internacional encoraje a constituição de reservas pelos países que experimentem entradas de capitais elevadas em troca de vantagens extracreditícias adicionais. Por certo precisam ser definidos os casos em que seriam outorgadas as facilidades especiais, e qual o volume adicional de recursos requerido para prover esse tipo de contingência.

Grosso modo, as resistências a medidas do tipo taxa Tobin argumentam ou pela sua ineficácia para conter os fluxos especulativos, ou pela ineficiência na alocação de recursos – dada a dificuldade de separar esses fluxos daqueles outros que respondem aos fundamentos econômicos. Pode-se argumentar que a taxa Tobin elevaria apenas marginalmente o custo da especulação e, assim, a interromperia apenas nos movimentos cambiais relativamente pequenos, com possíveis impactos negativos sobre o comércio internacional. Demais, sua eficácia para restringir a especulação nos mercados financeiros internacionais parece depender de uma alíquota bem mais elevada que os 0,5% propostos, o que se mostra, nas atuais circunstâncias, politicamente improvável. Registre-se, no entanto, que Tobin e defensores da proposta advogam que as regulamentações e restrições aos fluxos e às transações financeiras seriam complementares às políticas macroeconômicas, antes que seus substitutos.

Para Eichengreen, Tobin e Wyplosz(1995), na medida em que os governos permitem mercados de câmbio flexíveis irrestritos, podem ocorrer elevados custos reais potenciais de atividades especulativas desestabilizadoras, o que torna os mercados de câmbio o *locus* privilegiado de uma série de ataques especulativos às principais moedas. Por conta disso, defendem o estabelecimento de depósitos compulsórios livres de juros ou outras exigências de capital, como forma de desencorajar aventuras de curto prazo. Vale notar a preocupação dos autores em relação a forte possibilidade de que os fluxos de *portfolio* de *hot money* possam ter efeitos imensamente perturbadores na economia. É justamente a possibilidade de mudanças especulativas de *portfolio* que faz com que os custos sociais de taxas de câmbio livremente flexíveis superem os benefícios sociais, requerendo alguma forma de intervenção governamental no mercado de câmbio.

Por entender que as variações das taxas de câmbio não são o resultado de um processo de ajuste para equilibrar os fluxos monetários decorrentes da balança comercial, mas sim causadas pela volatilidade das preferências por ativos monetários, McKinnon(1988:87) defende um novo sistema monetário fundado em taxas de câmbio fixas entre as principais moedas (dólar, iene e marco alemão), e propõe que os bancos centrais das respectivas economias adiram a um padrão monetário comum, procurando igualar as condições das três áreas monetárias através da aproximação da paridade do poder de compra nas três moedas. Segundo o autor, com taxas de câmbio nominais fixas por um período indeterminado, o processo de arbitragem internacional e a coordenação monetária viriam assegurar a convergência dos níveis inflacionários, com o que seria instalado o padrão monetário comum. Diante disso, “os bancos centrais dos três países ajustariam simetricamente suas ofertas monetárias internas de sorte a manter, concomitantemente, o patamar das taxas nominais de câmbio e das taxas de inflação domésticas próximas da inflação dos bens transacionáveis internacionalmente”, alcançando-se taxas de câmbio nominais e reais fixas, cuja permanência ao longo do tempo desestimularia a especulação e eliminaria a instabilidade da preferência internacional por ativos monetários.

Uma variante das propostas que defendem o estabelecimento de uma união monetária é apresentada por Cooper(1987), que propõe a criação de uma moeda única para todos os países industrializados, com uma política monetária comum e um Banco de Emissão Comum (Bank of Issue) responsável pela gestão dessa política. A sua proposta (*pooling of monetary sovereignty*) busca enfrentar a instabilidade das decisões de *portfolio*, instabilidade essa advinda das flutuações das taxas de câmbio, as quais seriam eliminadas com a emissão de uma única moeda, de circulação interna e internacional. As moedas nacionais dos países industrializados seriam substituídas pela única moeda, cuja emissão ficaria a cargo do Banco de Emissão. A idéia defendida é a de que, estando a gestão monetária sob responsabilidade de uma instância supranacional, pode-se evitar a utilização abusiva do poder de ‘senhoriagem’ em favor do país emissor da moeda de circulação internacional. Além do controle monetário, caberia ao Banco de Emissão o exercício de ‘emprestador de última instância’ e de regulador do sistema financeiro. Vale registrar que o próprio proponente reconhece as dificuldades atuais para que seja instituído um banco de emissão global; todavia entende ser possível “apostar num Banco de Emissão relacionado a um grupo de países democráticos, que constituiria o cerne de um

sistema internacional”.

Sachs(1995) sugere a formação de uma *international bankruptcy court*, com poderes similares aos de uma corte doméstica, ao estilo do que rezam os capítulos 9 e 11 do Código de Bancarrota dos Estados Unidos, abordagem também endossada por CharieKehoe(1999) e recomendada pela Unctad(1998). Por sua vez, Garten(1998) propõe um banco central com a responsabilidade de supervisionar uma nova moeda global, e Kaufman(1998) recomenda a criação de uma única instância reguladora global de mercados e instituições financeiras, composta por profissionais do setor privado, que fiscalizaria tanto os bancos como os intermediários financeiros. Para Fischer(1999), o aprimoramento do sistema requer um organismo multilateral capaz de exercer as principais funções de um ‘emprestador de última instância’, mesmo sem poder lançar moeda.

Também Mishkin(1994) e Meltzer(1998) propõem uma instituição internacional que cumpra o papel de ‘emprestador internacional de última instância’. Em propostas como essas, o Fundo Monetário Internacional deveria conceder uma nova linha de créditos emergenciais, para atender os países que aceitarem adotar as políticas econômicas exigidas. A existência dessas linhas de crédito poderia inibir a disposição a ataques especulativos, ou pelo menos protelá-los, da mesma forma que os seguros de depósitos nos Estados Unidos se propõem a reduzir os incidentes bancários. Mas os obstáculos para um organismo ‘emprestador internacional de última instância’ não são pequenos. Atualmente o Fundo dispõe de recursos para empréstimos em torno de 200 bilhões de dólares, menos que a quinta parte do que dispunha, em proporção ao PIB mundial, quando da sua criação. Todas as evidências apontam que o G-7 não está preparado para suprir os recursos necessários para evitar os ataques especulativos nos países ‘em desenvolvimento’ devedores. Demais, pode-se argumentar que a existência de um ‘emprestador internacional de última instância’ encorajaria os bancos dos países industrializados a correrem maiores riscos. Com efeito, a implementação de um ‘emprestador internacional de última instância’ precisa considerar o fato de que o principal poder regulatório ainda permaneceria junto as autoridades nacionais. A criação desse organismo internacional certamente induziria as autoridades domésticas a relaxar sua vigilância, posto que, se bancos domésticos encontram-se em problemas, parte dos custos será repassada a outros países através do ‘garante’ internacional. Ainda que esse problema possa ser mitigado com a introdução de um sistema *based-risk* para um país ter acesso às contribuições do

emprestador internacional, não se pode afirmar *a priori* se esse sistema será efetivo.

Williamson(1987) propõe uma espécie de acordo entre os três principais países industrializados (Estados Unidos, Japão e Alemanha) acerca de algumas regras e metas que limitem as flutuações das taxas de câmbio, reclamando um compromisso mais efetivo das autoridades monetárias em relação às experiências de coordenação *ad hoc* implementadas nos anos 1980. Sua proposta (*flexible target zones for exchange rates*) aponta para uma estrutura de paridades cambiais negociada entre as três moedas, que refletisse uma taxa de câmbio real efetiva de equilíbrio para os respectivos países. Estabelecida a estrutura de paridades cambiais, o compromisso básico dos países estaria em administrar as políticas macroeconômicas com vistas a limitar os desvios das taxas de câmbio das metas acordadas, bem como impedir que estas ultrapassem o intervalo (mais ou menos 10%) em torno do alvo. O elenco de regras básicas da gestão das políticas macroeconômicas compreenderia o manejo do nível médio das taxas de juros, conforme o comportamento do crescimento agregado da renda nominal frente a soma da meta desse crescimento para os países integrantes; revisão das taxas de juros entre os países para limitar as variações das taxas de câmbio das metas estabelecidas; e redefinição das políticas fiscais domésticas em função das taxas de crescimento da renda nominal acordada. Como se observa, a coordenação da política econômica apregoada por Williamson se funda, essencialmente, na política monetária, por meio do manejo das taxas de juros. A política fiscal seria utilizada para um ajuste compensatório quando “alterações na política monetária ameaçassem o equilíbrio interno”. É prevista a revisão da meta da estrutura de paridades das taxas de câmbio reais efetivas, como forma de acomodar o impacto das mudanças estruturais sobre os preços, ficando as taxas nominais sujeitas a ajustes em função do comportamento da inflação nos três países em questão. Trata-se, pois, de um sistema de taxas de câmbio flexíveis mas acordadas, do qual se espera “capa[cidade] de restringir desalinhamentos e fornecer um caminho para a coordenação política, visto que exigiria um acordo em torno das margens de flutuação, que por sua vez demandaria um grau de compreensão mútua sobre os objetivos de política econômica”.

Na visão de Williamson, este sistema se mostraria mais factível que o regime de câmbio fixo ou flutuante, ao tempo que, através da flexibilidade, permitiria que as taxas de câmbio preenchessem as suas quatro funções sociais genuínas: harmonizar diferentes taxas de inflação; facilitar ajustes dos balanços de pagamentos; permitir um



grau de independência para as políticas monetárias anticíclicas; e absorver choques especulativos. Em que pese a possibilidade de avanços na direção da proposta das *flexible target zones*, convém registrar, no entanto, que antes ela sancionaria o funcionamento atual das relações monetárias internacionais, ao invés de se traduzir em um efetivo reordenamento monetário internacional.

Volcker e Gyohten(1993) sugerem a restauração de um sistema de taxas de câmbio fixas, com valores nominais específicos e com as regras sob o controle rígido de uma organização internacional - “um Bretton Woods modernizado”. Assinalam, como alternativa, a criação de um banco mundial com capacidade de emitir a sua própria divisa e de fazer cumprir as regras acordadas. Os autores reconhecem, todavia, a dificuldade destas disposições serem aplicadas no contexto atual, posto que dificilmente os governos soberanos delegariam tal autoridade a um banco central supranacional, renunciando à sua autonomia acerca das políticas monetárias. Sendo assim, entendem ser viável a extensão da experiência do Sistema Monetário Europeu para manter taxas de câmbio fixas, posto que “obteve êxito ao pôr em funcionamento durante mais de uma década um sistema de taxas de câmbio fixas... [devido] a existência de uma potência econômica dominante e uma divisa predominante – a Alemanha Ocidental e o marco alemão”. Volcker considera que a dificuldade desse sistema reside na dependência dos demais países às políticas e decisões de um país (Alemanha) e de um Banco Central (o Bundesbank), mas registra como acertada a orientação dos membros da Comunidade Européia para uma responsabilidade coletiva em relação às decisões que afetam as taxas de juros, a política monetária e a política econômica da região européia como um todo. Vale notar que a constituição de um banco central regional e a adoção de uma moeda comum reclamam a coordenação de políticas nacionais que, em algum grau, exige ir além dos acordos sobre a estabilidade cambial dentro de margens pré-estabelecidas. Demais, cada governo nacional teria de contribuir aceitando metas para uma variável comum (seja taxa de juros, um agregado monetário, um índice de preços de bens comercializáveis, etc.) ou então todos os países envolvidos deveriam compatibilizar seus instrumentos de política monetária para ‘maximizar’ o objetivo comum – o que, é bom lembrar, demandaria dos governos a abdicação da soberania, ao que parece um custo político extremamente elevado quando comparado aos benefícios prometidos pela cooperação.

Em sua reflexão sobre o reordenamento do sistema monetário internacional, Aglietta(1995b) reconhece e sublinha a privatização das relações monetário-financeiras

com o fortalecimento dos processos especulativos e o aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade no preço dos ativos. Ele propõe a constituição de bancos centrais independentes no âmbito das economias componentes do G-10. Sob cooperação, os bancos poderiam tratar da volatilidade das taxas de câmbio, permitindo que os governos mantenham apenas o poder de decisão quanto ao regime cambial. Em lugar de uma âncora nominal internacional, dada pelo preço do ouro, argumenta que o melhor seria um conjunto de âncoras nominais domésticas compatíveis, e que, ao invés de procurar uma matriz de valores monetários relativos, a característica de bem público da moeda deve ser encontrada no seu valor intrínseco enquanto poder de compra sobre mercadorias. Nesses termos, propõe que a nova institucionalidade monetária internacional seja um ambiente institucional e ideativo que isola, na medida do possível, a gestão monetária das pressões políticas, e que, a partir da intensificação da independência dos bancos centrais, o regime monetário resultaria de um processo de negociação e gestão das regras monetárias no âmbito destes bancos. Pode-se ponderar, como o faz Goodhart(1995), para o risco de propostas como essa enveredarem para uma solução meramente legalista, pois tornar os bancos centrais independentes para evitar interferências políticas é sempre algo precário, na medida em que não existe garantia de que não ocorram modificações em acordos que, por sua própria natureza, são circunstanciais e transitórios. Por fim, em sua proposta Aglietta reserva ao Fundo Monetário Internacional o papel de supervisor das taxas de câmbio em nível internacional, uma vez que entende “[ser] necessária a presença de um regulador internacional para a moeda”.

Davidson(1992-3;1996) propõe a constituição de uma moeda de reserva internacional (“unidade monetária de compensação internacional”) estável e regulada de maneira a evitar os processos de entesouramento e de especulação dos agentes privados. Para tanto, sugere uma nova ordem monetária internacional baseada na instituição de um sistema de pagamentos e de compensação internacional assentada em um conjunto de regras de ajuste previamente acordadas pelos países integrantes do sistema com possibilidade de controle de capitais privados, pelos bancos centrais nacionais, com o que acredita poder diminuir as assimetrias das situações econômico-financeiras entre as respectivas economias. Como a moeda em questão serviria como unidade de conta e exclusivo ativo de reserva na geração da liquidez internacional, apenas os bancos centrais estariam autorizados a transacioná-la e retê-la, sendo seu acesso vedado ao público. Igualmente, os bancos centrais garantiriam a

convertibilidade da moeda internacional para a moeda nacional apenas junto aos demais bancos centrais e à Agência de Compensação Internacional, com o que não poderia ocorrer drenagem de reservas do sistema e todas as transações internacionais privadas estariam sob controle, uma vez que seriam compensadas através da moeda internacional. Quanto a taxa de câmbio entre as moedas nacionais e a moeda internacional, Davidson afirma que a mesma seria fixada por cada país, a partir das paridades vigentes. Importa notar que a proposta supõe uma institucionalidade internacional para a Agência de Compensação, a qual se manteria livre dos interesses particulares de cada país - o que, embora desejável, parece pouco factível, como o próprio autor reconhece, na medida em que exigiria um 'planejamento total' das regras de relacionamento entre os países, que por sua vez se refletiria no controle dos movimentos de capitais e na definição dos mecanismos de ajuste. De todo modo, a proposta de Davidson se preocupa, com propriedade, dos movimentos de capital em nível internacional e com os processos de endividamento das economias, chamando atenção para os impactos dos fluxos de capitais de curto prazo e, especialmente, especulativos.

Eichengreen e Wyplosz (1993) argumentam que os arranjos monetários internacionais bem-sucedidos apresentam três atributos comuns, quais sejam, capacidade de absorver ajustes de preços relativos, isto é, sua capacidade de acomodar choques de preços; adesão de todos os participantes às regras monetárias robustas, o que supõe credibilidade das autoridades governamentais na gestão de sua política econômica em concordância com as regras internacionais estabelecidas; e habilidade para conter pressões de mercado, capacidade esta dependente, no curto prazo, de apoio financeiro externo frente a pressões de desestabilização de uma taxa de câmbio e, no longo prazo, condicionada a uma cooperação internacional mais ampla em termos financeiros e de gestão de uma política econômica, o que pode demandar até mesmo controles administrativos para restringir certos movimentos de capitais. Demais, a ausência de um ou mais destes atributos revelaria a deficiência ou fragilidade de um arranjo monetário.

Se, de uma parte, a referência a tais atributos representa um importante passo para a constituição de uma base analítica para a discussão das propostas de reordenamento do sistema monetário internacional, certamente se impõe, de outra parte, reconhecer as dificuldades atuais para a sua operacionalização. Esses atributos, porque remetem a condições de natureza estrutural, não estão evidentes entre os

principais pólos desenvolvidos; tampouco se encontram no centro do debate em torno da reordenamento do sistema monetário internacional.

Embora não tenha atingido o estatuto próprio dos consensos, avança a compreensão sobre a necessidade de novas políticas de regulação. A desregulação e a liberalização financeiras imprimem uma velocidade demasiado rápida às finanças especulativas, tornando-as crescentemente desconexas em relação aos investimentos produtivos. Na medida em que as operações financeiras fogem de qualquer controle, o risco sistêmico torna-se mais elevado, como bem o demonstram os mercados derivativos livres, cuja ‘exuberância irracional’ não faz mais que traduzir a racionalidade própria da lógica especulativa de valorização do capital. Uma vez que os mercados não têm capacidade de auto-regulação, fazem-se necessários o controle e a regulação de caráter público sobre os mercados financeiros.

Mas há que se notar, no entanto, a presença de alguns constrangimentos, dentre os quais destacamos aqueles que, a nosso juízo, são os principais. Primeiro e mais geral, o inescapável paradoxo estabelecido pela liberalização das finanças depois de Bretton Woods: a dimensão gigantesca assumida pelos mercados de capitais mundialmente integrados em contraste com o caráter nacional das instituições reguladoras (exceto as instituições multilaterais – Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e BIS) e seu porte e capacidade de intervenção limitados. São ilustrativas disso as seguidas intervenções *ad hoc* nos episódios críticos já mencionados, o que revela não haver garantia de estabilidade para o sistema, o qual se mostra crescentemente frágil frente aos graves riscos pendentes. A intervenção do Tesouro americano na crise do México, em 1995, alcança relativo êxito, ao passo que fracassam as intervenções nas crises da Ásia, em 1997, e da Rússia, em 1998. Uma intervenção problemática na crise do fundo especulativo *Long-Term Capital Management*, em 1998, pelo Fed e as intervenções do Fundo Monetário Internacional no Brasil, entre 1998 e 1999; e, mais recentemente, na Argentina e na Turquia.

Segundo, as discussões acerca das questões-chave em torno do regime monetário encontram-se circunscritas aos interesses da tríade do núcleo orgânico capitalista (Estados Unidos, Europa e Japão); e, em toda e qualquer definição com vistas ao reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional, não há como desconsiderar uma realidade concreta composta de diferentes visões políticas de cada uma das economias e ou blocos econômicos.

Terceiro, e não menos importante, trata-se de uma realidade na qual os Estados

Unidos, usufruindo seu poder financeiro, impõem a predominância da sua moeda, de modo que os mercados financeiros parecem dispostos a aceitar, a despeito das flutuações do valor do dólar, que os Estados Unidos exerçam, dentro de limites bastante flexíveis, o privilégio da ‘senhoriagem’ internacional. Dizer isso é dizer que as propostas de reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional devem considerar o papel fundamental dos Estados Unidos na gestão da ‘mundialização’ financeira, posto que a função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, decorre fundamentalmente das características do mercado financeiro americano e do duplo papel desempenhado pelo Estado americano, o de devedor e de prestador de última instância. Trata-se, enfim, de uma ‘mundialização’ financeira hierarquizada a partir do sistema financeiro americano.

Quarto, ainda que os organismos multilaterais reconheçam as profundas mudanças na dinâmica financeira internacional, reorientando e ou qualificando suas propostas de prevenção e resolução das crises financeiras, a bem da verdade busca-se evitar medidas de maior alcance, tais como o controle dos movimentos de capitais e a organização de um credor de última instância mundial. Isso se explica, em boa medida, pelo fato os países exportadores de capitais virem sendo beneficiados pela liberalização dos movimentos de capitais. Se explica, ainda, pela premissa de que as tensões possam ser isoladas e controladas, de modo que uma efetiva regulação dos fluxos internacionais de capitais, bem como um rearranjo mais profundo, apenas fariam sentido se fosse vislumbrada uma crise mais grave no sistema, que pusesse em risco as economias do núcleo orgânico capitalista. Convém não desprezar, no entanto, que a erupção das tensões - agora manifesta no fim de um ciclo expansionista da economia americana e na apreensão acerca de um ‘pouso forçado’ da potência capitalista hegemônica - parece desautorizar a manutenção dessa premissa que informa os organismos multilaterais.

Quinto, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, em conjunto com o BIS, mantêm-se como o principal *locus* de elaboração de proposições para reordenar a arquitetura do sistema financeiro internacional, as quais passam antes pelo mercado, e não por um fortalecimento de instâncias efetivamente supranacionais. Daí que apregoam o desenvolvimento e a difusão de “códigos de boas práticas” e o aperfeiçoamento dos “padrões de disseminação de dados especiais” com vistas a aumentar a capacidade internacional de monitorar as políticas macroeconômicas domésticas, sobretudo no que se refere ao sistema financeiro e às políticas monetária,

fiscal e cambial, restando aos países a adequação às normas de um sistema financeiro mundial integrado sem contar com um credor internacional de última instância, mantendo livres os fluxos de capitais, com algum mecanismo acordado internacionalmente para tratar de reescalonamentos e moratórias, que ameaçam recorrentemente os países ‘em desenvolvimento’. Apregoam, ademais, que os países precisam de um sistema bancário fortemente capitalizado, com controles de supervisão prudenciais, rigorosos sistemas de acompanhamento dos passivos e ativos em moeda estrangeira, elevado volume de reservas internacionais, sólida posição fiscal, baixa taxa de inflação e taxa de câmbio com uma margem de flutuação razoavelmente livre, com o sistema financeiro e a política monetária dos Estados Unidos desempenhando o papel de *gendarme* mundial.

Sexto, como desdobramento do anterior, na discussão mais ampla em torno do reordenamento monetário-financeiro internacional, levada a cabo pelas instituições multilaterais, a problemática dos países ‘em desenvolvimento’ segue sendo tratada a partir da concepção predominante, isto é, se enfatiza a política econômica ortodoxa e orientada para o mercado como forma de promover o ajuste macroeconômico. Além disso, supõe-se resolvida a questão do financiamento destas economias, devido ao crescente acesso das mesmas ao mercado financeiro internacional. Daí que a política do Fundo concentra-se na gestão e supervisão da política econômica de curto prazo, ao tempo em que o Banco Mundial direciona seu apoio financeiro, prioritariamente, ao setor privado, em detrimento do setor público das economias ‘em desenvolvimento’. Ocorre que a experiência de inserção internacional subordinada destas economias à ‘globalização financeira’, como bem assinalam Braga e Cintra (1999), não tem se mostrado capaz de promover a superação de problemas fulcrais, como uma estagnação econômica relativa, crises sociais e ameaças à democracia, na medida em que persistem os fatores responsáveis pela instabilidade: os movimentos especulativos de capitais, volatilidades cambiais, perspectiva financeira de curto prazo, inexistência de um prestador internacional de última instância que atue preventivamente, precariedade dos mecanismos nacionais e supranacionais de supervisão e regulamentação. Dizer isso é dizer que “as perspectivas de desenvolvimento para estas economias requerem uma intervenção nacional e supranacional sobre o padrão vigente de ‘globalização financeira’, com vistas a estabelecer limites tanto à concorrência internacional predatória - que destrói capacidades produtivas nacionais por critérios de mera rentabilidade - quanto ao afã

exacerbado de acumular por acumular, que caracterizam os atuais movimentos monetário-financeiros mundiais”.

#### **IV. Uma Proposta à Guisa de Conclusão**

À luz das exposto, nos parece impositivo que as propostas para o reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional partam da identificação das suas intrincadas conexões com os mercados de ativos reais e financeiros, bem como com as políticas econômicas dos Estados Nacionais. Em outros termos, significa que a reflexão acerca dos requisitos necessários para o referido reordenamento não pode escapar ao reconhecimento de que “as dificuldades práticas e conceituais enfrentadas pelos estudos dos problemas monetários internacionais decorrem da própria natureza da moeda. A moeda, enquanto elo social mais básico e vital das sociedades modernas, tem um papel de coesão crucial para o sistema econômico. Mas ela é, também, politicamente determinada. A moeda pode ser motivo de rivalidade ou de paz na ordem política. No campo das relações monetárias internacionais, regras que foram mutuamente aceitas podem vir a ser rejeitadas por terem se tornado injustas e ineficientes” (Aglietta, 1995b:127).

Com efeito, é de se esperar que as propostas considerem a realidade objetiva de todo e qualquer sistema monetário internacional, no sentido de que sua operação se desenvolve em contexto de incertezas, em mercados imperfeitos e de políticas econômicas sub-ótimas. E mais, como bem assinala Kenen (1988), não se trata de comparar falhas observadas em determinado sistema monetário-financeiro com alternativas idealizadas. As assimetrias, disfunções e distúrbios de um determinado sistema real têm a ver com a realidade concreta em que o mesmo se desenvolve, o que requer a consideração de que o reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional não deve buscar um sistema ótimo, mas perseguir o desenvolvimento e a preservação de um regime monetário viável. E isso em dois sentidos precisos. Primeiro, não se trata de buscar alternativas idealizadas, perfeitas; e, segundo, que seja capaz de resguardar a utilidade da moeda como bem público. Assim, defendemos que o reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional busque o equilíbrio entre a natureza pública da moeda e sua dimensão de riqueza privada, com vistas a minimizar os efeitos deletérios de um capital financeiro autonomizado, fazendo com que este último possa dar suporte ao crescimento do capital industrial de forma estável. Isso requer um regime monetário capaz articular o manejo da oferta

monetária e das condições de crédito; a regulação das instituições ou mercados financeiros; a contenção de crises financeiras; e acordos monetários internacionais referentes a preços de moeda, transferências de capital, e obrigações de pagamentos entre países.

Em decorrência do que acabamos de argumentar, parece-nos precária a insistência na auto-regulação do risco pelos próprios bancos, a ser alcançada por meio da melhoria da transparência e da qualidade dos dados e informações sobre as posições financeiras dos países e instituições - até porque a 'globalização financeira' pressiona por menor heterogeneidade nos marcos regulatórios. Segundo entendemos, a instituição de uma 'nova arquitetura financeira internacional' poderia comportar:

i) mecanismos públicos de supervisão, fiscalização e intervenção nos mercados financeiros - de crédito, de câmbio e de capitais - de modo a desativar a dominância financeira que caracteriza o atual padrão de acumulação capitalista à escala mundial, no qual os ganhos financeiros especulativos desestimulam as decisões de investimento produtivo, mais amplas e inovadoras;

ii) a institucionalização da coordenação entre os principais bancos centrais, com vistas a enfrentar as manobras viabilizadas pela elevada liquidez dos diferentes agentes privados, capazes de desencadear ataques especulativos às diferentes moedas. Sob cooperação, os bancos centrais poderiam exercer a função de prestador de última instância, sem os entraves burocráticos e os marcantes interesses dos países dominantes que caracterizam as ações dos organismos multilaterais, em especial o Fundo;

iii) a criação de uma banda cambial global para suavizar as flutuações excessivas entre as três principais moedas;

iv) a imposição de limites severos às práticas de alavancagem em dívidas, especialmente nos mercados de derivativos, câmbio e Bolsas;

v) o reforço à capacidade de intervenção do Fundo Monetário Internacional, com mudança de sua orientação contraproducente e excessivamente conservadora em matéria fiscal;

vi) uma reforma do Banco Mundial e dos grandes bancos regionais, com reorientação de critérios e mecanismos de concessão dos apoios financeiros;

vii) o apoio à integração regional entre países 'em desenvolvimento', inclusive quanto à criação de moedas regionais;

viii) a admissão de controles de capitais, assim como a formação de uma



*international bankruptcy court*, com poderes similares aos de uma corte doméstica, ao estilo do que rezam os capítulos 9 e 11 do Código de Bancarrota dos Estados Unidos, conforme a proposta de Sachs(1995), endossada por CharieKehoe(1999) e recomendada pela Unctad(1998); e

ix) a criação ou o reforço dos mecanismos de proteção dos preços das *commodities* exportadas pelos países em desenvolvimento.

É certo que a viabilidade das reformas requer instrumentos adequados, compromissos firmes das autoridades nacionais e dos organismos multilaterais com o sistema monetário-financeiro internacional, regulação adequada para aplicações de capital e mecanismos de financiamento compensatório, sem o que não se estabelecem nem se sustentam as bases para uma ordem internacional estável. Já assinalamos que as dificuldades práticas e conceituais dos problemas monetários internacionais decorrem da própria natureza da moeda, posto que é o elo social básico e vital das sociedades modernas; exerce um papel de coesão crucial para o sistema econômico e é politicamente determinada. Não desconsideramos, tampouco, a existência de problemas para a definição de credibilidade do valor da moeda, os quais decorrem da sua própria natureza.

A hierarquia de moedas no sistema monetário-financeiro internacional, sabemos, acaba por determinar condições diferenciadas para as economias nacionais, ainda mais nas circunstâncias atuais em que a moeda americana prevalece nas operações financeiras internacionais. Vimos que a função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, não se circunscreve aos limites de um padrão monetário clássico (Tavares e Melin,1997), uma vez que o seu valor decorre da capacidade de os Estados Unidos manterem sua dívida pública como título de segurança do sistema financeiro global, e que a taxa de juros americana, ao servir de referência para o crescimento das transações financeiras globais, induz a denominação das operações financeiras e comerciais praticadas mundialmente. Trata-se de uma moeda que estabelece relações hierárquicas entre regras monetárias e comportamentos financeiros, e entre as diversas moedas em operação nos mercados, inclusive ‘administrando’ a liquidez e o risco sistêmicos. E isso traz conseqüências severas à mobilidade de capitais, ao comportamento dos mercados financeiros e às gestões macroeconômicas nacionais, posto que referidos às condições concretas daquela que exerce as funções de moeda internacional.

Em retrospectiva, é justamente a incapacidade das moedas internacionais

cumprirem a contento as funções delas esperadas o que torna inviável a manutenção de paridades estáveis entre as diversas moedas, com o que são exacerbadas a flutuação e a volatilidade cambial; o sistema monetário-financeiro é fragilizado e se exponencia a concorrência entre regiões ou zonas monetárias, ressurgindo a instabilidade sistêmica. Por conta disso, a ênfase na credibilidade e nos mecanismos capazes de sustentá-la não é o bastante para responder aos requisitos necessários à instituição de uma nova arquitetura monetário-financeira internacional. É preciso considerar que as mudanças que se verificam no sistema, especialmente depois de Bretton Woods, se traduzem em acentuados impactos desestabilizadores, como o demonstra o fato de deixar de existir oferta limitada de ativos monetários sob controle das autoridades monetárias nacionais. Vimos que a eliminação dos controles cambiais e a proliferação das inovações financeiras respondem, em grande medida, pela atual instabilidade monetário-cambial, de modo que o comportamento dos mercados de ativos tem se revelado incompatível com a estabilidade das taxas de câmbio e do sistema monetário internacional. Dizer isso é dizer que as finanças globalizadas e desreguladas que marcam a *economia desregrada* não condizem com flexibilidade e previsibilidade das políticas macroeconômicas, acentuando a vulnerabilidade externa das economias, crescentemente expostas a choques e a ataques especulativos.

A expressiva e desregulada mobilidade do capital é um fato da vida econômica e financeira no início do século XXI que está a exigir dos governos a subordinação de todas as demais metas de política econômica à estabilização da taxa de câmbio. A história econômica evidencia, nos lembra Eichengreen(1996), que depois de Bretton Woods, são vários os esforços para reconstruir um sistema de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis, desenhando uma história de repetidos fracassos, o que deve ser debitado à inelutável escalada da mobilidade do capital internacional, que fragiliza as âncoras cambiais e dificulta os ajustes periódicos, cuja lição comum está na percepção de que medidas limitadas não têm sucesso num mundo de mobilidade ilimitada do capital.

A defesa de um reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional conforme os vetores aqui apontados não significa, no entanto, desconhecer que acordos monetários estabelecidos por negociação internacional são exceções, e não a regra; e que, freqüentemente, resultam de decisões unilaterais de países em defesa de seus interesses. São, pois, compromissos organizacionais que se alteram ao longo do tempo, conforme a correlação de forças entre as economias. Significa, ainda,

reconhecer que “o fato fundamental não é que o capitalismo não mais funciona tão bem quanto na Era de Ouro, mas que suas operações se tornaram incontrolláveis” (Hobsbawm,1995); a natureza contraditória do dinheiro requer cuidadoso controle (Polanyi,1944); na medida em que sua finalidade é o enriquecimento, a valorização do valor (Marx,1863); não existindo algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo (Keynes,1936). Afinal, trata-se de um mundo que vem sendo regido pelas leis das finanças, em que se assiste a uma irrefreável inundação da economia de produção por uma lógica de valorização da riqueza abstrata; um mundo, enfim, em que o triunfo das finanças privadas ‘globalizadas’ e a redução da capacidade de disciplinar social e politicamente a economia são as marcas mais fortes da *economia desregrada*.

### Referências Bibliográficas

- Aglietta, M. 1995a. *Macroeconomie financière*. Paris, Editions La Découverte.
- Aglietta, M. 1995b. O sistema monetário internacional: em busca de novos princípios. *Economia e Sociedade* (4). Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, junho.
- Braga, J.C.S. e Cintra, M.A.M. 1999. Brazil's participation in the reorganization of international finances. In: Stiftung, F.E. coord. *Studies on international financial architecture*. Berlim (trad. bras. A participação do Brasil na reorganização das finanças internacionais. <http://www.fes.org.br>)
- Chari, V.V. e Kehoe, P. 1998. Asking the right questions about the IMF. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report*, Special Issue (13).
- Cooper, R.N. 1987. A monetary system for the future. In: Cooper, R.N. *The international monetary system: essays in the world economics*. Cambridge, Mass., MIT Press, 1987.
- Davidson, P. 1996. Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. *Economia e Sociedade* (7). Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dezembro.
- Davidson, P. 1992-3. Reforming the world's money. *Journal of Post Keynesian Economics* (XV), 2.
- Eichengreen, B. 1999. *Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda*. Washington, D.C., The Institute for International Economics.
- Eichengreen, B. 1996. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton, Princeton University Press.
- Eichengreen, B. Tobin, J. e Wyplosz, C. 1995. The case for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal* (105).
- Eichengreen, B. e Wyplosz, C. 1993. The unstable EMS. *Brookings papers on economic activity* (1), Washington, D.C., Brookings Institution.
- Fischer, S. 1999. On the need for an international lender of last resort. (version of a paper prepared for delivery at the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association). Nova York, Janeiro, 3.
- Garber, P. 1993. The collapse of Bretton Woods fixed exchange rate system. In: Bordo, M. e Eichengreen, B. eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago, University of Chicago Press, 1993.
- Garber, P. e Taylor, M.P. 1995. Sand in the wheels of foreign exchange markets: a skeptical note. *Economic Journal* (105).
- Garten, J. 1998. In this economic chaos, a global central bank can help. *International Herald Tribune*, sept, 25.

- Goodhart, C.E. 1995. Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. *Economia e Sociedade* (4), Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, junho.
- GUTTMANN, R. 1996. A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade*(7). Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dezembro.
- Hobsbawm, E. 1995. *Era dos extremos; o breve século XX: 1914-1991*. São Paulo, Companhia das Letras.
- IMF. 2001. New challenges for exchange rate policy. <http://www.imf.org> , janeiro.
- IMF. 1999a. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, maio.
- IMF. 1999b. *International capital markets: developments, prospects, and key economic issues*. Washington D.C. International Monetary Fund, setembro.
- IMF. 1999c. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, setembro.
- IMF. 1998a. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, maio.
- IMF. 1998b. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, outubro.
- IMF. 1998c. *International capital markets: developments, prospects, and key economic issues*. Washington D.C. International Monetary Fund, setembro.
- IMF. 1998d. *World economic outlook and international capital markets: interim assesment*. Washington D.C. International Monetary Fund, dezembro.
- Kaufman, H. 1998. Preventing the next global financial crisis. *Washington Post*. Janeiro, 28.
- Kenen, P. 1995. Capital controls, the SEM and the MEU. *Economic Journal* (105).
- Kenen, P. 1988. *Managing exchange rates*. London, Royal Institute of International Affairs.
- Keynes, J.M. 1936. *The general theory of employment, interest and money*. Reimpresso in: Moggridge, D. org. *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CW VII), London, MacMillan, 1973.
- Krugman, P. 1998c. What happened to Asia ? <http://web.mit.edu/www/DISINTER.html>.
- Marx, K. 1863. *Teorias sobre la plusvalia*. México, Fondo de Cultura Económica, 1980.
- McKinnon, R.I. 1996. *The rules of the game: international money and exchange rates*. Cambridge, MIT Press.
- McKinnon, R.I. 1988. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives* (2-1).
- Meltzer, A. 1998. Asian problems and the IMF. Testimony prepared for the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Fevereiro, 24.
- Mishkin, F. S. 2000. Monetary policy strategies for Latin America. *NBER Working Paper*, Draft, Feb, 22.
- Mishkin, F. S. 1998. International capital movements, financial volatility and financial instability. *NBER Working Paper* (6390). Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, F. S. 1996. Understanding financial crisis - a development country perspective. *NBER Working Paper* (5600). Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, F. S. 1992. Anatomy of a financial crisis. *Journal of Evolutionary Economics* (2).
- Plihon, D. 1995. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade* (5), Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dezembro.
- Plihon, D. 1994. Mouvements de capitaux et instabilité monétaire. *Cahiers Economiques et Monétaires* (43), Paris. Banque de France.
- Polanyi, K. 1944. *A grande transformação: as origens de nossa época*. Rio de Janeiro, Campus, 1980.
- Sachs, J. 1995. Do we need na international lender of last resort ? Princeton. Princeton University Press, Frank Graham Memorial Lecture.
- Soros, G. 1998. *The crisis of global capitalism*. New York, Public Affairs Press. Trad. bras. *A crise do capitalismo*. Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- Tavares, M.C. e Melin, L.E. 1997a. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. orgs. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.

- Tobin, J. 1978. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, (4).
- Unctad.1998. *Trade and development report*. Geneva, United Nations.
- Volcker, P. e Gyohten, T. 1993. *A roda da fortuna: os dinheiros do mundo e o declínio da supremacia americana*. Lisboa, Dom Quixote.
- Williamson, J. 1992. International monetary reform and the prospects for economic development. In: Teunissen, J.J. ed. *Fragile finance – rethinking the international monetary system*. Hague, Institute of International Economics, 1992.
- World Bank. 1999. *World development report(1999-2000)*. Washington, D.C., World Bank.
- World Bank. 1998. *Global development finance*. Washington, D.C., World Bank.