

Resumo

O texto trata dos experimentos de coordenação que marcaram o último quarto do século XX, com o intuito de assinalar que, desde a ruptura de Bretton Wodds, o sistema econômico internacional encontra-se sob a égide de uma coordenação sem regras, e retoma a discussão acerca dos vetores que a instituição de uma 'nova arquitetura financeira internacional' poderia comportar, considerados os constrangimentos impostos por uma realidade marcada pela supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas.

Abstract

The text treats of the coordination experiments that marked the last room of the 20th. century, with the intention of marking that, from Bretton Wodds's rupture, the international economical system is under the aegis of a coordination without rules, and it retakes the discussion concerning the vectors that the institution of a 'new international financial architecture' it could hold, considered the embarrassments imposed by a reality marked by the supremacy of the liberalized and deregulated finances.

1. Introdução

Um esforço para apanhar o substrato do capitalismo contemporâneo, segundo entendemos, passa pela identificação das formas como o desaparecimento das regras e das fronteiras deixa o capital entregue às suas próprias leis de movimento. Nesse sentido, propusemos, em outra oportunidade, que um quadro aproximativo do capitalismo contemporâneo pode ser desenhado por meio do conceito de *economia desregrada* (Garlipp, 1996), posto que sua moldura é dada pelos desdobramentos de duas 'revoluções', a da tecnologia da informação e a dos mercados financeiros, cuja interação dinâmica responde pelos contornos da "mundialização" do capital (Chesnais, 1994), reconhecidamente uma fase avançada do processo histórico de internacionalização. Argumentamos, na ocasião, que a construção de circuitos internacionais produtivos e, principalmente, financeiros de valorização do capital propõe o desmantelamento do 'padrão' global de desenvolvimento herdado do pós-guerra. Daí que as consequências perversas da *economia desregrada* não poderem mais ser mitigadas exclusivamente pela ação e por políticas públicas, dado que é da sua própria natureza continuar a gerar e regenerar contradições internas que não pode superar. Hoje, mais que antes, não estão disponíveis os instrumentos para disciplinar o capital, e é preciso notar que as transformações em curso favorecem uma nova realidade organizacional, mais coesa e centralizada, dos grandes conglomerados

protagonistas da financeirização da riqueza.

Destarte, o traço distintivo e decisivo do capitalismo contemporâneo parece encontrar-se, a nosso juízo, na reorganização do sistema financeiro internacional e na concentração de poder dessas instituições, cuja ‘coordenação’ em escala global sofisticou-se em virtude da proliferação de novos instrumentos e novos mercados financeiros. Esta reorganização do sistema financeiro internacional tem levado à instauração de um “megamercado único do dinheiro” (Plihon,1996) e à emergência de poderes ampliados de ‘coordenação’ privada das finanças, viabilizados pela desregulação, desintermediação e descompartimentação dos mercados, o que favorece a formação de conglomerados financeiros, com a multiplicação dos intermediários não-bancários e dos inversores institucionais, ao tempo em que proliferam atividades e fluxos financeiros através de novos instrumentos, responsáveis pela transformação de economias de crédito em economias de títulos. Em boa medida, as transformações no sistema financeiro internacional respondem, com seus impactos desestabilizadores, pela instabilidade da ordem monetário-financeira internacional, hoje operada à margem de bancos centrais, os quais encontram-se submetidos à “capacidade da nova finança - e sua lógica patrimonialista - de impor vetos às políticas macroeconômicas” (Belluzzo,1995). Como sublinha Passet (1995), “as grandes opções políticas que devem ser objeto de debates nacionais estão submetidas aos imperativos da esfera financeira. Confiscada por um pequeno número de atores, a marcha da economia se dobra às concepções de círculos de interesse que escapam à todo e qualquer controle”. Assim é que a financeirização da riqueza, exponenciada pelas inovações dos instrumentos financeiros e desregulação dos mercados que caracterizam as políticas econômicas ocidentais das últimas décadas, ao tempo em que preside a lógica de valorização do capital, não faz mais que tornar claro o objetivo precípua do capitalismo: a expansão da riqueza abstrata.

Esta característica central e distintiva do capitalismo é, sob perspectivas teóricas distintas, sublinhada por Marx, Keynes e Polanyi, autores que analisam os fundamentos da riqueza capitalista. Por conta disso, recorreremos às suas contribuições, em texto anterior (Garlipp,1997), com o propósito de elencar os elementos teóricos que consideramos basilares para se situar a temática das transformações recentes no interior de uma lógica imanente à *economia desregrada*. Também no interior dessa perspectiva analítica é que nos preocupamos (Garlipp,2000) em buscar, nas contribuições de Marx, os elementos que permitem reconhecer que a subordinação da

dinâmica do capitalismo contemporâneo à financeirização e correspondente valorização fictícia da riqueza encontra-se inscrita nas próprias leis de movimento do capital. Nesta esteira, procuramos argumentar (Garlipp,2001a) que a história econômica do capitalismo no último quarto do século XX é a de um mundo que perde as suas referências e resvala para a instabilidade e crises recorrentes, na exata medida em que se espraia o desaparecimento das regras e das fronteiras que disciplinam o capital. Igualmente, nos ocupamos (Garlipp,2001b) de algumas das contribuições recentes da literatura econômica sobre as crises financeiras, identificando 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 desregrada*. Já naquela ocasião apontamos, como aqui, os vetores que a instituição de uma ‘nova arquitetura financeira internacional’ poderia comportar, não sem antes destacar a presença de importantes constrangimentos impostos por uma realidade marcada pela supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas. O presente texto se insere nessa mesma perspectiva, na medida em que trata dos experimentos de coordenação que marcaram o último quarto do século XX com o intuito de assinalar que, desde a ruptura de Bretton Wodds, o sistema encontra-se sob a égide de uma coordenação sem regras, o que nos motiva a recolocar à discussão o nosso juízo acerca das questões que envolvem um necessário reordenamento da arquitetura financeira internacional – tal como o campo que se cultiva depois de um ano de pousio.

2. Depois de Bretton Woods: coordenação sem regras

Com o colapso do sistema erigido em Bretton Woods, a economia mundial vem operando ao largo de um regime monetário internacional acordado. Desde a crise do padrão dólar-ouro têm lugar alterações substantivas no sistema financeiro internacional, condicionando a regulação e a capacidade das autoridades monetárias na gestão da liquidez internacional. Com efeito, desde que as taxas de câmbio fixas cedem lugar a taxas flutuantes, a economia mundial se submete a um acentuado grau de instabilidade e atravessa várias tentativas de coordenação macroeconômica, de sorte que ao longo dessas quase três décadas a gestão monetária internacional oscila entre esforços unilaterais de estabilização da taxa de câmbio e tentativas de

cooperação *ad hoc*. Assim, desde a ruptura de Bretton Woods a economia mundial atravessa uma quadra histórica marcada, predominantemente, pela ausência de normas e regras concertadas.

É de se notar que, desde o Acordo Smithsonian, em dezembro de 1971, pelo qual se busca estabelecer uma nova estrutura de taxas cambiais compatível com a pretendida desvalorização do dólar (Solomon,1979), até meados da década de 1980, verifica-se um período caracterizado por taxas de câmbio flutuantes e políticas macroeconômicas descoordenadas e conflitantes dentre as economias do núcleo orgânico capitalista, com o que o sistema monetário revela-se, na verdade, um “*não-sistema*”, nos termos de Gilpin(1987).

Dentre as iniciativas visando a estabilização da taxa de câmbio, merece registro a malsucedida tentativa das economias da Europa Ocidental em 1972, quando, pelo Acordo da Basiléia, os membros da Comunidade Econômica Européia estabelecem a ‘Serpente no túnel’ visando limitar a flutuação entre as suas moedas em margens mais estreitas que as requeridas pelo Acordo Smithsonian. Com isso, busca-se operar taxas relativamente fixas entre as moedas européias, as quais flutuam conjuntamente em relação ao dólar como forma de limitar as margens de flutuação entre elas (Parboni,1980). Cria-se, também, o Acesso ao Financiamento de Curtíssimo Prazo para auxiliar os países-membros a superar déficits temporários de balanços de pagamentos. O colapso do túnel smithsoniano, já em 1973, leva a que algumas economias abandonem a serpente temporariamente, enquanto outras o fazem de forma permanente. Quando a serpente é libertada do túnel smithsoniano, o marco assume o papel de moeda de referência e âncora antiinflacionária para os países europeus, com o que a política monetária daquelas economias passa a guardar estreita relação com o Banco Central alemão. No entanto, na ausência de um mecanismo por meio do qual pudessem exercerem alguma influência sobre as políticas do Bundesbank, os demais países abandonam a serpente, em uma perspectiva de retomar a autonomia sobre suas políticas monetárias. Assim, o fracasso dessa iniciativa pode ser debitado, em boa medida, à ausência de uma instituição controladora, além da inadequada adesão a regras monetárias robustas e insuficiência da cooperação internacional para conter as pressões de mercado, nos termos de Eichengreen(1996:68).

A iniciativa de reforma monetária internacional que se consubstancia no Sistema Monetário Europeu, entre 1979 e 1987, na verdade oficializa o sistema da serpente. Pretende-se compatibilizar estabilidade cambial e autonomia relativa das

políticas monetária e fiscal nacionais. É o período em que se procura acomodar as perturbações e conter as pressões de mercado, permitindo que as moedas dos países-membros do Mecanismo Cambial Europeu variassem no interior de uma banda fixada em 2,25% no entorno das paridades oficiais, e de 6% para os países com maiores pressões inflacionárias, o que possibilita que as autoridades monetárias desses últimos ajustem regularmente as taxas oficiais sem enfrentar ações especulativas, em uma banda suficientemente larga para conter a nova paridade ajustada. Os dispositivos para conter as pressões de mercado, entre os quais o Sistema de Financiamento de Curtíssimo Prazo, permitem a países com moedas fragilizadas tomar empréstimos para defender suas taxas de câmbio. Estas condições se alteram em 1987, em virtude da liberalização dos controles cambiais e por conta da proposta de unificação das moedas européias, contexto em que as autoridades monetárias se vêm comprometidas com paridades nominais rígidas em relação à moeda âncora, o marco alemão.

“Conseqüentemente”, argumenta Miranda(1997:251-2), “em contexto de elevada rigidez nominal de salários e preços, o regime de bandas estreitas com paridades nominais centrais fixas degradou progressivamente as taxas reais de câmbio dos países mais inflacionistas, suscitando problemas de financiamento do balanço de pagamentos, antecipações de realinhamento das paridades nominais e perda de credibilidade das políticas macroeconômicas”. Com efeito, a crise de setembro de 1992 - culminando com a expulsão de duas moedas (libra e lira) e a assinatura do Acordo de Bruxelas em agosto de 1993 - abala a credibilidade do Sistema Monetário Europeu.

Não é demais registrar que, pelo Tratado de Maastricht, de dezembro de 1991, se estabelecem procedimentos que culminam com a adoção de taxas de câmbio fixas, tendo em vista a demarcação de critérios para a formação da União Monetária Européia, com a adoção de uma moeda única (euro) para os países signatários, o que efetivamente acontece em 1º. de janeiro de 1999. As moedas dos países signatários são convertidas em euros às taxas prevalecentes em 31 de dezembro de 1998, véspera portanto da formação da referida União. Propõe-se que por três anos subsequentes a esta data as moedas nacionais continuem existindo, embora como subdivisões da moeda única. Espera-se que, em 1º. de janeiro de 2002, notas e moedas do euro sejam introduzidas em lugar das moedas nacionais, cujo valor legal não mais seria reconhecido depois de julho do mesmo ano. As rígidas condições macroeconômicas estabelecidas pelo Tratado de Maastricht para a criação da moeda única exigem que

os Bancos Centrais dos países signatários abdicarem de sua autonomia na condução de política monetária, abrindo mão da execução de operações de mercado aberto, da política de redesconto e do estabelecimento da taxa das reservas compulsórias, além de não intervirem no mercado cambial e exercerem controles sobre os movimentos de capital. A necessidade de um Banco Central único para a condução de política monetária leva a Comunidade Européia a criar o Banco Central Europeu, até certo ponto estruturado de maneira semelhante ao Banco Central americano, o Fed, guardadas as devidas diferenças em relação ao estatuto da independência política e técnica entre os dois Bancos Centrais.

Como argumentamos, os esforços de estabilização da taxa de câmbio e cooperação marcam, pois, a década de 1980, anos em que são adotadas políticas de coordenação macroeconômica entre as principais economias do núcleo orgânico capitalista visando garantir a estabilidade e a sustentação de um crescimento econômico acompanhado da retomada de fluxos privados de acumulação de capital. Busca-se o terreno favorável à aceleração e difusão de inovações técnicas, organizacionais e financeiras. É entre os anos de 1985 e 1989, especificamente, que se verifica a experiência de políticas macroeconômicas coordenadas entre estas economias, permitindo assinalar a vigência de um ‘período cooperativo’, que, uma vez superado, dá lugar a políticas unilaterais que marcam a década de 1990 com tensões e conflitos de interesses nas relações internacionais.

A política de valorização e fortalecimento do dólar posta em prática pelo governo dos Estados Unidos, a partir de 1979, representa a restauração da hegemonia do dólar como padrão monetário internacional. A reviravolta da política norte-americana constitui uma reação ao interesse das demais economias do núcleo orgânico capitalista pela manutenção do dólar desvalorizado e pela formação de um correspondente novo padrão monetário internacional. Retirando abruptamente a sua delegação da reunião do Fundo Monetário Internacional em Belgrado, em outubro de 1979, em que tais tendências prevaleciam, os Estados Unidos declaram que o Fundo poderia propor o que desejasse, mas eles não permitiriam que o dólar continuasse se desvalorizando tal como vinha ocorrendo desde 1970, [de modo que] o dólar se manteria como padrão internacional e a hegemonia americana de sua moeda iria ser restaurada (Tavares, 1985:6).

A decisão de reverter a política monetário-cambial responde, sobretudo, à necessidade de financiar os déficits fiscal e do balanço de pagamentos, usando, para

tal, o mercado internacional de divisas. Com a finalidade de atrair capitais externos, o banco central americano sinaliza com um diferencial de juros real favorável aos Estados Unidos e com uma política de revalorização da moeda. Dessa forma, utilizando o expediente de elevar a taxa de juros, os Estados Unidos atraem um formidável fluxo de recursos financeiros do resto do mundo para financiar os déficits comercial e fiscal, mesmo tendo como contrapartida a redução da competitividade das suas exportações e o alargamento do seu déficit comercial.

Assim é que, em um contexto de instabilidade cambial e crescente necessidade de financiamento dos déficits dos Estados Unidos, são impulsionados grandes fluxos internacionais de capitais especulativos e de risco. Demais, o crescimento do déficit comercial, decorrente da sobrevalorização do dólar, faz aumentar as pressões tanto internas quanto externas para que o governo norte-americano promova a desvalorização da sua moeda (Funabashi, 1989). E, em virtude dos sérios desdobramentos de uma operação desta natureza, deveria ser evitada uma desvalorização precipitada do dólar (*hard landing*), na medida em que se avalia que uma profunda crise acometeria a economia mundial, razão pela qual se busca uma operação gradual e coordenada para viabilizar um ajuste gradativo do capital privado e das demais economias. Para tanto, são requeridas reformas na estrutura das taxas de câmbio e de juros, bem como nas políticas fiscais.

Ocorre, no entanto, que “cada centro procura explorar o sistema para seus fins particulares e nenhum deles está interessado em subordinar seus interesses nacionais a objetivos maiores, associados à coordenação política” (Gilpin, 1987:381). Com efeito, na medida em que a desvalorização do dólar faz aumentar a competitividade das suas exportações e reduz o valor das suas importações, os Estados Unidos exigem, em contrapartida, que as economias frente a eles comercialmente superavitárias (Alemanha e Japão, especialmente) mudem suas políticas fiscal e de taxas de juros - visando ativar suas atividades econômicas – de modo que aumentem suas demandas por produtos norte-americanos e reduzam suas exportações para aquele país.

Os Estados Unidos reclamam uma redução das taxas de juros naquelas economias como meio de complementar a redução da sua própria taxa, buscando manter o mercado financeiro norte-americano atraente aos capitais externos e, dessa maneira, continuarem a financiar os déficits fiscal e comercial. Já Alemanha e Japão insistem que os Estados Unidos reduzam seu déficit fiscal com vistas a minorar a pressão sobre o mercado financeiro. É neste contexto de busca de um ajuste

coordenado, mas circunstancial, que se inserem os Acordos do Plaza, em setembro de 1985, e do Louvre, em fevereiro de 1987.

Como é sabido, as paridades do dólar, marco e iene flutuam livremente na primeira metade da década de 1980, anos em que a taxa de câmbio comercial do dólar frente a outras divisas valoriza-se quase 90%, e a mesma tendência é observada para a taxa de câmbio real americana. Esse comportamento leva a uma onda de protecionismo do Congresso americano, e o objetivo a curto prazo do Acordo do Plaza reside justamente em aplacá-la. Nesse sentido, os países-membros do 'Grupo dos Cinco' (G-5, formado pelos Estados Unidos, Japão, Alemanha, Inglaterra e França) concordam em ajustar suas políticas monetária e fiscal com vistas a depreciar o dólar. Afora esse objetivo precípua, também constituem objetivos do Acordo, a médio prazo, sustentar o crescimento mundial por meio do estímulo da demanda interna na Alemanha e no Japão; e, a longo prazo, aliviar o peso do serviço da dívida dos Estados Unidos. (Funabashi,1989).

Em fevereiro de 1987, após dois anos de experimento de coordenação, os países-membros do G-5 negociam o Acordo do Louvre, visando estabilizar a nova estrutura cambial, para o que estabelecem limites para as oscilações do dólar em relação ao marco alemão e ao iene, tomando a desvalorização já ocorrida como suficiente para provocar, a médio prazo, correções no desequilíbrio comercial dos Estados Unidos. Acredita-se que a política de coordenação também possa promover o crescimento não inflacionário, para garantir a ampliação do livre comércio e estimular o investimento produtivo. Daí a ênfase na redução do déficit fiscal dos Estados Unidos e a repressão aos expedientes protecionistas, ao tempo em que Alemanha e Japão se comprometem a diminuir as taxas de juros a curto prazo e a adotar políticas fiscais expansionistas.

É no Acordo do Louvre que se torna manifesto o interesse em manter a divisão de responsabilidades, de tal sorte que se estabelecem limites às flutuações do dólar e são ampliadas as operações de intervenção dos bancos centrais na estabilização cambial e na cobertura dos déficits dos Estados Unidos (Coutinho,1991). Já nos meses seguintes ao Acordo, no entanto, as compras oficiais de dólares são maiores que todas as realizadas desde o colapso de Bretton Woods. Em que pese o estancamento temporário da depreciação do dólar, o Acordo não abrange um compromisso dominante com metas para taxas de câmbio, com o que não se alcança a cooperação necessária para um acordo de estabilização cambial duradouro(Eichengreen,1995). O

fracasso do Acordo do Louvre, assinala Aglietta(1995b:142s), explica-se pelas dificuldades encontradas para a sua implementação, posto que estas revelam uma fragilidade básica do enfoque adotado de bandas cambiais. Como o objetivo exclusivo desta cooperação reside nas taxas de câmbio, não fornecendo nenhuma orientação global para a política monetária das economias componentes do Grupo dos Sete (G-7), crescem os conflitos entre objetivos domésticos e metas cambiais como fruto da pretensão dos bancos centrais de preservar as suas respectivas moedas, sob diversas concepções do significado de estabilidade monetária. Não por menos, conflitos dessa natureza explicam o *crash* do mercado de ações em 1989, “exemplo vivo de um problema insolúvel do regime monetário internacional, [qual seja] uma coordenação cambial sem mecanismo de controle de uma variável macroeconômica comum para toda a área, como o nível geral da taxa de juros, era contraproducente”.

Importa notar que, após o malogro do Acordo do Louvre, não se verifica outra tentativa de efetuar acordos publicamente anunciados, e a co-responsabilidade é limitada a esforços episódicos, como no caso das providências conjuntas tomadas pelas autoridades americana e japonesa para resistir a uma apreciação excessiva do iene em relação ao dólar. Como, de modo geral, a política econômica doméstica de cada país busca seguir os seus próprios interesses, abrem-se divergências de abordagens, inibindo a coordenação em nível internacional e limitando uma cooperação ativa. De todo modo, as experiências de cooperação, em maior ou menor grau, revelam um alcance limitado (HirsteThompson,1996).

A bem da verdade, os experimentos de coordenação macroeconômica não resistem ao Encontro dos Sete, ocorrido em Paris em julho de 1989, ocasião em que se encerra a experiência de condução orquestrada das políticas cambial e financeira. Estados Unidos, Alemanha e Japão não encontram encaminhamento para os problemas oriundos dos desequilíbrios externos entre as economias. Igualmente, as pressões inflacionárias se acentuam em virtude do esgotamento dos ciclos expansivos e, mais importante, reduz-se o alcance das políticas macroeconômicas de controle dos movimentos de capitais especulativos privados. Demais, ao final da década de 1980, evidenciam-se os constrangimentos à adoção de políticas macroeconômicas independentes. Em um contexto agora marcado pela maior importância do mercado financeiro internacional privado, nível crescente de liquidez e reprodução especulativa da riqueza, as flutuações cambiais tornam-se mais sensíveis, potencializando instabilidades e requerendo intervenções da política

macroeconômica, em particular da política monetária. Em uma palavra, com a crescente interpenetração dos centros financeiros nacionais, aumentam as rivalidades bancárias que, perante os diferenciais de juros, geram intensos movimentos internacionais de capitais, com o que o câmbio torna-se a variável-chave da política econômica voltada para a compatibilização do diferencial juros-câmbio como forma de minimizar a instabilidade da moeda. No entanto, as políticas econômicas nacionais têm seu grau de autonomia reduzido diante das significativas transformações na esfera financeira internacional, ao tempo em que as intervenções dos bancos centrais visando garantir a estabilidade cambial se dão às custas de maior volatilidade das taxas de juros.

Destarte, como bem assinala Miranda(1992:368), “a internacionalização do circuito de crédito, a perda de hegemonia dos bancos no processo de circulação creditícia e a liquidez acentuada dos ativos plurimonetários tornam o exercício da política monetária extremamente complexo. Por um lado, as reservas para fundos bancários em moeda de curso legal podiam variar via operações interbancárias no euromercado, limitando o poder de fato das autoridades monetárias controlarem, no curto prazo, a liquidez; por outro, a fixação do preço da liquidez, isto é, a determinação da taxa de juros de curto prazo, passa a ser condicionada pelo mercado de câmbio, fora do controle das autoridades monetárias nacionais”.

A organização dos mercados financeiros, com uma forte diversificação dos centros e instrumentos bancários, produz um aumento na rivalidade bancária a nível internacional. Por sua vez, a interpenetração desses mercados desloca a capacidade de ‘expansão’ monetária desde os bancos centrais até os bancos privados. Nestes termos, “o sistema de relações interbancárias, ampliado para além das possibilidades imaginadas quando se inicia o mercado de euromoedas, termina produzindo um mercado de dinheiro endógeno fora do controle dos sistemas nacionais de reservas. A coexistência de dois sistemas, o dos bancos centrais nacionais e o do mercado internacional privado, provoca uma situação de interdependência de tal natureza que torna passivas as políticas monetárias, cambial e fiscal dos principais países da OCDE. Assim, para realizar qualquer ajuste autônomo em matéria de políticas de renda e de crédito, Japão, Alemanha e Estados Unidos chegam à conclusão, em fins da década de 1980, que a coordenação das políticas macroeconômicas tornou-se praticamente insustentável”(Tavares,1990:31-2).

Dizer isso é dizer que os Estados nacionais vêm gradativamente perdendo

autonomia para realizar uma gestão macroeconômica independente e para utilizar os instrumentos de política econômica com fins específicos. Na medida em que se internacionalizam, as políticas macroeconômicas dos Estados nacionais perdem importância individualmente, reduzindo-lhes o raio de manobra. Dentre as razões que explicam essas mudanças, ganha destaque a dificuldade de encontrar uma nova ordem econômico-financeira internacional no contexto de uma *economia desregulada*.

Os efeitos mais significativos do declínio de Bretton Woods estão no extraordinário desenvolvimento das finanças privadas. O sistema financeiro internacional é crescentemente dominado pela lógica das finanças privadas, e não se pode dizer que a transição de um sistema monetário conduzido pelo governo para um sistema predominantemente orientado para o mercado tenha sido suave (Moffitt, 1984); (Aglietta, 1995b). A série de crises monetárias e mudanças substantivas da política são a expressão acabada de uma transição marcada por disputas entre governos e bancos privados pelo controle sobre o sistema monetário internacional. Não por menos, o encerramento das operações americanas com ouro, em agosto de 1971, o Acordo Smithsonian e a segunda desvalorização do dólar representam ‘ritos de passagem’ entre as taxas de câmbio fixas de Bretton Woods e o regime de taxas flutuantes, cujo processo de transição é deflagrado pela cerrada especulação contra o dólar nos mercados de câmbio. Desde então, o sistema monetário internacional orientado para o mercado apresenta características distintivas em relação àquele anterior, conduzido pelo governo, como bem enunciam Padoa-Schioppa e Saccomanni (1994): a) a internacionalização de *portfolios* financeiros como consequência da ampla liberalização interna dos movimentos de capitais; b) o declínio da importância dos bancos em relação aos mercados, como agências de intermediação financeira (conforme indicam a maior importância da securitização e da emissão de bônus); c) determinação das taxas de câmbio pelo mercado financeiro, em vista do crescimento da escala de transações financeiras internacionais em relação às transações comerciais; d) volatilidade do mercado – a amplificação de choques por todo o sistema – atribuída amplamente ao crescimento da tecnologia de informações e comunicações; e) concentração do mercado, em que um grupo relativamente pequeno de instituições comercializa simultaneamente nos mercados internacionais, utilizando semelhantes convenções de análise e comportamento; e, por fim, f) a emergência paradoxal do não-isolamento dos países das pressões da taxa de câmbio, ao mesmo tempo que isto não leva à sua ‘disciplina’ em termos de suas políticas econômicas

internas.

Por conta dessas alterações, desenvolvem-se três áreas distintas de regulação (Hirst e Thompson, 1996). Uma primeira referida à relação geral que coordena e regula as relações monetárias, fiscais e da taxa de câmbio entre os atores fundamentais do Grupo dos Três (G-3), na verdade restrita à determinação do excedente de dinheiro global e ao manejo da taxa de câmbio. Como as experiências de coordenação multilateral da liquidez internacional entram em colapso após 1979, cria-se uma lacuna institucional entre a natureza crescentemente internacional do sistema financeiro e as competências ‘nacionais’ dos bancos centrais das economias do núcleo orgânico capitalista. E mais, na medida em que as iniciativas de controle da liquidez internacional resultam de políticas monetárias *ad hoc*, a tarefa tem estado a cargo de um país específico, os Estados Unidos, e seu Banco Central, o Fed.

A segunda área de regulação se refere aos mecanismos de pagamentos internacionais, como sistemas de câmara de compensação e de quitação para transações financeiras internacionais, cuja relevância é inegável para a continuidade das atividades financeiras organizadas como mercado bancário ou de títulos públicos. No nível internacional, a ausência de supervisão dos mecanismos de pagamentos faz aumentar os riscos de inadimplência, podendo agravar os distúrbios em todo o sistema .

A supervisão das organizações que conduzem as operações do mercado bancário e financeiro constitui a terceira área de regulação dos sistema monetário ‘globalizado’. Sem dúvida, a convenção da Basiléia, em 1975, traduz-se em uma iniciativa política importante quando estabelece o papel de liderança do Banco de Compensações Internacionais (BIS) na supervisão das instituições financeiras internacionais. As ações do BIS com vistas ao aprimoramento da área de supervisão, que se iniciam naquela oportunidade com a criação do Comitê de Supervisão, seguem nos dias de hoje buscando harmonizar os princípios de supervisão bancária em todos os países e estimular a sua aplicação nos âmbitos nacional e internacional. As primeiras propostas de harmonização regulatória da atividade bancária formuladas pelo Comitê da Basiléia, tendo como base a adoção generalizada de critérios comuns de ponderação dos ativos e de capital mínimo, efetivamente se traduzem no primeiro movimento tentativo de regulação financeira (bancária) em escala global. Depois, com o Acordo Capital do Comitê da Basiléia, em 1988, se estabelece tanto uma infraestrutura para o desenvolvimento de outros acordos como uma série de regras para

avaliar a adequação do capital e fixar normas mínimas de condução dos negócios para bancos envolvidos com atividades internacionais. Por esse Acordo, todos os empréstimos a empresas são colocados na faixa de risco sujeita ao coeficiente de 8% de razão de capital, e os bancos dos países signatários se comprometem com o estabelecimento de diretrizes a respeito de padrões de adequação de capital mínimo para bancos internacionais para entrar em vigor a partir de 1993, tendo como objetivos explícitos fortalecer a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional, assim como assegurar igualdade de condições concorrenciais entre bancos internacionais.

Os padrões de capital delineados nesse Acordo concentram-se originalmente na defesa contra os riscos de crédito - o principal tipo de risco da atividade bancária tradicional. Com a crescente diversificação de suas atividades, no entanto, os bancos sujeitam-se cada vez mais a outros tipos de risco, de sorte que o próprio Acordo passa a ser responsabilizado, ainda que em parte, pela crescente aceitação dos demais riscos. Por conta disso, mesmo antes das suas disposições estarem plenamente aplicadas na maior parte dos países signatários, o Acordo é objeto de reexame. Com vistas a tornar a supervisão mais eficaz e menos distorsiva, busca-se manter a definição de coeficientes de capital como base da estratégia regulatória, mas agora recalculados para uma gama mais ampla de riscos. Daí que, em abril de 1993 são apresentadas propostas suplementares ao Acordo, abordando o tratamento supervísório sobre os riscos de mercado incorridos pelos bancos, na cobertura de posições abertas em ações, títulos de dívida negociáveis, taxas de câmbio e em derivativos, com o que se reconhece a necessidade de estender a abordagem do risco de crédito para incluir procedimentos de avaliação dos demais riscos. Se reconhece, ainda, a integração funcional como um aspecto a ser considerado na área de supervisão e regulação bancárias.

Mas essa reorientação da estratégia de regulação e supervisão torna claro que a extensão do Acordo para outros tipos de risco requer monitoração e controle mais específicos e mais detalhados, algo que transcende o previsto originalmente, posto que seria provavelmente impossível estabelecer um conceito geral de risco que permitisse fixar coeficientes de capital aplicáveis a qualquer perfil de carteira de ativos. Frente a essas dificuldades, as propostas do Comitê passam por várias alterações no período recente, abrindo maior espaço para mecanismos de 'auto-regulação', os quais levam os bancos a definirem uma estratégia de avaliação e

tratamento de riscos a ser submetida à autoridade reguladora e ou supervisora. Por conta disso, o Comitê da Basiléia sugere, a partir de fins de 1994, a adoção de modelos de cálculo dos riscos envolvidos em cada estratégia utilizada por uma instituição, por meio dos quais ela possa quantificar seus riscos de crédito, de mercado e de operação, por meio de estimativas de distribuições de probabilidade de perda para várias posições de risco - como a família de modelos VAR (*value at risk*), por exemplo, em que se estima o máximo montante provável de perda em um *portfolio* de um banco dentro de certo grau de confiança estatística. Os coeficientes de capital seriam então estabelecidos em função deste valor colocado em risco por uma dada estratégia.

Essa abordagem, todavia, logo revela-se permeável a críticas, a mais aguda delas apontando para sua falha intrínseca: o cálculo do valor em risco se baseia nas séries históricas de volatilidade do mercado, de modo que, se algo excepcional tem lugar, por definição, podem ocorrer perdas para as quais as instituições que se defendem contra o passado podem não estar preparadas. Frente a isso, os reguladores insistem que as instituições financeiras não se limitem a construir modelos tipo VAR, mas também submetam esses modelos aos ‘testes de resistência’ (*stress tests*), os quais consistem em determinar quais as perdas que seriam sofridas por uma instituição com determinada carteira de ativos não apenas nas condições normais de volatilidade, baseadas no passado, mas também em circunstâncias particularmente graves, a serem concebidas pelos estrategistas de cada instituição financeira - ainda que tais testes não possam ser tomados como resposta para as insuficiências dessa abordagem.

Com as emendas apresentadas pelo Comitê da Basiléia, em abril de 1995, se aceita o princípio de que os requisitos de capital devem levar em conta os riscos de preços de *commodities* e outros, e se introduz um tratamento mais flexível das opções. Contudo, se propõe uma modificação radical ao permitir o uso de modelos desenvolvidos e apropriados privadamente pelos próprios bancos, para mensurar os riscos de mercado, como uma alternativa em relação ao arcabouço padronizado de mensuração proposto originalmente. Destarte, representam a aceitação das críticas e uma profunda mudança de orientação, posto que os supervisores passariam a afastar-se da mensuração direta de riscos, voltando-se agora para o estabelecimento de parâmetros de riscos – intervalos de confiança, períodos de dados para estimativa de volatilidade, períodos de validade de resultados - e para a auditoria e validação (ou

não) dos próprios controles internos de risco bancário. Para completar, os supervisores aplicariam um “fator de conservadorismo” às estimativas de capital mínimo adequado oferecidas pelos bancos, em proporção inversa ao grau de precisão probabilística da estimativa do VAR efetuada pelo banco em particular.(Canuto e Lima,1999)

Ocorre que a orientação recente, ao conferir maior autonomia às instituições financeiras na sua administração de risco, não elimina, antes pelo contrário alimenta, um importante desafio aos supervisores, qual seja, como tratar com conglomerados financeiros, já que, tradicionalmente, o aparato de supervisão se organiza em linhas funcionais, de especialização por tipo de atividade. Assim, novas demandas se colocam sobre a área de supervisão, posto que a conglomeração financeira altera profundamente as condições de competição entre as instituições financeiras, requerendo ações que garantam a segurança do sistema tanto quanto da operação dos mercados, e uma visão que ultrapasse os limites da regulação funcional, especialmente tendo-se em conta a possibilidade de emergência de novos conflitos de interesse, em uma realidade marcada por limites à circulação de informações e à articulação de estratégias dentro de instituições financeiras conglomeradas. Nesse sentido, desde o estudo sobre os “Princípios fundamentais para uma supervisão bancária efetiva”, de 1997, e em conjunto com o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, o BIS vem incentivando a revisão das práticas adotadas pelas autoridades nacionais responsáveis pela supervisão e regulação. Igualmente, em junho de 1999, o Comitê apresenta uma proposta visando dotar o Acordo da Basileia de instrumentos mais aptos ao tratamento de riscos, cuja versão final, depois de colher críticas e sugestões, deve ser implementada em 2004, consolidando a revisão dos princípios básicos de regulação e supervisão.

De todo modo, os crescentes desafios colocados pelas finanças ‘globalizadas’ sobre os sistemas regulatórios nacionais ou regionais impõem considerar o comércio de serviços financeiros transfronteiras, os investimentos de instituições multinacionais em mercados financeiros no exterior, e as transações entre instituições financeiras situadas em países distintos. Demais, a questão da harmonização regulatória das regras financeiras entre países, bem como a dos esforços de implementação dessas regras, denotam uma tensão recorrente entre acomodar as forças econômicas que influenciam os fluxos financeiros entre países e a preservação da autonomia decisória dos governos nacionais.

Com efeito, não há como desconsiderar as transformações profundas desencadeadas pelos movimentos de liberalização financeira deflagrados depois de Bretton Woods, os quais redundam no rápido crescimento da atividade financeira internacional, devido ao aumento da extensão dos empréstimos internacionais, inovação e conglomeração financeiras, e que nos permite entender como o crescimento da securitização se manifesta por meio da substituição do empréstimo convencional, tradicionalmente conduzido pelos bancos, pela emissão de bônus e outros títulos públicos comercializáveis. O crescimento dos *uncommitted facilities*, particularmente no mercado de eurobonds, é ilustrativo desse processo, em grande parte dominado pela inovação financeira. Com os derivativos representando parcela preponderante dos novos instrumentos financeiros relacionados aos empréstimos de títulos públicos, os tomadores de empréstimos e os credores podem se resguardar do risco de mudanças das taxas de juros e câmbio. São instrumentos freqüentemente negociados ‘fora de balanço’, com o que os intermediários podem se engajar na arbitragem de risco a um custo relativamente baixo, o que, por sua vez, faz aumentar a exposição ao risco sistêmico.

Como se sabe, a função primordial desempenhada pelas inovações financeiras está na administração e ou cobertura de riscos financeiros, como o risco de mercado, definido pelo risco de perda de capital em função de variações na taxa de câmbio (risco-câmbio) ou na taxa de juros; o risco de inadimplência – possibilidade de não cumprimento das obrigações; o risco de liquidez - insuficiência de recursos para cumprir com as transações; e o risco de liquidação – descompasso temporal entre operações de crédito e débito; além do risco sistêmico, dado pela possibilidade de paralisação do sistema financeiro internacional como um todo, em virtude de ondas instabilizadoras. No entanto, “o paradoxo levantado pelos derivativos decorre do fato de que estes instrumentos têm por objeto a cobertura contra riscos financeiros e, no entanto, tornam-se uma das causas da instabilidade das cotações contra a qual eles supostamente defendem os agentes econômicos. Na verdade, constituem instrumentos particularmente eficientes para os especuladores, em virtude dos poderosos efeitos de ‘alavancagem’ que permitem”(Plihon,1995:66). Portanto, se a proliferação das inovações financeiras visa a cobertura dos riscos, ela não os elimina, mas sim permite a reestruturação dos riscos individuais e sua transferência para terceiros. É, pois, do próprio desenvolvimento dos mercados financeiros que se desdobra a instabilidade financeira. Visto que o risco sistêmico se define como risco de instabilidade global,

resultante da propagação dos comportamentos especulativos nos mercados - quando a interação dos comportamentos individuais, longe de desembocar em ajustamentos corretivos, aprofunda os desequilíbrios -, então é forçoso notar que a crise sistêmica, referida que está ao próprio funcionamento do sistema, só pode ser solucionada mediante uma regulação externa aos mercados.

Isso se torna tão mais claro quanto mais avança a conglomeração financeira. Face mais visível do processo de transformações das atividades financeiras - na medida em que assinala a crescente tendência de redução das barreiras entre segmentos do mercado financeiro, aproximando o perfil das instituições que neles operam, ao mesmo tempo em que as diferenças tradicionais entre serviços financeiros são apagadas - a conglomeração bem demonstra que os serviços financeiros internacionais são crescentemente conduzidos por um reduzido número de títulos públicos altamente capitalizados e de bancos 'globais' diversificados em suas atividades. Disso resulta uma tendência crescente a inversões predominantemente institucionais. Assim, os conglomerados financeiros, operando em número reduzido por meio de estruturas associadas complexas, levam ao crescimento do risco de transmissão, do risco de mercado e do risco sistêmico, potencializando os problemas de regulação junto aos governos e organismos internacionais. Sancionada no Congresso americano em 1995, com a aprovação do *Financial Services Competitiveness Act*, a conglomeração dos serviços financeiros denota a determinação de uma 'circulação financeira ampliada', em que, diferentemente daquela baseada em moedas e depósitos à vista, prevalecem os ativos financeiros públicos e privados, quase-moedas, geridos pelos bancos, inclusive em parcerias com os inversores institucionais (fundos mútuos e de pensão, e seguradoras) a quem suprem de liquidez no carregamento dos títulos. Demais instituições financeiras responsáveis por conduzir o processo de securitização e inversores institucionais adotam estratégias de gestão de *portfolio*, reduzindo o tempo médio de manutenção das ações, em função de ganhos de capital mais 'imediatos', internacionalizando suas aplicações e alimentando o crescimento dos mercados de derivativos. Dessa forma, bancos e instituições financeiras promovem a interpenetração dos mercados creditício e de capitais; alimentam a expansão autonomizada da circulação financeira (nacional e mundial); atuam como centros privados de emissão monetária; ampliam a liquidez à margem do banco central e dão à gestão da riqueza o caráter de *gestão de ativos*. (Braga, 1997:205-6).

De sua parte, o crescimento do empréstimo internacional tem aumentado não só o alcance dos instrumentos financeiros, mas alterado o caráter dos fluxos de capital: “o caráter centralizador da estrutura do regime de acumulação vigente promove a localização convergente de capitais patrimoniais e financeiros nos grandes centros decisórios mundiais, sujeitando o direcionamento dos fluxos de capital financeiro e a disponibilidade de crédito e liquidez em qualquer parte do globo a uma lógica financeira centralizada tanto no que toca à fixação de parâmetros de rentabilidade como à distribuição do risco, em um movimento que configura a ‘ditadura do capital financeiro’” (Tavares e Melin, 1997:73).

Nestes termos, a observação de Coombs(1976:03) vem ao encontro do que estamos argumentando acerca da *economia desregrada*: “as finanças internacionais assemelham-se a um cruel campo de batalha de rivalidades nacionais sem regras do jogo, exceto a de que não existe perdão para os desavisados”.

3. Constrangimentos impostos por uma realidade marcada pela supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas

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*), as crises dos países latino-americanos, entre 1997 e 1999 (incluindo o ataque especulativo contra a moeda brasileira) e a crise da Argentina.

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. Por conta disso, e 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 constrangimentos impostos por uma realidade marcada pela supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas, conforme destacamos em outra oportunidade (Garlipp, 2001a e 2001b). 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 Turquia e na Argentina.

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”.

4. Em busca de uma nova arquitetura financeira internacional (uma proposta à guisa de conclusão)

É certo que as propostas de reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional devem considerar as intrincadas conexões estabelecidas nos mercados de ativos reais e financeiros, bem como destas com as políticas econômicas dos Estados Nacionais. Em outros termos, significa que a reflexão acerca dos requisitos necessários para a instituição de uma nova arquitetura financeira internacional 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 emprestador 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, 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 Unicamp, junho.
- Belluzzo, L.G.M. 1995. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Economia e Sociedade* (4), Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, junho.
- Braga, J.C.S. 1997. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. orgs. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.
- 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>)
- Canuto, O. e Lima, G. 1999. Bancos centrais e integração financeira no Mercosul: o marco geral. *Relatório de Pesquisa CEPAL-IPEA*, fevereiro. (mimeo)
- Chari, V.V. e Kehoe, P. 1998. Asking the right questions about the IMF. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report*, Special Issue (13).
- Chesnais, F. 1994. *La mondialisation du capital*. Paris, Syros.
- Coombs, C. 1976. *The arena of international finance*. New York, John Wiley.
- Coutinho, L.G. 1991. Revolução tecnológica e coordenação de políticas: a transformação da economia mundial capitalista nos anos 80. *Boletim de Conjuntura Internacional* (4), novembro.
- 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.
- 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.
- Funabashi, Y. 1989. *Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre*. Washington, D.C., Institute for International Economics.
- 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.
- Garlipp, J.R.D. 2001a. Auri Sacra Fames – Marx, Keynes e Polanyi e a riqueza no capitalismo contemporâneo. *Anais do VI Encontro Nacional de Economia Política*, São Paulo.
- Garlipp, J.R.D. 2001b. Noviter et Novi Principia – Considerações sobre o reordenamento da arquitetura financeira internacional. *Anais do VI Encontro Nacional de Economia Política*. São Paulo.
- Garlipp, J.R.D. 2000. Ex proprio sinu: capital fictício em Marx e o capitalismo contemporâneo. *Anais do V Encontro Nacional de Economia Política*, Fortaleza.
- Garlipp, J.R.D. 1997. Keynes, Marx e Polanyi: três contribuições para se enxergar o ponto cego da mentalidade de mercado no capitalismo contemporâneo. *Anais do II Encontro Nacional de Economia Política* (2), São Paulo.
- Garlipp, J.R.D. 1996. Economia Desregrada - um quadro aproximativo do capitalismo contemporâneo e a economia política. *Anais do I Encontro Nacional de Economia Política* (4), Niterói.
- Gilpin, R. 1987. *The political economy of international relations*. New Jersey, Princeton UP.

- Hirst, P. e Thompson, G. orgs. 1996. *Globalização em questão: a economia internacional e as possibilidades de governabilidade*. Petrópolis, Vozes, 1998.
- IMF. 2001. New challenges for exchange rate policy. <http://www.imf.org>, Janeiro.
- 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).
- Miranda, J.C. 1997. Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: Tavares, M.C. e Fiori, J.L. orgs. 1997. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes.
- Miranda, J.C. 1992. Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional. Campinas, Instituto de Economia da Unicamp (Tese de doutoramento).
- Moffitt, M. 1984. *O dinheiro do mundo - de Bretton Woods à beira da insolvência*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- Padoa-Schioppa, T. e Saccomanni, F. 1994. Managing a marketle global financial system. In: Kenen, P.B. ed. *Managing the world economy*. Washington D.C. Institute for International Economics, 1994.
- Parboni, R. 1980. *The dollar and its rivals: recession, inflation, and international finance*. London, NLB and Verso Editions.
- Passet, R. 1995. Emprise de la finance. *Le Monde diplomatique*, novembro.
- Plihon, D. 1995. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade* (5), Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, dezembro.
- Plihon, D. 1994. Mouvements de capitaux et instabilité monétaire. *Cahiers Economiques et Monétaires* (43), Paris. Banque de France.
- Sachs, J. 1995. Do we need na international lender of last resort ? Princeton. Princeton University Press, Frank Graham Memorial Lecture.
- Solomon, R. 1976. *O sistema monetário internacional, 1945-1976*. Rio de Janeiro, Zahar.
- Tavares, M.C. 1990. Reestructuración industrial y políticas de ajuste macroeconómico en los centros; la modernización conservadora. [sl.], mimeo
- Tavares, M.C. 1985. A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, (5) 2, São Paulo, Brasiliense.
- Tavares, M.C. e Melin, L.E. 1997. 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.
- Unctad. 1998. *Trade and development report*. Genebra, United Nations.
- World Bank. 1999. *World development report(1999-2000)*. Washington, D.C., World Bank.