

CASSIANO RIBATSKI RAMOS

**A VIABILIDADE DO DÓLAR COMO MOEDA DE REFERÊNCIA DIANTE DA
REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL**

**Monografia apresentada ao Curso de
Ciências Econômicas, Setor de Ciências
Sociais Aplicadas, Universidade Federal
do Paraná**

Orientador: Prof. Dr. João Basílio

**CURITIBA
2010**

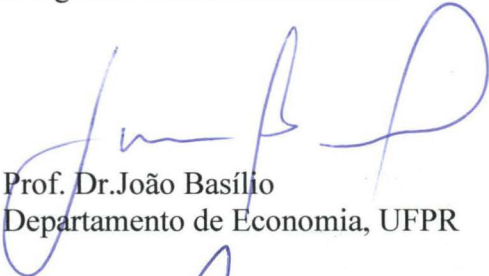
TERMO DE APROVAÇÃO

CASSIANO RIBATSKI RAMOS

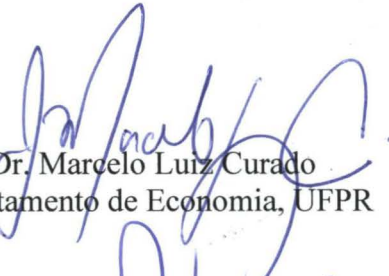
A VIABILIDADE DO DÓLAR COMO MOEDA DE REFERÊNCIA DIANTE DA REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

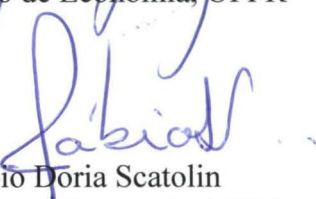
Orientador:



Prof. Dr. João Basílio
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Fábio Dória Scatolin
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 01 de Julho de 2010

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	4
2. MACROECONOMIA MONETARIA INTERNACIONAL	6
2.1 Definição e Funções do Sistema Monetário Internacional	6
2.2 Regime Monetário de Um País Emissor	8
2.2.1 A Clearing Union de Keynes	9
2.2.2 A Proposta Americana	11
2.3 Dilema de Triffin.....	12
2.4 Estabilidade Interna e Estabilidade Internacional	14
2.5 Problemas de Coordenação Internacional.....	15
3. BREVE HISTÓRIA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL	18
3.1 Bretton-Woods (1948-1973).....	18
3.2 Pós Bretton Woods (a era do “não sistema”) - (1973-2007).....	22
3.2.1 Características	23
3.2.2 O novo sistema na prática	25
3.2.3 Globalização Financeira e Crises.....	29
3.2.4 A sobrevivência do Dólar como moeda internacional	36
3.3 Crise 2007-2009	38
3.4 Problemas na economia Americana	40
4. SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL NO PÓS CRISE	49
4.1 O futuro do dólar.....	49
4.2 O que uma moeda precisa para se tornar de referência.....	52
4.3 As propostas para reforma no SMI	54
5. CONCLUSÃO.....	59
6. BIBLIOGRAFIA	63

1. INTRODUÇÃO

O Sistema Monetário Internacional desde o fim do Sistema de Bretton Woods é conhecido como o período de não sistema, já que não foi instituído por nenhum tratado ou acordo formal entre os países e porque na verdade não há um mecanismo de coordenação geral que regule a variação entre as diversas moedas. O atual SMI é composto por moedas sem qualquer tipo de lastro e com taxas de câmbio flutuante. Apesar todas as mudanças ocorridas com o fim do Sistema de Bretton Woods o dólar manteve-se como moeda de referência nesse novo sistema.

Esse novo sistema foi inúmeras vezes criticado durante os quase 40 anos que está implantado. A principal crítica foi a de que somado ao fator da globalização financeira o sistema é extremamente instável, sobretudo para os países emergentes. As críticas e principalmente as propostas de reforma ficavam apenas no campo teórico.

Essa situação começou a mudar com os sucessivos e crescentes déficits fiscais e em conta corrente nos Estados Unidos, os quais deram início a um aumento da desconfiança na economia americana, e por conseqüência afetou a confiança na capacidade da moeda americana de continuar sendo a moeda de referência internacional. Junto a isso o fortalecimento dos grupos econômicos como a União Européia e o crescimento acelerado dos países asiáticos criou áreas em que o dólar deixou de ser usado como moeda de transações financeiras ou comerciais entre os países da região.

Por fim com a crise financeira iniciada nos Estados Unidos em 2008, fez com que as sugestões de reforma do Sistema Monetário Internacional saíssem do campo teórico. Alguns países como a Rússia e a China se posicionaram a favor da criação de moeda internacional com lastro em uma cesta de moedas, a China inclusive apresentou em abril de 2009 em uma reunião do G20 uma proposta formal de reforma no Sistema Monetário Internacional com essas características.

Apesar de no discurso oficial do governo americano a moeda americana ainda está forte o suficiente para permanecer na privilegiada posição de moeda de referência, vários economistas como, por exemplo, Marin Wolf e Barry Eichengreen, defendem a

reforma no atual Sistema Monetário Internacional. Mesmo o mercado já aponta o Euro e o Yuan como possíveis sucessores naturais dólar em suas regiões de origem.

É consenso entre economistas, policy-makers e analistas de mercado que a moeda americana ainda é e provavelmente será de grande importância para a economia mundial, porém a história do Sistema Monetário Internacional mostra que os sistemas baseados em apenas uma moeda nacional tende a gerar instabilidade tanto ao sistema como um todo como ao país da moeda referência.

Os rumos do SMI em geral não foram determinados por fatores técnicos, mas em sua maioria políticos. O próprio acordo assinado em Bretton Woods em 1944 é um exemplo de um grande influencia política dos Estados Unidos. Essas decisões políticas não foram eficientes para evitar os inúmeros problemas tanto no Sistema de Bretton Woods e, sobretudo no período posterior ao fim desse Sistema em que ocorreram inúmeras de crises cambiais, financeiras e bancárias.

Este trabalho apresentará um breve resumo histórico do SMI a partir da Segunda Guerra Mundial; demonstrará alguns dos problemas que o SMI apresentou no período em que o dólar foi a moeda de referência; apresentará a conjuntura da economia americana e a situação do dólar; comentará os motivos que tornam necessária a reforma no Sistema Monetário Internacional; apresentará alguns argumentos econômicos quanto à viabilidade ou à inviabilidade da manutenção do dólar como única moeda central no SMI.

No capítulo dois, será feita a análise dos conceitos, problemas e discussões referentes ao SMI na teoria macroeconômica; No capítulo 3 será apresentado um breve histórico do SMI a partir do Sistema de Bretton Woods até os dias de hoje. No capítulo 4 serão apresentadas as principais tendências para o futuro próximo do SMI e quanto a situação do dólar como principal moeda de referência. Finalmente o capítulo 5 apresentará as conclusões obtidas com o trabalho de monografia.

2. MACROECONOMIA MONETARIA INTERNACIONAL

O Sistema Monetário Internacional já foi motivo de inúmeras discussões na teórica macroeconômica, principalmente a partir da reunião de Bretton Woods onde foram apresentadas as duas propostas para SMI mais lembradas pelos teóricos econômicos nesses 70 anos. Durante esse tempo entraram em pauta as discussões sobre problemas verificados durante a aplicação dos modelos do sistema monetário internacional.

A base teórica apresentada nesse capítulo visa dar sustentação aos argumentos de que existem grandes problemas no Sistema Monetário Internacional no fim da primeira década do século XXI. E de que o atual modelo do SMI dificilmente irá se sustentar por muito tempo.

Será apresentado na primeira seção o conceito de Sistema Monetário Internacional, as suas funções, objetivos e problemas teóricos; na segunda seção serão apresentadas as duas propostas da reunião de Bretton Woods que determinou os caminhos do SMI depois da Segunda Guerra Mundial; na terceira seção será abordado o tema que ficou conhecido como Dilema de Triffin; na quarta seção serão discutidas as conseqüências das políticas internas do país emissor da moeda de referência no resto dos países; por fim, na quinta seção o tema será as dificuldades da coordenação dos países quanto a política monetária.

2.1 Definição e Funções do Sistema Monetário Internacional

As nações capitalistas em geral são de certa forma independentes politicamente tendo cada uma sua soberania em escolher o sistema monetário nacional e sendo assim a maioria dos países têm sua moeda própria e normas internas sobre a quantidade que será emitida da moeda nacional. Porém economicamente em geral as economias são interdependentes, existindo um grande volume de transações diárias entre os mais diversos países, os meios pelos quais são feitos os pagamentos dessas transações efetuadas entre as nações são determinados pelo Sistema Monetário Internacional (SMI), segundo Robert Solomon:

“Podemos definir o Sistema Monetário Internacional como um conjunto de disposições, normas, práticas e instituições sob as quais são feitos ou recebidos pagamentos em transações efetuados além das fronteiras nacionais. O sistema internacional ocupa-se não só do fornecimento de moeda internacional, mas das relações entre as centenas de moedas dos países, do esquema das

relações entre os balanços de pagamentos e a maneira pelas quais as transações são ajustadas e liquidadas” (SOLOMON, 1976, p. 7)

O objetivo do SMI é garantir o fluxo das relações econômicas entre os países, levando a maximização dos ganhos do comércio internacional assim como do mercado financeiro.

Para Gonçalves (1998) o SMI terá eficiência caso proporcione aos países condições para especializarem-se nos ramos em que têm vantagens comparativas e garantir aos investidores uma rentabilidade no mercado financeiro internacional. Isso virá da combinação de uma estabilidade dos preços para importações e exportações e que os objetivos diferentes entre as autoridades monetárias dos países possam ser compatibilizados.

Além disso, Gonçalves diz que a(s) moeda(s) de um Sistema Monetário Internacional deve satisfazer três requisitos:

a) cumpram a função de meio de troca: devem existir moedas que sejam aceitas para as transações entre os países, ou seja, essas moedas devam ser confiáveis em vários países e possam ser aceitas como meio de pagamento para o comércio entre os países.

b) sejam seguras, como reserva de valor: a credibilidade das moedas ou da moeda de referência, a confiança nessas moedas pode ser testada com a estabilidade desta em relação a outras moedas ou a alguma mercadoria como, por exemplo, o ouro, de forma que a moeda possa preservar o valor das reservas internacionais dos países que a mantém.

c) devem ser consistentes: a consistência é consequência de que a soma dos déficits e dos superávits em transações correntes de todos os países deve ser igual a zero (pelo menos em teoria), sendo assim algum país deve simplesmente aceitar o resultado da balança de pagamentos que será imposto pelo resultado dos outros países, o problema pode ser resolvido se houver uma coordenação das políticas ou regras claras sobre esse tema. Para resolver o problema da consistência já foi tentado três tipos de soluções:

- i) um país realmente abre mão de suas metas ou políticas externas;
- ii) que exista um mecanismo do mercado que ajuste esse problema com taxas cambiais flexíveis;

iii) uma coordenação das políticas monetárias entre os diversos países.

O problema da consistência é de fundamental importância para a discussão sobre a atual situação do SMI. É baseado nesse princípio que se explica como os grandes superávits em conta corrente de países como China, Alemanha, Japão e alguns outros países asiáticos resultam no imenso déficit em conta corrente de outros países, sobretudo os Estados Unidos.

Esse desequilíbrio tem gerado grandes problemas aos Estados Unidos e grandes desconfianças do resto do mundo na economia e na moeda americana como será analisado nos próximos capítulos.

O Sistema Monetário Internacional já passou por fases em que aplicou as três possibilidades anteriores, mas desde o final da Segunda Guerra Mundial, o dólar e os Estados Unidos exercem um papel central. Desde o início do Sistema de Bretton Woods e mesmo após o fim do lastro em ouro do dólar, o dólar continuou sendo a principal moeda do SMI. Nas próximas seções serão abordadas as teorias econômicas de como funciona o Sistema Monetário Internacional e quais são os problemas em um sistema onde exista uma moeda de referência como o atual modelo (Gonçalves, 1998).

2.2 Regime Monetário de Um País Emissor

Durante a Segunda Guerra Mundial foram elaborados dois planos para a reforma do Sistema Monetário Internacional para o pós-guerra, um elaborado e defendido pelos Estados Unidos encabeçados por Harry Dexter White e outro apresentada pelos ingleses liderados pelo já famoso economista John Maynard Keynes (Eichengreen, 2000).

As duas propostas têm importância no campo teórico da economia, pois a proposta americana foi implementada no que ficou conhecido como o Sistema de Bretton Woods e a proposta de Keynes é recorrentemente lembrada nas propostas de reforma para o sistema monetário internacional, porém nunca foi colocada em prática (Eichengreen, 2000).

Na verdade a reunião de Bretton Woods tinha como objetivo evitar os mesmos erros cometidos no período entre guerras e principalmente no período da grande depressão quando os países se fecharam para comércio e para os capitais externos, o que só agravou a crise (Eichengreen, 2000).

2.2.1 A Clearing Union de Keynes

O plano de Keynes que foi denominado de *International Clearing Union* era um plano com objetivos para a reconstrução e reestruturação das economias após a guerra e dentre os objetivos estavam os mecanismos monetário-financeiros e cambiais. Nesse ponto, como as outras propostas de Keynes para a o Sistema Monetário Internacional, ele sugeria a criação de uma instituição central que não fosse influenciada por forças políticas. Dessa forma criaria e administraria uma moeda internacional que iria garantir a liquidez ao comércio entre os países além de facilitar ou dinamizar as relações comerciais, cambiais e monetário financeira da economia internacional e com isso criar um expansão da demanda efetiva mundial além de estabilizar os preços na economia internacional (Ferrari Filho, 1990).

Segundo Keynes:

“Nós necessitamos de uma moeda internacional que tenha aceitação entre as nações, de tal forma que (...) o sistema de compensações bilaterais entre as nações seja desnecessário, isto é, um instrumento monetário utilizado por cada nação em suas transações com outras nações (...) Nós necessitamos de um determinado volume de liquidez internacional que não seja determinado de maneira imprevisível (...) nem esteja sujeito a manipulações de políticas de reservas de ouro dos países individualmente, mas que seja administrada pelas necessidades reais do comércio mundial e seja capaz de assegurar expansões e contrações de liquidez internacional compatíveis com as tendências inflacionária e deflacionária na demanda efetiva mundial (...) Nós necessitamos de uma instituição internacional, puramente técnica e apolítica, para ajudar e respaldar outras instituições internacionais que estejam articuladas com o planejamento e a regulação da atividade econômica mundial” (Ferrari Filho, 1990 apud Keynes, p. 168-169).

Para Keynes esses objetivos seriam alcançados criando o que ele chamou de União de Compensações Internacionais que seria composta por uma moeda bancária mundial a qual ele chamou de “bancor”. Essa moeda seria fixada, porém reajustável, em relação ao ouro e aceita internacionalmente como equivalente do metal. Os bancos centrais dos países teriam uma espécie de conta corrente junto a União de Compensações Internacionais e as transações cambiais ocorreriam com referencia a esta moeda bancária. Dessa forma os países com superávit nas transações correntes acumulariam créditos em “bancor” e os que apresentassem déficits teriam débitos de sua quota de “bancor”. Conforme Keynes:

“A proposta é estabelecer uma União de Moedas, designada União de Compensações Internacionais, baseada em uma moeda bancária internacional, bancor, fixada (porém não inalterável) em termos de ouro e aceita como equivalente do mesmo (...) Os bancos centrais de todos os estados-membros (e também dos não-membros) manteriam contas com a União de Compensações Internacionais (...). Países tendo um balanço de pagamentos favorável com o resto do Mundo teriam créditos nas contas da União de Compensações, e aqueles apresentando

um balanço de pagamentos desfavorável teriam débitos nas contas" (Ferrari Filho, 1990 apud Keynes, p. 170-171).

Para regular o equilíbrio interno de cada país e o comportamento da liquidez internacional na formação da União de Compensações Internacionais, todos os países teriam uma quota em bancors que seriam inicialmente fixadas com base na soma das importações e exportações do período entre os anos de 1936 a 1938, ou seja, os três anos anteriores ao início da Segunda Guerra. No caso de os débitos ou os créditos de algum país ultrapassassem a margem de um quarto de sua quota em bancors, a União de Compensações Internacionais cobraria desse país a taxa 1% a.a. sobre o total de equilíbrio médio nacional. Nas palavras de Keynes:

"Um estado-membro pagaria ao Fundo de Reserva da União de Compensações uma taxa de 1% a.a. sobre o total de seu equilíbrio médio em bancor, independente de ser uma situação de crédito ou de débito, superior a 1/4 (um quarto) de sua quota; e, ainda mais, 1% sobre o equilíbrio médio, seja crédito, seja débito, que ultrapassasse a metade de sua quota" (Filho, 1990 apud Keynes, p.460-461)

Além disso, o plano de Keynes estabelecia que em caso de grandes desequilíbrios, tanto deficitários como superavitários, seriam tomadas medidas para o retorno a situação de equilíbrio. Os países com déficits superiores a um quarto da quota no período de um ano seriam obrigados a desvalorizar a sua moeda em relação ao bancor. Se um país atingisse déficits maiores que a metade da quota, além da desvalorização da moeda, seria imposto ao país um controle das saídas de transações de capital. O país que ultrapassasse três quartos de sua quota em déficits teria que seguir as orientações de um grupo interno da União de Compensações Internacionais chamado "Conselho de Governantes", que iria auxiliar o país deficitário a tomar as medidas necessárias para solucionar o problema dos déficits na balança de pagamentos (Ferrari Filho, 1990).

Já para os países que chegassem a ter créditos em bancors correspondente a metade de sua quota, seria discutida também com o Conselho de Governantes as medidas serem tomadas para o retorno a situação de equilíbrio, dentre essas medidas estariam a expansão do crédito doméstico e da demanda interna, a valorização da moeda em relação ao bancor, redução de barreiras alfandegárias como, por exemplo, taxas que desestimulem as importações e por fim o desenvolvimento de empréstimos internacionais (Ferrari Filho, 1990).

O fato de a responsabilidade, pelo equilíbrio para ajustes externos, fosse dividida entre países deficitários e superavitários tinha como intenção garantir aos países membros ajustes para garantir o equilíbrio externo sem afetar as políticas de crescimento interno de emprego e do produto nacional (Ferrari Filho, 1990).

Apesar de a proposta de Keynes não ter sido escolhida em Bretton Woods, ela é recorrentemente lembrada nas propostas de reforma do SMI, entretanto para sua aplicação seria necessária uma grande coordenação política o que parece ser improvável. As dificuldades de acordo político são atualmente o principal entrave para o avanço das negociações em direção à um novo sistema monetário internacional. Os EUA, que inicialmente se recusaram a ser o país emissor mundial, agora atuam politicamente para manter o dólar como moeda internacional, mesmo diante de todas as dificuldades. Este tema será abordado mais adiante, pois é uma questão importante na criação de um novo SMI.

2.2.2 A Proposta Americana

O Sistema de Bretton Woods seguiu em quase em sua totalidade as propostas do Plano White que representava os americanos na reunião realizada para definir o futuro do Sistema Monetário Internacional no pós guerra.

As características básicas do plano elaborado por White eram a de um sistema de em que o ativo utilizado para a reserva seria o ouro e que uma moeda nacional só poderia ser aceita caso tivesse reservas de ouro o suficiente para assegurar uma conversibilidade automática. Entretanto apenas os Estados Unidos tinham reservas de ouro suficiente para garantir a conversibilidade (Baer, 1999).

Essas características básicas tinham como objetivo evitar a desordem monetária ocorrida no período anterior, quando os países utilizaram desvalorizações cambiais competitivas para amenizar os efeitos da crise, desvinculando as suas moedas do padrão ouro o que supostamente eliminaria o controle de expansão monetária. Dessa forma o modelo de Bretton Woods pretendia que o ouro fosse uma espécie de ancora que garantisse que não haveria expansões da liquidez superiores as tidas como necessárias (Baer, 1999).

Seria criada uma instituição que acabou se tornando o FMI com quatro funções básicas, assistência técnica, supervisão das políticas monetárias dos países, coordenação e gestão de crises (Wolf, 2009).

Quanto aos ajustes dos desequilíbrios o plano de White previa medidas apenas para os países deficitários, se contrapondo ao plano de Keynes nesse ponto. Existiam dois grupos de procedimentos que seriam usados dependendo da origem do déficit, caso as origens do desequilíbrio fossem estruturais as medidas tomadas seriam a desvalorização no câmbio que seriam guiados por um mecanismo supranacional, que de fato acabou sendo o FMI. Já ajustes considerados transitórios seriam pagos através de empréstimos realizados pelo FMI. Porém tais recursos seriam liberados apenas se o país adotasse as políticas macroeconômicas necessárias, ou as que o FMI achasse necessária, para a correção e para o retorno ao equilíbrio na balança de pagamentos (Baer, 1999).

Analisando as duas propostas para o SMI podemos afirmar que ambas buscavam a desenvolver um sistema que proporcionasse o desenvolvimento econômico equilibrado. Entretanto as duas propostas apresentavam caminhos bastante diferentes para chegar a esse objetivo. A primeira grande diferença era de qual seria aceito como meio de pagamento internacional e como reserva, ou seja, qual seria o padrão monetário internacional. Outra grande diferença era a de quais eram os ajustes que deveriam ser feitos para equilibrar as balanças de pagamentos dos países. Enquanto o plano de Keynes pretendia que os ajustes fossem determinados tanto para países deficitários quanto para superavitário e o Plano White defendia apenas medidas nos países deficitários (Lichtensztein, 1986).

Apesar de todos os fundamentos teóricos que apresentavam, tanto a proposta de Keynes como a de White, representavam além das idéias dos autores, os interesses dos países de origem e a escolha do Plano White para o acordado em Bretton Woods foi claramente muito mais política pelo poder obtido pelos Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial.

2.3 Dilema de Triffin

O chamado Dilema de Triffin foi elaborado pelo economista monetário belga, Robert Triffin em 1947. O dilema de Triffin é uma inconsistência básica num regime monetário internacional que combina dois elementos: o uso de uma moeda nacional

como moeda internacional combinado com um esquema de conversibilidade desta moeda em ouro.

O contexto da história econômica, em que Robert Triffin apresentou o dilema, era do início do Sistema de Bretton Woods onde o dólar era fixado a U\$ 35,00 por onças de ouro e as outras moedas fixadas em relação ao dólar. A economia européia estava se reconstruindo depois da Segunda Guerra Mundial e para Triffin a partir do momento em que o mundo em geral se reconstruísse e recuperasse a capacidade do crescimento do comércio internacional, o SMI só seria sustentável caso as reservas internacionais aumentassem. E o ouro não era capaz de atender essa demanda por reservas, desta forma a saída seria o mundo utilizar como reserva a moeda central, ou seja, o dólar. Entretanto para isso seria necessário que os Estados Unidos tivessem sucessivos déficits na balança de pagamentos. (Serrano, 2002).

Entretanto, ainda na visão de Triffin, quanto maiores os déficits na balança de pagamentos do país central, maior ficaria a diferença entre a quantidade da moeda de referência em circulação no mundo e o tamanho das reservas de ouro do país central. No longo prazo a falta de lastro em ouro da moeda de referência ficaria evidente, o que por consequência originaria pressões para a desvalorização da moeda de referência. A desvalorização da moeda de referência poderia ameaçar a continuidade do sistema, pois mesmo com a desvalorização a confiança do mercado no sistema não seria restabelecida, pela desconfiança da necessidade de novas desvalorizações (Serrano, 2002).

Dessa forma o dólar seria uma moeda de reserva atrativa apenas enquanto existisse a confiança internacional de que os dólares mantidos nos bancos centrais teriam sua conversibilidade em ouro garantida pelo governo americano. Se as reservas de ouro americanas ficassem menores do que o passivo monetário dos EUA no exterior em dólar (o que de fato ocorreu), e junto a isso, alguns países credores decidissem converter as reservas de dólar para ouro, as consequências poderiam ser parecidas com uma corrida bancária, ou seja, com o medo de não ter a possibilidade de ter os dólares convertidos na taxa de câmbio esperada, de 35 dólares por onça de ouro, faria com que se iniciasse uma corrida para a troca de dólar. O que obrigaria o banco central americano a desvalorizar o dólar em relação ao ouro (Eichengreen, 2000).

Porém uma desvalorização do dólar em relação ao ouro poderia causar inflação e ter uma consequência política indesejável do enriquecimento dos países produtores de ouro. E principalmente poderia criar expectativas nos bancos centrais de que novas desvalorizações poderiam ocorrer agravando o problema da confiança no dólar ao invés de solucioná-lo (Krugman, 2005).

O dilema estava no fato de que havia um trade-off entre manter a conversibilidade da moeda central em ouro (e conseqüentemente manter a estabilidade no sistema e a confiança na moeda de referência) e manter uma liquidez no comércio internacional de modo que este pudesse crescer satisfatoriamente (Serrano, 2002).

O próprio Robert Triffin fez uma proposta na qual o FMI começaria a emitir uma moeda própria e que os bancos centrais usariam essa nova moeda como reserva internacional. Tal medida transformaria o FMI em uma espécie de banco central mundial que adotaria para o mundo políticas semelhantes a que a um banco central nacional adota para o controle da oferta de moeda doméstica. O plano era semelhante ao apresentado por Keynes com a Clearing Union (Krugman, 2005).

2.4 Estabilidade Interna e Estabilidade Internacional

O país central do Sistema Monetário Internacional, ou seja, aquele que emite a moeda de referência, sobretudo num regime onde as taxas são fixas, tem uma responsabilidade com os outros países e deve adotar políticas macroeconômicas tidas como responsáveis para que possíveis instabilidades geradas, como por exemplo, por déficits fiscais ou altas taxas de inflação não sejam transmitidas para os outros países (Krugman, 2005).

No caso do SMI ter um modelo onde existe uma moeda de referência que seja usada como moeda de reserva e meio de pagamento entre os países, como por exemplo, no Sistema de Bretton Woods onde o dólar fazia esse papel, a responsabilidade do país emissor em manter o equilíbrio da inflação, da balança de pagamentos e do orçamento aumenta já que desequilíbrios nessas áreas podem ter consequências nos outros países (Krugman, 2005).

Um exemplo de como instabilidades da política interna do país emissor pode ser transmitido para os demais países é a alta no nível preços. Em um sistema onde além de uma moeda de referência existam taxas de câmbio fixas a inflação do país emissor pode

ser exportada para os outros países. Isso acontece através do seguinte mecanismo: com a inflação no país emissor e a impossibilidade de ajustar a taxa de câmbio, a moeda do país não-emissor terá uma valorização real em relação à moeda de referência. A valorização real, mas não nominal provocará sobreemprego e superávit na balança de pagamentos no curto prazo, entretanto como a demanda interna e mundial pressiona o nível de preço e dessa forma diminuindo o valor real da moeda até o ponto em que o valor real da moeda do país não-emissor em relação à moeda de referência volte ao estágio inicial. Porém o nível de preço nos dois países será maior do que no período inicial caracterizando assim que o país emissor exportou a inflação para os outros países (Krugman, 2005).

Dessa forma o país emissor tem grande influência na economia mundial, e por esse motivo, está implícito a função de manter políticas macroeconômicas responsáveis de maneira que mantenha a confiança dos outros países em sua capacidade como país central do Sistema Monetário Internacional (Krugman, 2005).

2.5 Problemas de Coordenação Internacional

As políticas coordenadas no âmbito da economia internacional e do sistema monetário internacional são importantes visto que em primeiro lugar quando se trata de políticas internacionais, a idéia de que o mercado se auto regula perde a força já que dada as diferenças de importância de cada país no mercado internacional e o tamanho das economias podem fazer com que determinadas políticas de determinados países tenham transbordamentos ou externalidades positivas ou negativas em inúmeras outras economias, como por exemplo o caso da seção anterior onde foi observado que a inflação do país central pode ser exportada para os outros países.

No Sistema Monetário Internacional onde existe um país central que emite uma moeda de referência, as coordenações políticas são importantes para manter o equilíbrio do sistema. Existe, portanto um contrato implícito entre o país líder e os outros países, de forma que o país líder deve adotar políticas macroeconômicas responsáveis, como por exemplo, manter a inflação baixa. Já os outros países adotam políticas monetárias que possam sustentar o sistema, como por exemplo, no Sistema de Bretton Woods onde os países, com exceção dos Estados Unidos, tinham que abrir mão de políticas monetárias para manter a paridade com o dólar (Frankel, 1988).

Além disso, como já vimos no sistema monetário internacional, caso não exista qualquer tipo de coordenação, se existem n moedas apenas $n-1$ moedas poderão determinar a taxa de câmbio, isso quer dizer que é impossível que todos os países mantenham uma política para manter superávits caso necessitem. Para resolver esses problemas mais uma vez a coordenação internacional das políticas monetárias se mostra útil. Ainda mais porque muitos países utilizam inúmeros controles de capital impedindo que parte dos fluxos de capitais circulem livremente. Dessa forma a função das políticas coordenadas no SMI é proporcionar maiores facilidades para identificar inconsistências e quando identificadas poder adotar políticas conjuntas para poder eliminá-las ou minimizá-las (Frankel, 1988).

O próprio Sistema de Bretton Woods foi um exemplo de coordenação das políticas monetárias dos países, e o seu colapso só ocorreu no momento em que não era mais possível manter as políticas monetárias coordenadas, especialmente no caso do país emissor, os EUA (Frankel, 1988).

Entretanto existem muitas dificuldades em adotar políticas coordenadas. Existem algumas críticas aos argumentos de que estas políticas coordenadas proporcionam vantagens aos países. Por exemplo, na visão do economista Martin Feldstein¹, os argumentos sobre os benefícios das coordenações e cooperações políticas estão equivocados, pois dependendo do tipo da coordenação ela pode gerar riscos e desvantagens às políticas internas de cada país. Outro argumento é que o foco nas políticas coordenadas pode tirar a atenção dos policymakers das necessidades domésticas (Frankel, 1988).

Além das desconfianças sobre a coordenação das políticas e se realmente estas valem a pena, ainda existem, na prática, inúmeras dificuldades para se negociar e manter as políticas coordenadas. Ao negociar e adotar a coordenação cada país deve fazer as considerações sobre quais serão as políticas escolhidas para conseguir aumentar o bem estar do país, quais serão os transbordamentos das políticas dos outros países na economia interna e depois de implementada a política a verificação de se os efeitos estão sendo os esperados. Outro ponto importante a se considerar é o de que o país estará abrindo mão de políticas que poderiam ser utilizadas internamente. Para aceitar a

¹ Martin Feldstein (1988), Distinguished Lecture on Economic in Government: Thinking About International Economic Coordination.

fazer a coordenação política os tomadores de decisão necessitam fazer todas essas considerações para ter certeza de que é uma política que vale a pena para o país e sua população (Frankel, 1988).

Apesar de todos os obstáculos e as desconfianças as políticas coordenadas são muito importantes na história do Sistema Monetário Internacional, o acordo de Bretton Woods foi uma tentativa de coordenação das políticas dos países, na tentativa de não ser cometido o mesmo erro da década de 30 quando os países adotaram políticas descoordenadas e acabaram por agravar a crise financeira. Existem ainda muitos outros exemplos sobre a utilização de políticas coordenadas para a estabilização do Sistema Monetário Internacional, como o conhecido Acordo de Plaza na década de 1980 como será analisado posteriormente.

3. BREVE HISTÓRIA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

O SMI pode ser dividido em quatro grandes períodos durante a história recente. O primeiro período antecede a Primeira Guerra Mundial o sistema utilizado era utilizado o chamado padrão ouro, durante esse período a hegemonia econômica pertencia a Inglaterra e a Europa em geral. Esse sistema era caracterizado pela inexistência de controle de capitais sobre as transações financeiras internacionais e conseqüentemente existiam grandes fluxos de capitais internacionais alavancados. O segundo período é curto período entre a as duas guerras mundiais. Neste período o poder econômico europeu havia enfraquecido em relação aos Estados Unidos e é uma fase marcada por grandes turbulências como a grande depressão. Em geral os países abandonaram o padrão ouro optando por políticas nacionalistas e independentes, com nenhuma coordenação entre. No campo cambial, em geral prevaleceu políticas de desvalorizações competitivas entre as nações, o que contribuiu para a eclosão da segunda guerra. Terceiro período é o do Sistema de Bretton Woods que iniciou após a Segunda Guerra Mundial quando a hegemonia econômica, política e militar no mundo passaram definitivamente para os Estados Unidos e a moeda de referência se tornou o dólar americano. O quarto período, que dura até hoje, iniciou após o colapso do Sistema de Bretton Woods e manteve os Estados Unidos como país central do SMI. Pois este ainda tinha maior poder econômico e político do mundo capitalista e, por isso, mesmo com as alterações que deixaram as taxas de câmbio flutuantes o dólar manteve-se como a moeda de referência para o Sistema Monetário Internacional.

Nas próximas duas sessões se analisará as duas últimas fases do SMI, o Sistema de Bretton Woods e a o período a partir de 1973, chamado de época do “não sistema”.

3.1 Bretton-Woods (1948-1973)

O objetivo do Sistema de Bretton Woods era o de não cometer os mesmos erros ocorridos no final da Primeira Guerra Mundial que causaram a grande depressão de início no final da década de 20. Dessa forma segundo o discurso oficial, os objetivos eram planejar um SMI que proporcionasse o pleno emprego e a estabilidade de preços e ao mesmo tempo garantisse o equilíbrio externo sem impor restrições ao comércio internacional (Krugman, 2005).

Conforme já mencionado o Sistema de Bretton Woods foi baseado na proposta de Harry Dexter White, que liderava a comitiva americana na reunião. Dessa forma as principais características do Sistema de Bretton Woods vieram dessa proposta (Eichengreen, 2000).

Ficou acordado em Bretton Woods que todas as moedas teriam taxas de câmbio seriam fixas em relação ao dólar, porém ajustáveis em casos do que se chamou de desequilíbrio fundamental. Já o dólar teria uma conversibilidade em ouro fixada em US\$ 35,00 por onça. (Krugman, 2005).

Os países membros teriam suas reservas internacionais oficiais em dólar ou em ouro. E tinham o direito de converter seus dólares em ouro através do FED no preço oficial (Krugman, 2005).

No texto original que instituiu o Sistema de Bretton Woods, o que manteria as taxas fixas seriam os controles de capital adotados pelos países para defender as moedas contra os fluxos de capital desestabilizadores. O que dava margem de manobra para que os ajustes fossem feitos de modo ordenado. O Sistema de Bretton Woods também previa que o FMI seria responsável por financiar países que passassem por desequilíbrios momentâneos, mantendo dessa forma as taxas de câmbio fixas. Além disso, FMI teria como uma de suas funções o monitoramento contra políticas de países que usassem o sistema de modo a causar instabilidades (Eichengreen, 2000)².

Porém esses fatores acabaram não funcionando de forma harmoniosa como se esperava, as taxas de câmbio que deveriam ser ajustáveis acabaram sendo de fato reajustadas muito raramente, sobretudo nos países industrializados. O FMI apesar de ter como função monitorar as políticas monetárias, acabou nunca utilizando os instrumentos, como por exemplo, a cláusula de escassez de divisas, para punir países que adotassem políticas que pudessem desestabilizar o sistema. Por fim os recursos do FMI mostraram-se rapidamente insuficientes para atender a demanda por empréstimos devido à necessidade de recuperar os países e suas economias após a guerra.

Dos elementos previstos o único que funcionou razoavelmente bem foi os controles de capital. Exemplos dos controles de capitais usados foram a determinação por parte dos bancos centrais de em qual tipo de ativos as instituições financeiras

² Os próximos parágrafos desta seção se beneficiaram em muito da análise histórica de Eichengreen (2000), pelo que não vamos nos repetir na citação deste trabalho.

poderiam investir, regulamentações dos mercados financeiros que canalizavam o crédito para determinados setores estratégicos escolhidos pelos governos além de licenças para importações que criavam dificuldades para realização de transações de capitais através de contas correntes.

Os controles foram importantes, pois sem eles não haveriam mecanismos para o ajuste uma vez que existia um compromisso pela defesa do pleno emprego. Dessa forma as políticas deflacionárias utilizadas pelos bancos centrais no período do padrão ouro para defesa da moeda já não eram mais viáveis politicamente. Porém os controles de capital funcionaram bem apenas até a década de 60 depois disso começaram a ser criados jeitos de se “driblar” tais controles deixando enfraquecida essa ferramenta. Por falta de outros mecanismos de ajustes os controles de capital não conseguiram salvar o Sistema de Bretton Woods, os controles apenas foram suficientes para adiar o colapso do Sistema para a década de 70.

No início apenas os Estados Unidos conseguiram assegurar a conversibilidade sendo que os outros países que estavam destruídos pela guerra e tinham grandes dificuldades para financiar a reconstrução e por isso não podiam manter o câmbio fixo em relação ao dólar. O primeiro país europeu a tentar estabelecer a conversibilidade foi a Inglaterra, que não apresentava altos níveis de inflação como os outros países europeus e, além disso, a libra parecia não estar supervalorizada em relação ao dólar. Entretanto a partir de estabelecida a conversibilidade, os fluxos de capital trocando libras por dólares mesmo com as restrições impostas pelo banco central britânico começaram a diminuir drasticamente as reservas inglesas e dessa forma a tentativa de conversibilidade da libra durou apenas seis semanas e trouxe grandes prejuízos à Inglaterra.

Com os problemas em estabelecer a conversibilidade da libra, os Estados Unidos perceberam que o problema europeu era maior do que o previsto e as pressões para os países tornarem as suas moedas conversíveis conforme o acordado em Bretton Woods eram um equívoco. Dessa forma os países Europeus só tornaram suas moedas totalmente conversíveis no final da década de 50 quando já havia uma sensível recuperação econômica desses países e uma grande diminuição dos déficits na balança de pagamentos.

Com a conversibilidade das moedas garantidas e o Sistema de Bretton Woods funcionando plenamente, surgiu outro problema. As transações correntes americana nos anos iniciais do sistema eram de grandes superávits devido à destruição da infraestrutura e da capacidade produtiva da Europa. Entretanto com os anos os países europeus se reconstruíram e gradualmente recuperaram sua capacidade produtiva e a situação de superávit em transações correntes americana se inverteu, já em 1959, mesmo tendo se recuperado nos anos seguintes por conta de uma recessão na economia americana o problema dos déficits voltou com força a partir da metade da década de 60. Na mesma época os Estados Unidos começaram a ter déficits fiscais, isso foi provocado por diversos fatores como os gastos do governo americano com a indústria bélica, por causa do envolvimento na guerra do Vietnã, o desenvolvimento de programas de alto custo para os cofres no governo e ainda a proximidade das eleições de 1968 que tornava um aumento de impostos uma medida inviável politicamente. Todos esses fatores fizeram os Estados Unidos criarem déficits fiscais, e por consequência as pressões inflacionárias subiram e o superávit na balança comercial despencou (Krugman, 2005).

Todo esse cenário fez com que o mercado começasse a acreditar que ocorreria uma desvalorização do dólar em relação ao ouro. Essa desconfiança fez com que aumentasse a demanda pelo metal. Sendo que o Bank of England fechou o mercado de ouro no dia 15 de março de 1968. Depois disso os bancos centrais criaram um mercado paralelo de ouro. Entre os bancos centrais ainda funcionava o venda de ouro por dólares a taxa oficial do Sistema de Bretton Woods, e o novo mercado foi aberto com o objetivo de atender o setor privado, onde o preço do ouro poderia flutuar (Krugman, 2005).

Ao criar o mercado paralelo de ouro onde a taxa não era fixa, os bancos centrais estavam abrindo mão do mecanismo do Sistema de Bretton Woods que protegia o sistema da inflação. Isso porque apesar dos bancos centrais terem o direito de comprar ouro no preço do oficial do dólar essa taxa passou a ser apenas uma taxa de ajuste entre os bancos centrais, pois não tinha mais o poder de conter a expansão monetária no mundo (Krugman, 2005).

Essas medidas no curto prazo amenizaram o problema, mas como os persistentes déficits em conta corrente e fiscal americano, as desconfianças que dólar seria desvalorizado aumentavam, crescendo ainda mais a pressão dos Estados Unidos para manter a conversibilidade na taxa oficial de US\$ 35,00 a onça de ouro. Além disso, a

situação interna americana também não era boa, pois o nível de desemprego e a inflação estavam altos. Todos esses problemas deixavam claro para o governo americano e para o mercado que era necessária uma desvalorização real do dólar. Para isso existiam duas possibilidades a primeira seria diminuir o nível de preços interno dos Estados Unidos em relação ao resto do mundo, o que agravaria o problema do desemprego no país. A segunda opção era desvalorizar o dólar nominalmente em relação ao ouro e por consequência em relação às outras moedas. Tal medida seria complicada também já que demandaria uma negociação multilateral com todos os países para que estes aceitassem ter suas moedas valorizadas em relação ao dólar, o que poderia resultar em diminuição da competitividade da indústria dos outros países em relação ao EUA (Krugman, 2005).

O presidente Richard M. Nixon como era esperado decidiu adotar a estratégia de desvalorizar nominalmente o dólar. As medidas para convencer os outros países foram, por exemplo, a criação de uma taxa de 10% sobre as importações para os Estados Unidos até os governos dos outros países aceitassem a desvalorização do dólar. A tática surtiu efeito, os outros países aceitaram a nova taxa do dólar em relação à suas moedas no que ficou conhecido como Acordo Smithsonian (Krugman, 2005).

Entretanto o acordo não foi suficiente para garantir a vida do sistema por muito tempo, pois os ataques especulativos ao dólar continuaram acontecendo, houve tentativas de novas desvalorizações que não surtiram o efeito esperado e finalmente em 19 de março de 1973 os bancos centrais da maioria dos países europeus e do Japão deixaram suas moedas a flutuarem. As taxas flutuantes que a princípio deveriam ser temporárias acabaram se tornando permanentes e se configurando como a principal característica da próxima fase do Sistema Monetário Internacional e decretaram o fim do Sistema de Bretton Woods (Krugman, 2005).

3.2 Pós Bretton Woods (a era do “não sistema”) - (1973-2007)

Com o colapso do Sistema de Bretton Woods surgiram muitas dúvidas quanto ao futuro do SMI, e a inexistência de outro acordo oficial entre os países estabelecendo um novo sistema causou inúmeras dúvidas e temores no início do novo modelo. Que pela falta deste acordo ficou conhecido como era do “não sistema”.

Os temores eram de como as moedas não estavam mais fixas isso geraria inúmeras instabilidades e grandes crises. Em parte esses temores estavam correta,

entretanto as crises foram mais freqüentes nos países emergentes ou em desenvolvimento até o final da década de 90 e início da primeira década do século XXI, a partir de meados desta década os países desenvolvidos começaram a ter problemas, sobretudo os Estados Unidos o que vem ameaçando o dólar como moeda de referência.

Neste contexto na primeira subseção serão apresentadas as principais características do SMI após o colapso de Bretton Woods; Na segunda subseção serão analisadas as crises cambiais, monetárias e bancárias na era do “não sistema”, inicialmente nos países subdesenvolvidos e mais recentemente nos países desenvolvidos; por fim serão apresentadas as funções do dólar no novo sistema e os problemas na economia americana que levaram a desconfiança da moeda como moeda de referência.

3.2.1 Características

Após o fim do Sistema de Bretton Woods não foi feito nenhum acordo oficial que estabeleceu as novas regras do Sistema Monetário Internacional num primeiro momento e a solução que a princípio seria temporária, a de deixar moedas flutuantes, acabou se tornando a principal característica do novo sistema (Eichengreen, 2000).

Com o fim do lastro do dólar em ouro e das outras moedas em dólar, os bancos centrais não eram mais obrigados a usar a política monetária apenas para manter a conversibilidade de sua moeda. Junto com essa liberdade veio a necessidade de decidir qual padrão monetário o país iria adotar. Os países desenvolvidos como Estados Unidos e Japão deixaram suas moedas flutuar. Já para economias menores, mais abertas e principalmente os países em desenvolvimento, as incertezas da utilização de taxas de câmbio flutuante eram muito grandes e esses países acabaram decidindo por manter um câmbio fixo de escolhendo uma moeda como referência, geralmente o dólar, para ancorar a moeda local. Para conseguir manter a taxa de câmbio fixo, geralmente desvalorizadas, os países utilizavam rígidos controles de capital (Eichengreen, 2000).

Apesar de existirem outros regimes cambiais como o regime de taxas de câmbio flutuante, a escolha dos países é, de fato, e escolha entre manter as taxas fixas ou flutuantes em algum determinado grau, que não necessariamente é o regime de dos extremos. Ambas implicam em vantagens e desvantagens e cada país deveria analisar esses fatores para tomar a decisão de qual regime cambial adotar (Salvatore, 1999).

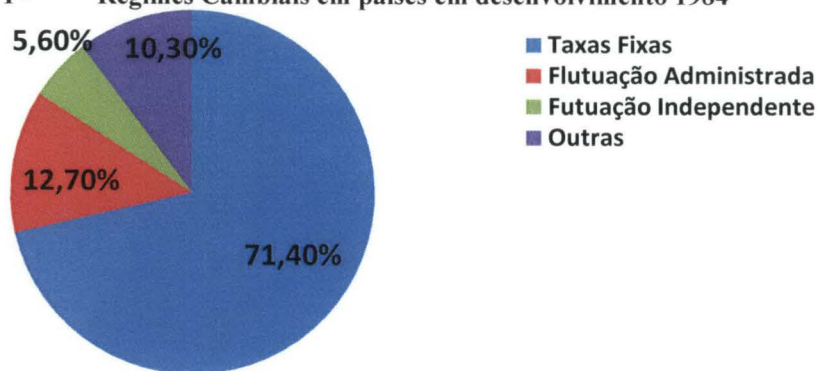
Um regime de taxas de câmbio flutuantes tem como principal característica o fato da taxa de câmbio se ajustar a déficits ou superávits na balança de pagamentos, sem que para isso seja necessária a intervenção estatal ou a perda ou acúmulo de reservas nacionais. Além disso, as taxas de câmbios flutuantes tendem a ter ajustes graduais de maneira que o mercado em geral consegue ir assimilando aos poucos as alterações na taxa de câmbio. Outra vantagem teórica é que com um regime de taxas de câmbio flutuante a política monetária pode ser utilizada para outros fins como para políticas domésticas como, por exemplo, uma política antiinflacionária. Outra possível vantagem das taxas flutuantes seria que o governo não conseguiria beneficiar um setor econômico em detrimento de outro utilizando a taxa de câmbio (Salvatore, 1999).

Já os defensores de um regime de taxas de câmbio fixos argumentam que neste regime a taxa de juros e a inflação tendem a ser mais constantes, além do que nesse regime não existem mudanças bruscas nas taxas de câmbio diariamente e que dessa forma o mercado pode se organizar melhor (Salvatore, 1999).

Apesar da escolha inicial dos países em desenvolvimento de adotar um regime de câmbio fixo, geralmente atrelando a moeda nacional ao dólar, com o tempo ficou cada vez mais difícil manter essa escolha, pois foi ficando cada vez mais difícil manter os controles de capital. Esse fato deveu-se à tendência de cada vez mais o mercado criar maneiras de “driblar” as barreiras criadas pelos controles de capital. E somado a isto os países começaram a perceber que se continuassem fechados para o mercado financeiro internacional estariam perdendo as oportunidades de atrair investidores externos. Dessa forma os controles de capital foram diminuindo deixando a tarefa de manter as taxas de câmbio fixas cada vez mais difícil e dessa forma com os passar dos anos mais países adotaram taxas flutuantes (Eichengreen, 2000).

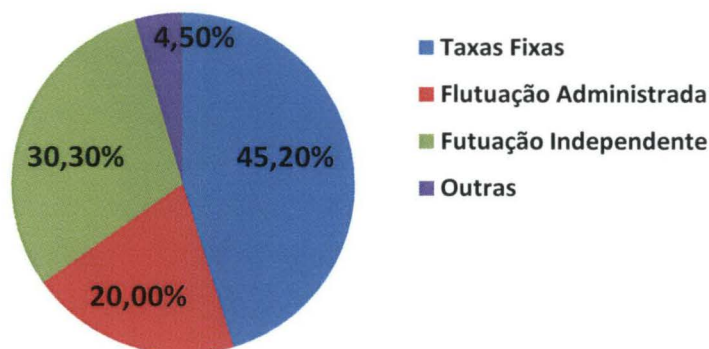
Os gráficos abaixo mostram essa tendência dos países em desenvolvimento em primeiro ter adotado taxas de câmbios fixas e depois migrado para as taxas flutuantes.

Gráfico 1 - Regimes Cambiais em países em desenvolvimento 1984



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Gráfico 2 - Regimes Cambiais em países em desenvolvimento 1994



Fonte: Wolf, 2008. Fundo Monetário Internacional

Dessa forma o que mais mudou com o atual SMI foi que os bancos centrais ou os governos em geral tem agora o poder de decisão de qual regime de câmbio vai ser adotado no país. E com o advento da globalização financeira como veremos mais a frente à tendência foi de os países migrarem para o regime de taxas flutuantes como mostra o gráfico 1 e 2.

Durante todos os anos do atual SMI foram utilizadas inúmeras políticas monetárias e testados vários tipos de regimes cambiais, na próxima seção será de um breve histórico do sistema monetário internacional a partir do colapso de Bretton Woods.

3.2.2 O novo sistema na prática

Na época do colapso do Sistema de Bretton Woods a situação os superávits na balança de pagamentos nos países Europeus e o déficit dos EUA caracterizavam uma

situação exatamente inversa da que foi verificada na reunião em que estabeleceu o antigo sistema depois da Segunda Guerra Mundial II. Com a mudança nessa situação mudaram também os discursos. O governo americano passou a apresentar como solução medidas que fariam com que os países superavitários adotassem medidas corretivas. Já os países europeus não estavam dispostos a abandonar sua política de manter os superávits. Dessa forma não houve acordo para um novo sistema de taxas de câmbio ajustáveis e o FMI teve que legalizar a flutuação das moedas (Eichengreen, 2000).

Na primeira década de funcionamento do novo sistema existiam muitas dúvidas quanto a sua eficiência e quanto à estabilidade do sistema. Um lado dizia que a flutuação levaria as taxas de câmbio para um ponto de equilíbrio e que dificilmente tenderia a sair dele, já os críticos previam uma época de grande turbulência e instabilidade financeira. De fato a prática mostrou que os dois lados haviam previsto reações maiores das que aconteceram. As taxas variavam mais do que previam os defensores do regime de taxas flutuantes, entretanto não criaram as instabilidades previstas pelos críticos em um primeiro momento, sobretudo nos países desenvolvidos (Eichengreen, 2000).

De acordo com o ganhador do Prêmio Nobel da economia de 1982, James Tobin, grande parte dessas oscilações entre as mais variadas taxas de câmbio flutuantes eram causada por fluxos de capital de curto prazo. Para tentar conter essa tendência Tobin argumentava que a margem de manobra dos bancos centrais era limitada, como, por exemplo, se a intenção dos gestores fosse aumentar a taxa de juros interna resultaria em uma grande demanda por títulos do mercado interno, entretanto com esse fluxo de capital externo entrado no país a conseqüência esperada seria a apreciação da moeda o que causa problemas para a competitividade dos produtos do país tanto interna como externamente (Gonçalves, 1998)³.

Tobin então sugeriu que todas as transações de divisas fossem taxadas, o argumento para adotar essa política era que isso desestimularia em parte os especuladores de transferir o capital de um mercado para outro por pequenas diferenças nas taxas de juros. A taxação deveria ser suficiente para controlar as variações de curto

³ Os próximos parágrafos desta seção se beneficiaram em muito da síntese histórica elaborada por Gonçalves (1998), pelo que não vamos nos repetir na citação deste trabalho

prazo, mas não grande o suficiente para comprometer o fluxo de capitais no longo prazo.

Os críticos da sugestão de adotar as taxas de Tobin argumentavam que taxar todas as transações com divisas poderia impactar negativamente na dinâmica do mercado e, além disso, haviam algumas transações que ajudavam a estabilizar o mercado de câmbio e esse efeito seria minimizado caso fossem adotadas as taxas sugeridas por Tobin.

Outra sugestão para o problema da instabilidade nas taxas de câmbio, provocadas pelos movimentos de capital, foi a de Williamson em 1991, ele argumentou que era necessário limitar a flutuação das moedas criando uma faixa de variação a qual seria definida por um conjunto de fatores internos. Williamson ainda propôs um método para estimar o que ele denominou de Taxa de Câmbio Efetiva de Equilíbrio Fundamental que seria a taxa de câmbio efetiva que garantiria um resultado das transações correntes sustentável para o país. Essa taxa poderia ser reajustada periodicamente levando em conta modificações estruturais do país. Além disso, a moeda poderia flutuar dentro da faixa de câmbio.

Os críticos a proposta de Williamson argumentavam que a criação de uma área onde a taxa de câmbio pudesse variar teria as mesmas conseqüências que eram observadas nas taxas fixas, ou seja, dependendo das expectativas do mercado essa moeda poderia sofrer ataques especulativos os quais poderiam obrigar as autoridades monetárias a mudar a faixa de variação, e isto afetaria a reputação destas, de forma parecida com que acontecia no Sistema de Bretton Woods.

Durante o período dessas discussões teóricas o Sistema Monetário Internacional foi se adaptando as conjunturas impostas por algumas crises como o segundo choque do petróleo, na década de 1970. Quando os países desenvolvidos tentando se precaver das tendências inflacionárias, como observadas no primeiro choque do petróleo, aumentaram as taxas de juros, como se observa na tabela abaixo. Tal medida fez com que a produção industrial desses países diminuísse entre 1978 e 1982, em média 1,1% nos Estados Unidos, 4,4% no Japão e 1,6% na Alemanha.

Tabela 1 – Taxas de juros nominais de curto prazo em países selecionados (taxas (%) anualizadas

Período	EUA	Japão	Alemanha Ocidental
1960-69	4,00	7,80	4,60
1793-79	6,90	7,60	6,60
1980-82	12,10	8,40	10,20

Fonte: UNCTAD (1990).

Além de proporcionar quedas na produção as políticas de defesa ao segundo choque do petróleo foram descoordenadas e como os países da Europa e o Japão adotaram rígidas políticas monetárias e fiscais os Estados Unidos decidiram pela política de aumentar a taxa de juros junto com uma política fiscal mais frouxa. As conseqüências foram a valorização do dólar em relação aos principais parceiros comerciais e grandes déficits em transações correntes americano.

As tentativas de negociação para reverter a situação da valorização do dólar chegaram a um resultado apenas em 1985 quando numa famosa reunião no Hotel Plaza, em Nova York. O acordo que ficou conhecido como o Acordo de Plaza foi assinado pelos EUA, Japão e Alemanha Ocidental e que concordaram que os Estados Unidos realizariam compras no mercado do marco alemão e do iene para compensar a excessiva apreciação do dólar. O acordo cooperativo funcionou e o resultado foi a desvalorização do dólar, de tal forma que em 1987 foi realizada outra reunião na qual os mesmo países anunciaram que o nível da paridade entre as moedas havia chegado a um nível satisfatório e os países se comprometeriam em manter as taxas em um patamar próximo ao dessa segunda reunião que ficou conhecida como Acordo do Louvre.

Essas taxas foram preservadas por alguns meses, entretanto um conjunto de fatores políticos econômicos fez com que o mercado cambial entre os países desenvolvidos se desestabilizasse novamente, dentre esses fatores estava a crise da bolsa de valores em outubro de 1987, a reunificação da Alemanha em 1990, a crise no mercado financeiro japonês, a crise de diversas instituições de poupança e empréstimos nos EUA. Esse período segundo Krugman foi a primeira vez na história econômica em que havia tanta turbulência no mercado cambial e ao mesmo tempo os países apresentavam taxas de inflação controladas.

Todos esses eventos fizeram com que a partir de 1988 o Grupo dos Sete países mais ricos do mundo se reunisse constantemente para negociar e planejar uma coordenação nas políticas cambiais e macroeconômicas em geral.

No mesmo período as crises cambiais, financeiras e bancárias se tornaram constantes nos mais diversos países. Essa é outra característica do Sistema Monetário Internacional após o fim de Bretton Woods, a qual será analisada com mais ênfase na próxima seção.

3.2.3 Globalização Financeira e Crises

A flexibilização das taxas de câmbio ocorrida na década de 1970; as inovações financeiras; o avanço tecnológico principalmente nas comunicações gerou uma grande mobilidade dos capitais financeiros e o resultado foi o fenômeno chamado de globalização financeira. Nesse novo cenário os países estão interligados e interdependentes também no setor financeiro. A globalização financeira gerou diversos impactos positivos e negativos em diferentes países de todo o mundo (Wolf, 2008).

Os benefícios desse fenômeno foram as facilidades encontradas pelos agentes em fazer transações financeiras e de encontrar melhores opções em regiões muito afastadas geograficamente, aumentando assim a liquidez dos sistemas como um todo. Além disso, a concorrência gerada pela globalização financeira estimulou os agentes e os governos a proporcionar sistemas financeiros mais eficientes tanto em sua estrutura como na legislação (Wolf, 2008).

Entretanto o mesmo fenômeno da globalização financeira pode ser um elemento importante para gerar crises cambiais e bancárias e mais poderoso ainda para espalhar essas crises até mesmo aquelas que seriam estritamente nacionais (Wolf, 2008).

Os fatores que explicam como uma crise cambial pode ser transmitida para outros países são, em primeiro lugar a interligação das economias e dos sistemas financeiros dos países que os torna vulneráveis a crises iniciadas em qualquer parte do mundo; outro fator é de que um país que entrou em crise pode provocar desconfiança em outros países que estejam em situação semelhante a do primeiro; a credibilidade das autoridades monetárias também pode agravar os problemas; os agentes ao perceberem os riscos podem tomar atitudes defensivas para seus ativos e dessa forma diminuir a liquidez do sistema global ajudando a espalhar a crise; por conseqüência os agentes ou

países devedores podem aumentar o preço pago pelo crédito gerando uma desconfiança de que não conseguirão honrar a dívida e dessa forma fazendo com essa vulnerabilidade ajude na contaminação de outros países nas crises (Wolf, 2008).

Além da maior facilidade de uma crise cambial se espalhar, que se tornaram muito mais frequentes a partir da década de 70, a volatilidade gerada pelo atual SMI permitiu o início de muitas crises cambiais e bancárias, e o sistema ainda não tem mecanismos para prevenir-las, conforme Charles Kindleberger:

“A inferência que se extrai das mudanças nos preços dos ativos, da volatilidade nos valores das moedas e da frequência e gravidade das crises bancárias, desde meados da década de 1960, é que as lições da história foram esquecidas ou negligenciadas. As últimas décadas sobressaem como as mais tumultuosas da história monetária internacional, em termos de número, escopo e gravidade das crises financeiras. Mais sistemas bancários nacionais colapsaram de lá para cá que em qualquer outro período anterior comparável; as perdas com empréstimos pelos bancos do Japão, da Suécia, da Noruega e da Finlândia, da Tailândia, da Malásia e da Indonésia, do México (duas vezes), do Brasil e da Argentina, variaram de 20% a 50% de seus ativos. Em alguns países, os custos que recaíram sobre os contribuintes com o fornecimento de fundos para cumprir as garantias explícitas ou implícitas dos depósitos chegaram a de 15% a 20% dos respectivos PIBs. Tais prejuízos na maioria desses países foram muito maiores que os dos Estados Unidos durante a Grande Depressão da década de 1930” (Wolf 2009 apud KINDLEBERGER.: 241, Manias, Panics and Crashes).

Segundo Wolf (2009) desde o primeiro choque do Petróleo em 1973 até 1997 ocorreram 86 crises cambiais no mundo inteiro, entre países emergentes e desenvolvidos, dentre elas 27 foram além de cambiais também bancárias. Um número enorme se comparado a outros períodos da história, pode-se citar com exemplo o período anterior a este, que compreende o fim da Segunda Guerra Mundial e o ano de 1971 aconteceram entre crises bancárias e cambiais 38 casos.

As sucessivas crises despertaram o interesse de inúmeros economistas no estudo das origens dos problemas. Nesse sentido, segundo Curado (2002), observou-se que haviam três modelos de crises cambiais, os de primeira geração eram fruto de problemas na administração das políticas macroeconômicas e monetárias. A segunda geração de crises cambiais tem também como fato gerador os problemas de gestão, entretanto a diferença está no fato de que neste caso o governo tem a escolha da política a ser adotada tomando como base o custo benefício social. Finalmente a terceira geração das crises cambiais tem origem no mercado financeiro, através da assimetria de informação do risco moral e se espalha para outras áreas inclusive a cambial (Curado, 2002).

No mesmo sentido, Binnie (2008) demonstra os três modelos teóricos de crise cambial: o modelo canônico ou de primeira geração, a de segunda geração e com as crises cambiais asiáticas surgiu uma terceira geração de crise cambial.

O modelo canônico acontece quando um país mantém a sua moeda atrelada a alguma outra dita como de referencia, geralmente o dólar, e mantém déficits fiscais financiados pela emissão de moeda. Considerando que o país tem um estoque limitado de reservas e a taxa de câmbio oficial esteja valorizada em relação à taxa de câmbio real a consequência será um aumento do consumo de bens importados diminuindo as reservas em moeda estrangeira. Quando o desequilíbrio na taxa de câmbio se torna evidente. Os agentes esperarão que esse governo desvalorize a moeda em relação à moeda de referência adotada e dessa forma acontece um ataque especulativo contra a moeda nacional consumindo rapidamente as reservas e obrigando a autoridade monetária realmente desvalorizar a moeda. Deixando claro que a origem do colapso está nos sucessivos déficits fiscais financiados monetariamente (Binnie, 2008).

A chamada segunda geração de crise cambial tem o mecanismo de colapso semelhante com o do primeiro modelo, a diferença desse modelo está em que nele analisa-se os motivos da autoridade monetária defender ou abrir mão da taxa de câmbio pré-estabelecida, ou seja, a autoridade irá analisar os custos e benefícios de se manter a taxa de câmbio. Decidindo-se manter as taxas de câmbio a autoridade pode ter os motivos de manter uma abertura do comércio exterior assim como pode ter como intenção controlar o nível de preços internos, para desistir da taxa de câmbio a autoridade monetária pode estar interessada em diminuir a taxa de juros (que a desvalorização do câmbio irá viabilizar) para que se diminua o desemprego ou a produção aumente, enfim para que fazer uma política expansionista (Binnie, 2008).

Por fim a terceira geração de crises cambiais surge do exemplo das crises asiáticas no final da década de 90. Esse modelo afirma que a crise cambial é apenas uma parte de uma crise geral e que o primeiro sintoma para essa crise é uma crise financeira. Essa crise pode ter origem na certeza em que as instituições financeiras de que a autoridade monetária irá financiá-los em caso de dificuldades e com essa segurança realizam empréstimo ao setor privado com alto risco em busca de alto retorno, o chamado risco moral. Isso faz com que a economia fique com excesso de liquidez e alguns ativos aumentem seu valor artificialmente, porém no longo prazo esses ativos

voltaram a seu preço real o que deterioriza os créditos bancários fazendo com que haja um ataque especulativo à moeda nacional. (Binnie, 2008)

As crises cambiais foram bastante frequentes nessas últimas décadas desde o fim do Sistema de Bretton Woods e são um dos principais argumentos dos que defendem a reforma no Sistema Monetário Internacional (Binnie, 2008).

Segundo Wolf (2009), o caminho da maioria das crises financeiras, posteriores ao fim de Bretton Woods, tem como primeiro passo a liberalização do mercado financeiro nos países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento (Wolf, 2009).

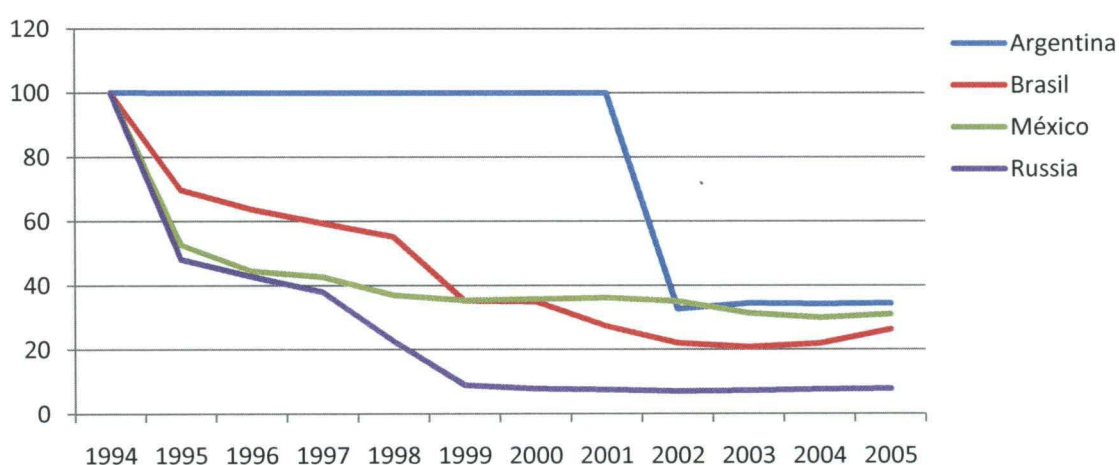
Esses países em geral tinham sistemas financeiros mal organizados e instáveis, porque em geral tinham regulação ineficiente, entretanto os bancos e grandes investidores tinham garantias do Estado, o que gerava um risco moral. Desta forma os bancos e os agentes em geral acabavam assumindo riscos maiores do que deveriam. A princípio a consequência deste comportamento era a o aumento do crédito, mas pelos altos riscos, a inadimplência aumentava e conseqüentemente em um período de tempo relativamente curto o nível de empréstimos diminuía. Isso gera uma crise bancária, sobretudo aos bancos que haviam assumidos riscos mais altos do que deveriam, e com o início da crise bancária algumas instituições que de fato eram saldáveis começam a ter problemas para se manter no mercado. Nesse momento o Estado que tinha dado as garantias tem de arcar com os prejuízos, pois não pode deixar seu sistema financeiro ruir, tal atitude mostra mais uma vez que os agentes podem incorrer em riscos cada vez maiores porque tem a garantia governamental. E por consequência isso prejudica o equilíbrio (ou agrava o desequilíbrio) fiscal do país (Wolf, 2009).

Com essa conjuntura econômica as consequências razoáveis são o aumento das taxas de juros internacionais para o país, ao mesmo tempo desacelera a economia e diminui o investimento interno. Tal fato gera um aumento na demanda por empréstimos, entretanto as taxas de juros estão extremamente altas o que gera desconfiança dos bancos para emprestar inclusive para empresas com bom histórico por causa do problema da seleção adversa. As consequências disso são a “quebradeira” e o tumulto político causado pela crise (Wolf, 2009).

Na próxima fase as crises passam de bancária para cambiais, pois todos os problemas fazem com que os empréstimos internacionais para o país se tornem escassos e os credores, sobretudo os de curto prazo e os bancos comerciais, retirem o dinheiro

investido no país assim que possível. Isso causa na política cambial um efeito chamado de “hard land”, ou seja, uma mudança abrupta de comportamento no mercado cambial em relação à fuga da moeda nacional considerada como “território inóspito”. Esse fato ainda é agravado pelos especuladores que têm a certeza de que a moeda só pode variar na direção da desvalorização (o que é chamado de aposta de mão única) e ainda os déficits fiscais altos são um aviso aos especuladores da possibilidade clara de um calote. Isso gera uma corrida contra a moeda como o já analisado anteriormente. Essa situação faz os *policy makers* se deparem com a chamada Escolha de Hobson, a qual trás como possibilidade a intervenção através do aumento da taxa de juros, se a decisão for de defender a moeda, o que agravará a crise dentro do país. E se decidir não aumentar as taxas de juros corre um grande risco de ver a moeda despencar levando com ela muitas empresas com dividas no mercado internacional, inclusive os bancos que tenham passivos em moeda estrangeira, que são a maioria. Em geral os países acabam de uma forma ou de outra tendo que desvalorizar sua moeda, como podemos observar nos exemplos da Argentina, o Brasil, o México e a Rússia entre 1994 e 2005 conforme gráfico 3 abaixo. Com a crise interna e a desvalorização da moeda os empréstimos ficam cada vez mais escassos. Países que tinham histórico de alta inflação e calotes acabam vendo dentro do mercado interno empréstimos somente com lastros em alguma moeda de referência estrangeira, em geral o dólar (Wolf, 2009)

Gráfico 3 - Valor das moedas nacionais em relação ao dólar americano.



Fonte: Banco Mundial. Nota: começando em 100

A recuperação da crise terá como um dos principais fatores a estrutura do país em relação ao mercado internacional. Caso o país possua uma estrutura baseada em

importações a crise será longa e profunda no caso de uma estrutura exportadora o país terá um pouco mais de facilidade para conseguir se recuperar da crise (Wolf, 2009).

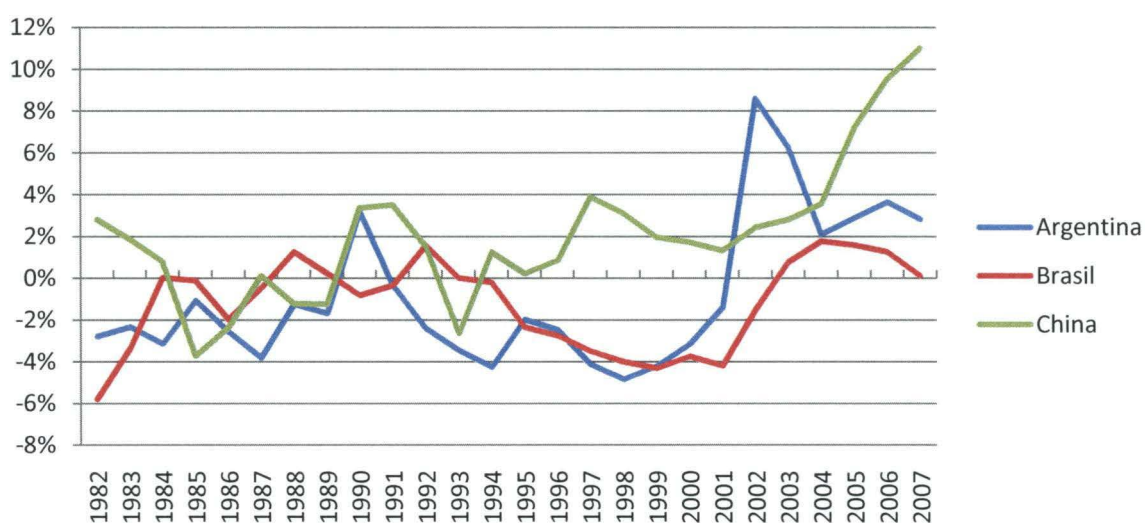
Como vimos um dos fatores que são importantes para o início de uma crise cambial ou financeira ou sua recuperação é a situação das transações correntes do país. Pois em momentos de entrada de capitais é possível manter o país com déficits, entretanto em momentos de saída de capital o país precisa estar preparado para poder de maneira rápida restaurar o equilíbrio na sua balança de pagamento, correndo o risco de gerar uma crise especulativa como o já foi mencionado (Wolf, 2009).

Durante os anos do sistema pós Bretton Woods, os países em desenvolvimento já tiveram diversas situações de equilíbrio e desequilíbrio na balança de pagamentos, durante a década de 70 os países em desenvolvimento em geral aumentaram seus déficits na balança de pagamento em decorrência da facilidade de financiamento proporcionada pelos chamados petrodólares, entretanto no início da década de 80 os déficits ficaram insustentáveis e o primeiro país a anunciar o calote foi o México, durante toda a década de 80 vários outros governos seguiram o mesmo caminho e por consequência os países tiveram que diminuir os déficits. Na década de 90 novamente os países em desenvolvimento tiveram problemas com os déficits e novas crises foram originadas (Wolf, 2009).

Mostrando aos países em desenvolvimentos que ter sucessivos déficits na conta corrente gerava mais cedo ou mais tarde crises cambiais e financeiras, isso porque em primeiro lugar que déficits na balança de pagamento geram taxas de câmbio descaídas do balanço patrimonial de países que necessitem de empréstimos internacionais para cobrir os déficits externos e que não consigam tomar empréstimos em moeda nacional, segundo porque déficits fazem com o mercado especulativo retire o dinheiro do país o mais rápido que puder quando previr uma crise, terceiro, uma correção dos déficits em transações correntes através de mudança na taxa de câmbio gera grandes problemas para a economia interna, quarto, podem acontecer ataques especulativos porque o mercado já está ciente de que nesta situação a desvalorização da moeda é eminente o que de fato faz com que a moeda se desvalorize, quinto, da mesma forma que o mercado especulativo o mercado de crédito desconfiado da situação reduz muito o volume de empréstimos com taxas cada vez mais altas e prazos mais curtos o que gera o problema da seleção adversa como já foi analisado e finalmente o correção dos déficits trás consequências tenebrosas para a economia interna (Wolf, 2009).

Por todos esses motivos esses países passaram a acumular grandes moedas internacionais para impedir que os fluxos de capitais desestabilizassem as taxas de câmbio e a balança de pagamentos. Tentando, dessa forma, evitar a instabilidade provocada geradas por déficits como no passado, abaixo se pode observar a evolução do saldo das contas correntes dos do Brasil, Argentina e China como exemplo da tentativa de controle dos resultados em conta corrente nos últimos anos (Wolf, 2009).

Gráfico 4 - Resultado da conta corrente dos países em relação ao PIB.



Fonte: Banco Mundial.

Tal situação fez com que os países emergentes e em desenvolvimento em geral exportassem poupança para países desenvolvidos, principalmente os Estados Unidos. Por consequência os Estados Unidos estão incorrendo em déficits em transações correntes cada vez maiores em relação a seu PIB (Wolf, 2009).

Apesar de oficialmente a maioria dos países terem o regime de taxa de câmbio flutuante, na prática a maioria tem utilizado o que é chamado de protecionismo da taxa de câmbio, para proteger a economia nacional de crises e também para aumentar a competitividade dos produtos internos tanto dentro como fora do país (Gonçalves, 1998).

O protecionismo da taxa de câmbio consiste em manter a moeda em um determinado nível mesmo que a taxa de mercado seja diferente e fazem isso através de intervenções no mercado de câmbio comprando moeda estrangeira e deixando nas reservas internacionais. Esse tipo de ação faz lembrar o que acontecia no Sistema de

Bretton Woods onde as taxas eram fixas, porém ajustáveis e alguns economista estão chamando esse fenômeno de Bretton Woods II. A diferença é que atualmente não existe nenhuma taxa oficial e as taxas de câmbio podem sofrer pequenas alterações diárias. O comportamento dos países na defesa de uma taxa que garanta a estabilidade das transações correntes lembra a sugestão de Williamson na década de noventa. A diferença é que os países não adotam uma faixa de câmbio oficial, entretanto tomam medidas para que a taxa de câmbio fique dentro de um patamar onde a estabilidade do país esteja preservada (Gonçalves, 1998).

3.2.4 A sobrevivência do Dólar como moeda internacional

Uma das características do atual SMI é a continuidade do uso do dólar como a moeda de referência para as transações comerciais, como moeda de reserva para as reservas internacionais e como unidade de valor no comércio internacional. Isso aconteceu porque os EUA tinham a credibilidade econômica e força política para ter a sua moeda como a de referência, apesar dos seus déficits fiscais crônicos. A diferença o SMI atual e Bretton Woods é de que as moedas não contém, atualmente, qualquer tipo de lastro ou padrão de conversibilidade em algum ativo real, representativo da riqueza dos agentes.

Como o SMI não foi criado através de tratados e suas regras não são definidas por nenhum tipo de lei internacional, não existe nenhum acordo formal que nomeou dólar como moeda de referência do SMI. O dólar continua sendo utilizado em função de que não existe, no momento, nenhuma outra moeda, nacional ou supranacional, que possa ser usada em seu lugar. O dólar também não possui nenhuma característica especial em sua essência como moeda para ser escolhida como moeda de referência. E ela foi imposta pelo país hegemônico que para isso usa de sua força política, econômica ou militar, que a partir do final da Segunda Guerra Mundial são os EUA (Solomon, 1976).

Um país hegemônico é aquele que reúne um poder econômico, intelectual e militar de tal forma que consegue convencer as outras nações a seguir suas políticas dentre elas as econômicas. Geralmente um país consegue a hegemonia em momentos de grandes crises ou guerras em que a antiga nação hegemônica se fragiliza dando espaço para a nova tomar esse espaço. Os EUA conseguiram a hegemonia no período entre

guerras e a consolidaram após a Segunda Guerra Mundial, uma das conseqüências desse fato histórico é a mudança da moeda de referência para a economia mundial passando da libra para o dólar. (Marinho, 2007)

O dólar, como moeda de referência, tem cinco funções para a economia internacional (Kenen, 1983):

- a) meio de pagamento mesmo entre dois países estrangeiros;
- b) manter o valor das reservas dos países;
- c) unidade de conta do comércio internacional;
- d) reserva de valor no mercado financeiro internacional;
- e) padrão de paridade para as taxas de câmbio.

Os meios e pagamentos entre os países com moedas diferentes são feitos em sua grande maioria em dólar. A grande exceção é a zona da União Européia que não usa o dólar para transações entre dois países membros. Porém para transações de um país membro com outro de fora do grupo o dólar em geral volta a ser utilizado. A condição real para o dólar tenham se mantido como meio de troca internacional foi a ocorrência de déficits comerciais sistemáticos por parte dos EUA, como forma de prover a economia internacional de volume de moeda suficiente para acompanhar o crescimento de volume de transações internacionais (Kenen, 1983).

Quando o banco central de alguma nação pretende controlar a taxa de câmbio através da compra ou da venda de moeda estrangeira a moeda usada é o dólar. Essa função pode se tornar perigosa em situações de crise ou de instabilidade do dólar como, por exemplo, os choques do petróleo na década de 70 (Kenen, 1983).

As transações do comércio internacional em sua grande maioria são feitas em dólar, um exemplo para disso está no mercado de commodities nos quais os preços de mercado são determinados em dólar. Principalmente o comércio entre países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento é feito em dólar por ser uma moeda mais confiável do que as moedas internas dos países de origem dos importadores e exportadores (Schulmeister, 2000).

Essa credibilidade no dólar faz com que boa parte das transações do mercado financeiro também seja feita em dólar. Além disso, a moeda americana é usada como

reserva de valor. Entretanto existem propostas de reforma nesse sistema, principalmente para o sistema financeiro (Kenen, 1983).

O dólar tem bastante importância também no regime monetário de vários outros países, sendo uma de suas funções como moeda de referência ser unidade de conta para os regimes monetários. Alguns países experimentaram atrelar as suas moedas ao dólar como fez a Argentina na década de 1990 e mesmo os países com câmbio flutuante usam o dólar como unidade de conta para avaliações sobre a taxa cambial e as conseqüências desta na economia interna (Kenen, 1983).

O fato de o dólar ser a moeda central do sistema monetário internacional, desempenhando todas essas funções, faz com que os Estados Unidos tenham o que é chamado de “privilégio exorbitante”. Isso está relacionado principalmente a função do dólar de ser usada como reserva internacional por quase todos os países, isso faz com que os Estados Unidos consigam emprestar dinheiro em sua própria moeda o que é uma grande vantagem, se levarmos em conta que sendo o emissor da moeda em que está devendo ele pode fazer algo parecido com a senhoriagem. Além disso no caso de haver uma desvalorização do dólar em relação a um parceiro comercial os Estados Unidos irá lucrar com isso. Outro benefício dos Estados Unidos em ser o país emissor da moeda de reserva é o fato de que de que sua economia fica menos vulnerável a problemas decorrentes a déficits sucessivos do que qualquer outro país do mundo, entretanto existe um limite (Lago, 2009)

3.3 Crise 2007-2009

A crise financeira internacional iniciada em meados de 2007 no mercado norte americano de hipotecas de alto risco (subprime) acionou uma cadeia de acontecimentos que fez com que o mercado financeiro internacional se mostrasse vulnerável e volátil.

Essa vulnerabilidade foi resultado das políticas liberais dos reguladores que acreditavam que os bancos tinham desenvolvido um sistema de avaliação de risco tão eficiente, que estes podia, ou na verdade deveria, se auto regular na visão deles qualquer regulamentação seria menos eficiente do que deixar com que as instituições financeiras avaliassem o risco e tomassem a melhor decisão para ela, que por conseqüência seria para o sistema todo. Essa ideologia tinha como grande defensor o ex presidente do Federal Reserve Alan Greenspan (Dowbor, 2009).

As inovações financeiras como a securitização, o desenvolvimento do mercado de derivativos e maneiras de driblar a fiscalização fizeram com que os mercados desenvolvessem inúmeros tipos de ativos que ao invés de minimizar os riscos através da diversificação, como argumentavam os defensores da política de auto regulação, acabavam na verdade repassando ou escondendo os riscos. E a facilidade de se revender papéis criou um risco moral no mercado. Como se tornou fácil repassar os papéis através da securitização as instituições financeiras passaram a não se preocupar tanto em investigar o perfil dos tomadores de empréstimo. E para completar o sistema vulnerável, as agências avaliadoras, que eram pagas pelas instituições financeiras que emitiam os títulos avaliados, davam notas altas para títulos de alto risco (Dowbor, 2009).

Outro fator que aumentava a vulnerabilidade do sistema e dos bancos em geral era a alavancagem financeira exagerada. Para se ter uma idéia no acordo de Basileia, firmado para tentar regulamentar o mercado financeiro, foi recomendado aos bancos que os empréstimos deveriam ser no máximo nove vezes maiores do que o dinheiro que a instituição tem em caixa. Os bancos que americanos que quebraram na crise financeira tinham cerca de 40 vezes mais dinheiro emprestado do que possuíam em caixa (Dowbor, 2009).

Nesse cenário a crise do subprime iniciou e causou uma reação em cadeia em todo o mercado financeiro internacional. Por causa deste evento ficou evidente que havia uma grande instabilidade nos mercados financeiros do mundo todo. Quando isso se tornou claro os agentes ficaram receosos e houve uma diminuição dos investimentos no mercado financeiro. Isso originou grandes problemas para os bancos, sobretudo os que tinham um nível de alavancagem financeira muito alto. Por consequência os bancos centrais tiveram que disponibilizar trilhares de dólares e euros para salvar os bancos e evitar uma corrida bancária (Dowbor, 2009).

Dessa forma o discurso quanto a regulamentação das instituições financeiras no mundo inteiro mudou, sendo que agora se vê necessário uma regulamentação que impeça que os bancos corram tanto risco (Dowbor, 2009).

Como em qualquer crise financeira a tendência natural das instituições financeiras foi diminuir o nível de crédito no mercado o que com o passar dos meses teve reflexos na chamada economia real. As quedas na produção industrial e o aumento do desemprego nos Estados Unidos fizeram com que aumentassem os problemas da

economia interna e externa americana, pois além de todos os déficits fiscais e em conta corrente e dos déficits externos (como veremos mais profundamente na próxima seção), agora os tomadores de decisão tinham o problema da recessão para tratar, o que deixou a margem de manobra do governo americano bastante restrita (Dowbor, 2009).

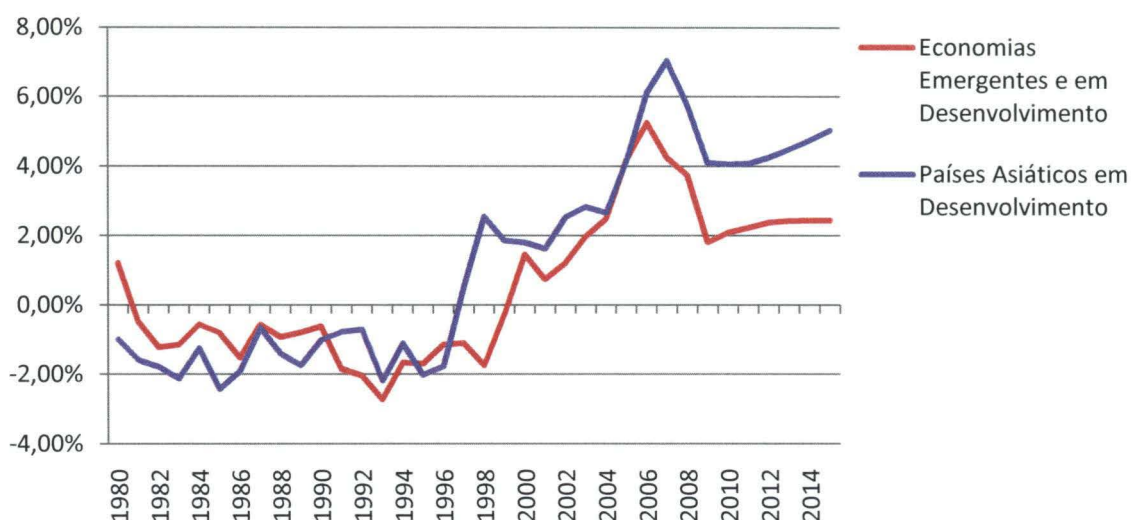
O atual sistema financeiro internacional, assim como o monetário, se mostrou altamente volátil e vulnerável e agora os economistas e agentes pedem que seja feita uma regulação mais firme para que o mercado volte a ter confiança. Outra consequência bastante importante da crise foi que ela demonstrou a vulnerabilidade da economia americana também e evidenciou alguns problemas da economia americana que já existiam mesmo antes da crise. Iremos analisar estes problemas mais profundamente na próxima seção. Estes problemas são parte importante na crise de confiança que ronda o atual sistema monetário internacional baseado em dólar, colocando em cheque a viabilidade do dólar como moeda de referência no pós-crise (Dowbor, 2009).

3.4 Problemas na economia Americana

A hegemonia econômica dos Estados Unidos vem sendo questionada principalmente após o início da crise em 2008. A seguir será feita uma análise do desempenho recente da economia dos Estados Unidos e da situação do dólar:

Como o analisado anteriormente, os países do leste asiático, leste europeu, exportadores de petróleo e países emergentes estão em geral incorrendo em grandes superávits em conta corrente com o objetivo de prevenir crises financeiras e ataques especulativos a suas moedas. Para isso, eles têm aumentado bastante as reservas internacionais, em geral em dólar, com objetivo de se proteger dos fluxos de capitais que entram nestes países causem déficits em conta correntes e problemas cambiais. Dessa forma os países emergentes, exportadores de petróleo, do leste asiático e do leste europeu estão exportando poupança para os países desenvolvidos, sobretudo para os Estados Unidos. Tudo isso só é possível porque os Estados Unidos se transformaram em gastador e tomador de última instância. Ou seja, grande parte da poupança mundial está sendo utilizada nos Estados Unidos. E por consequência os déficits em transações correntes americano estão em níveis muito altos e crescentes (Wolf, 2009).

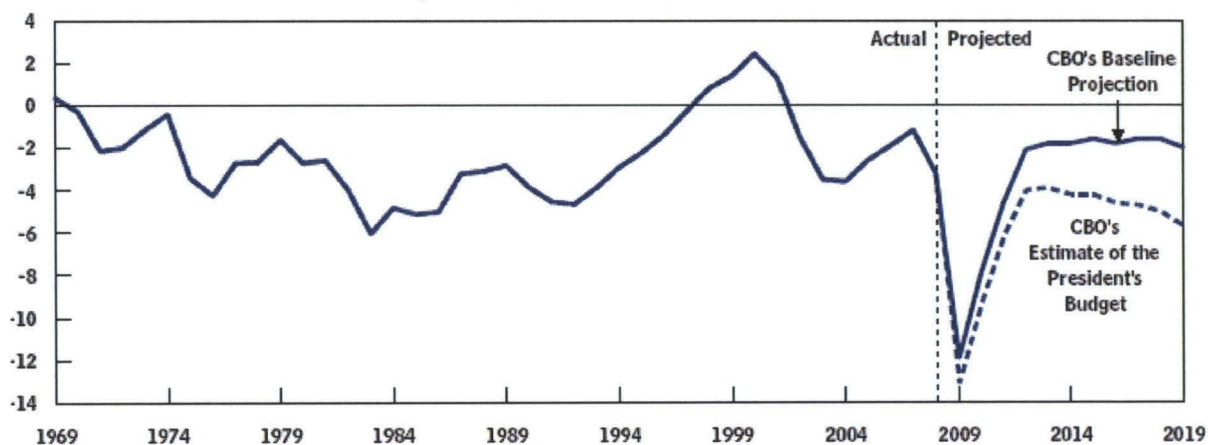
Gráfico 5 - Conta Corrente dos Países Emergentes e Países Asiáticos em Desenvolvimento



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Abril 2010

Esta situação já havia sido percebida mesmo antes da crise financeira de 2008. Pois os americanos vinham a algum tempo tendo problemas como déficit fiscal e comercial. Como foi mencionado anteriormente, déficits sucessivos nas transações correntes e grandes déficits fiscais no longo prazo podem causar problemas cambiais como ataques especulativos. Abaixo o gráfico do déficit fiscal americano em porcentagem do PIB de 1969 até 2009 mais uma projeção até 2019:

Gráfico 6 - Total Déficits ou Superávit Público de 1969 a 2019

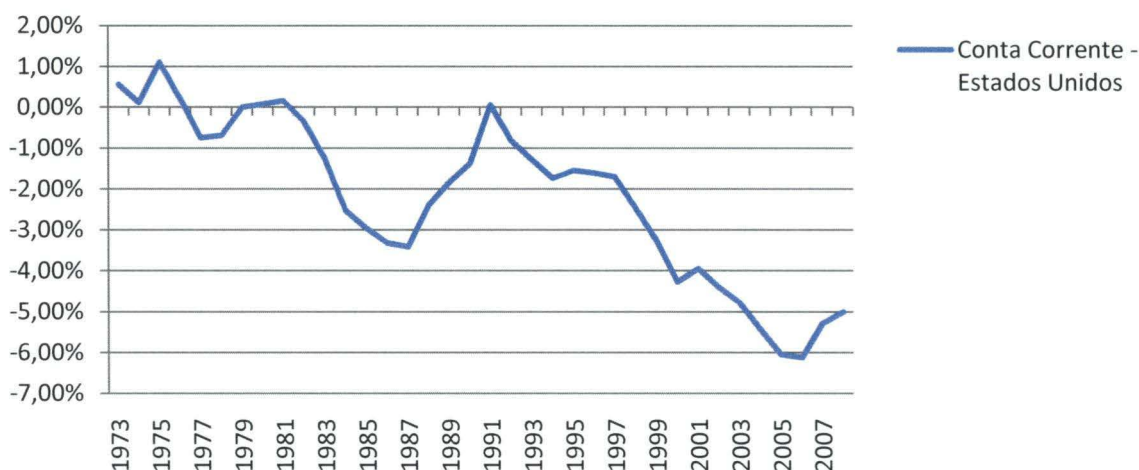


Fonte: Congressional Budget Office.

Outro grande déficit da economia americana é na conta corrente tanto em relação ao PIB como nominalmente, como podemos ver no gráfico abaixo esses déficits vêm aumentando desde o início da década de 90. Dado os eventos ocorridos no passado

os países que apresentaram grandes déficits fiscais e na balança comercial por um grande período de tempo acabaram sofrendo um ataque especulativo em sua moeda (Binnie, 2008).

Gráfico 7 - Conta Corrente dos Estados Unidos 1973 - 2007



Fonte: Banco Mundial.

Existe um debate quanto a sustentabilidade ou não dos grandes déficits em transações correntes americanos em relação ao seu PIB. Dentre os que defendem a sustentabilidade da atual situação deficitária americana está o economista Richard Cooper, da Universidade de Harvard, que para defender a sua tese apresenta alguns argumentos (Wolf, 2009).

O primeiro deles é o de que a constatação de que o EUA tem um baixo nível de poupança está equivocado. Para embasar esse argumento ele alega que no conceito adequado de poupança atualmente seriam adicionados a parcela dos investimentos em consumos duráveis, em educação e em pesquisa e desenvolvimento, com a soma dos três fatores os Estados Unidos tem investidos cerca de 19% de seu PIB. Dessa forma, na visão de Cooper, com a poupança em níveis bem maiores e os retornos desse investimento realizado fica claro que os Estados Unidos têm um nível de poupança aceitável. Entretanto na visão de Martin Wolf transformar esse capital investido em consumos duráveis, educação e pesquisa e desenvolvimento em capacidade de poupar moeda estrangeira é bem mais complicado do que alega Cooper, sendo necessária a mudança na composição do capital social das empresas o que pode levar algum tempo e necessitar alterações relevantes nos preços relativos (Wolf, 2009).

O segundo argumento Cooper é que grande parte do excesso de poupança mundial é estrutural, pois existem países como Alemanha e Japão onde existem grandes superávits em transações correntes e são muito pequenos geograficamente. Para ele em países ricos, onde a população está em processo de envelhecimento e com tendência de crescimento baixo a tendência natural é gerar um grande volume de poupança. Entretanto a maior parte de volume de poupança não vem de países com essas características enumeradas por Cooper. Na verdade os grandes poupadores mundial são os países exportadores de petróleo e os países do leste asiático, sobretudo a China (Wolf, 2009).

O terceiro argumento de Cooper para a sustentabilidade dos déficits em conta correntes americano consiste em que os títulos americanos são uma espécie de porto seguro para os investidores. Outro economista que compartilha desta idéia é Richard Clarida, da Universidade de Columbia, o qual argumenta que os déficits em conta corrente americano são um fenômeno de equilíbrio, pois são muito atraentes para o excesso de poupança mundial sobretudo em cenários de desconfiança. Para ele ainda outro fator influente para os déficits crescentes é o crescimento da economia americana em velocidade maior do que em alguns outros países desenvolvidos (Wolf, 2009).

Se estes argumentos forem corretos, a viabilidade do dólar como moeda estaria garantida no médio prazo. Mas há opiniões de que tais déficits podem não ser garantia de confiança no sistema financeiro americano. Adicionamos o fato de que se o sistema americano não for confiante, a conversão de poupança mundial em dólares estará ameaçada, o que poria fim à hegemonia do dólar.

Apesar de os Estados Unidos terem um mercado financeiro muito bem organizado e dinâmico, que de fato atrai muitos investidores para dentro do país, o argumento dos defensores sustentabilidade dos déficits pode ser rebatido com o fato de que grande parte das poupanças externas que entram nos EUA são provenientes de governos de outros países e não de investidores que buscam lucros e o fato que o mercado americano é extremamente atrativo e duvidoso já que os retornos obtidos aos investidores do tesouro americano não são tão altos se comprados a outros países de alta renda, além disso o argumento de que o crescimento da economia americana proporcionou o aumento déficit pode ser facilmente rebatido se for analisado o caso da China que tem o maior crescimento do mundo e mesmo assim tem tido superávits em transações correntes cada vez maiores (Wolf, 2009).

Entretanto o próprio Cooper admite que os déficits em conta corrente dos Estados Unidos não podem ser crescentes por um longo prazo, apesar de serem sustentáveis na ordem de US\$ 600 bilhões de dólares por ano (Wolf, 2009).

Para os defensores da sustentabilidade na visão dos países credores, os argumentos para provar que é possível manter as exportações de poupança para os Estados Unidos são que na verdade estes países são co-dependentes da economia americana e da facilidade destes acolherem o excesso de poupanças destes países. Estes países, compostos principalmente pelos países do leste asiático, têm uma estrutura econômica que dependem muito de suas exportações e dessa forma estão extremamente vulneráveis às variações nas taxas de câmbio e dessa forma dependem de economias, como a americana, que recebam os excessos de poupança acumulados para preservar uma taxa de câmbio que possa manter a estabilidade (Wolf, 2009).

Entretanto não há motivos para acreditar que a única opção dos países que desejam exportar poupança é o mercado de títulos americanos. Na verdade a uma tendência de deslocamento e diversificação dessa poupança. A China, por exemplo, mesmo antes da crise, apresentava aproximadamente metade de investimentos no exterior fora dos Estados Unidos. Além disso, a tendência de desvalorização do dólar pode ser desestimulante para os governos dos países emergentes, do leste europeu, leste asiático e exportadores de petróleo de comprar títulos de moedas americanas, pois apostar em uma moeda que tende a se desvalorizar só seria interessante no caso de haver um retorno recompensatório (Wolf, 2009).

Os argumentos da insustentabilidade dos déficits em conta corrente dos Estados Unidos são baseados primeiramente em problemas políticos, pois tais déficits colocariam a economia americana dependente dos credores e para alguns políticos mais exaltados isso é conspiração mundial para dominar a America (Wolf, 2009).

Observando a política externa dos Estados Unidos, no caso de se manter déficits crescentes em relação ao PIB pode ser perigoso, pois pode causar no futuro um problema onde os países credores perceberiam que existe um risco em comprar papéis americanos e para manter o capital nos Estados Unidos exigiriam retornos. Com o dólar em baixa e com as taxas de juros em alta o FED teria pouca margem de manobra para evitar o que é chamado de “hard land”, ou seja, um impacto negativo abrupto na economia americana (Wolf, 2009).

Como os Estados Unidos ainda são a maior economia do mundo, os títulos do governo americano ainda são considerados os mais seguros do planeta e ainda por cima a dívida líquida americana é em moeda local, e por isso, a possibilidade de o dólar sofrer um ataque especulativo ainda é relativamente baixa. Porém existe receio do mercado de que esses sucessivos déficits levem a desvalorização abrupta do dólar e por essa razão nos últimos anos o dólar vinha se desvalorizando numa tentativa de diminuir o déficit em conta corrente (Alves Junior, 2000).

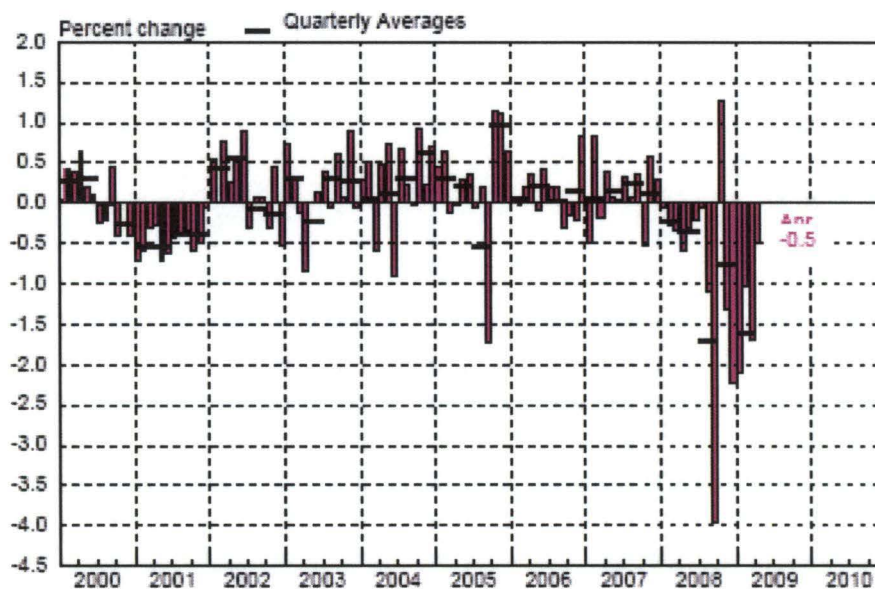
Gráfico 8 - Cotação do Euro em Dólares.



Fonte: The Federal Reserve Bank of New York

Para agravar o problema a crise financeira mundial, mostrou ao mundo uma vulnerabilidade na economia americana e mundial em relação a falta de regulamentação dos mercados financeiros. A crise que no início era financeira se transferiu para o chamado lado real da economia como podemos ver através dos dados apresentados abaixo a produção industrial americana vem diminuindo a cada trimestre:

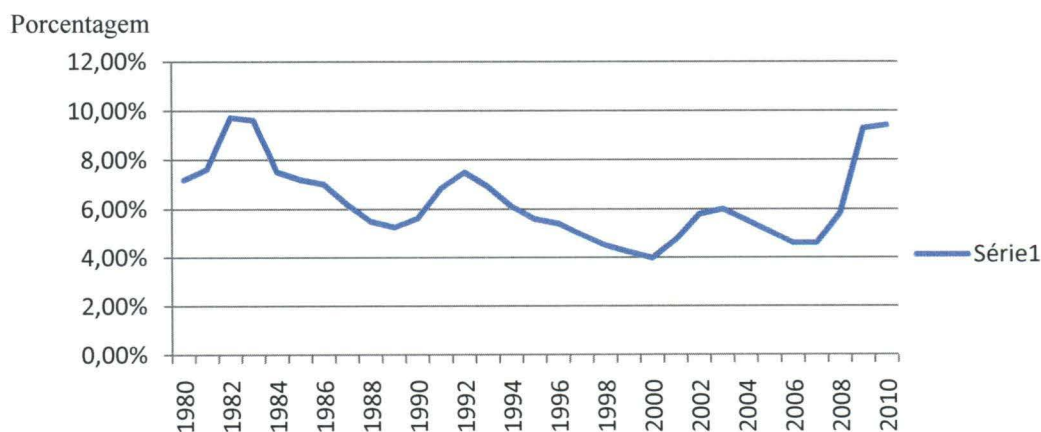
Gráfico 9 - Produção Industrial Trimestral Ajustada Sazonalmente



Fonte: Federal Reserve Board of Governors.

Como consequência da queda na produção industrial, o desemprego entre os civis americanos tem aumentado bastante desde o início da crise e já está atingindo níveis históricos de alta. Esses dados demonstram uma fragilidade e trazem a dúvida de como os EUA vão sair da crise e voltar a ter crescimento da economia. Como já foi analisado é importante para que o dólar se mantenha como moeda de referência que os EUA mantenham a confiança de todo o mercado e dos governos dos outros países que tem uma economia ainda forte e estável e com isso que o dólar está livre de grandes variações em relação às outras principais moedas (Marinho, 2007).

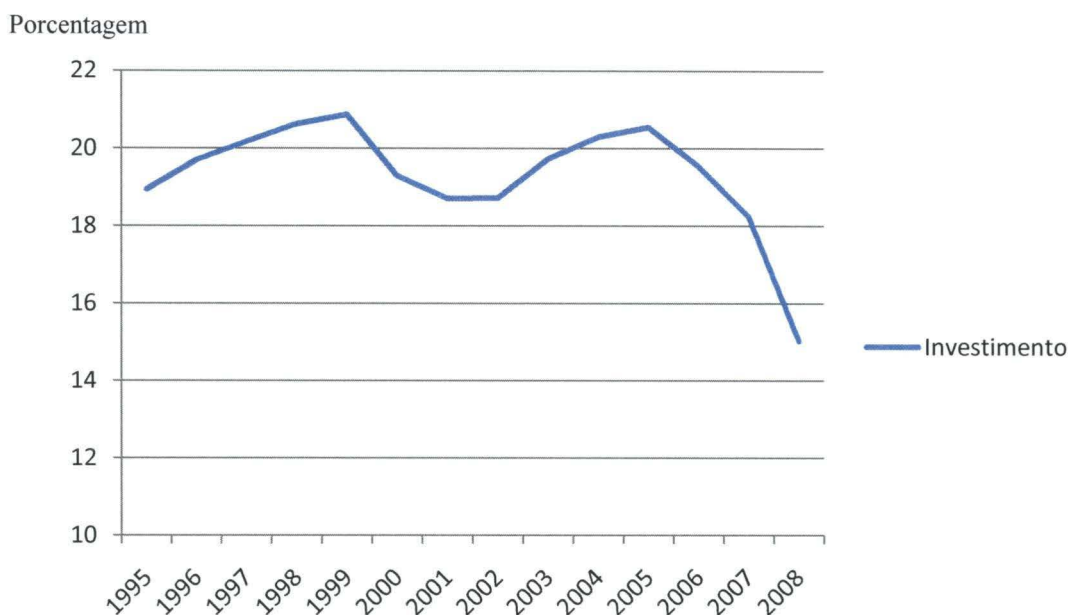
Gráfico 10 - Taxa de Desemprego



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2010.

Como já foi mencionado a economia americana atualmente é financiada pela poupança externa e mesmo com esse fator a taxa de investimento nos Estados Unidos vem diminuindo depois da crise, como se pode ver no gráfico 11, e toda essa conjuntura mostra que será necessário a diminuição dos déficits fiscais e em conta corrente na economia americana o que implica numa desvalorização do dólar. A questão é quando? e como?

Gráfico 11 - Taxa de Investimento



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Abril 2010.

Com a crise financeira e as dificuldades na economia real dos Estados Unidos, além de voltar às atenções dos políticos e da opinião pública mundial para a economia e faz com que a confiança do mundo inteiro na economia dos Estados Unidos seja abalada. Dentre os motivos de não ter havido grandes ataques especulativos ao dólar está o fato de que os principais credores americanos são os governos dos países e em grande volume cada um, ou seja, existe uma possibilidade de coordenação das políticas para que a diminuição dos déficits seja gradual e, além disso, os países sabem que uma queda brusca no dólar causa por uma fuga de capitais traria problemas gigantescos para a economia mundial. Entretanto fica claro que mais cedo ou mais tarde será necessária uma reforma no Sistema Monetário Internacional e que provavelmente o dólar perderá força com o tempo no SMI (Eichengreen, 2005).

Os problemas dos déficits e a recessão fazem com que os Estado Unidos estejam em uma situação semelhante a que estava na época do colapso de Bretton Woods. E a confiança na moeda americana está afetada assim como a conversibilidade do dólar em ouro estava no final da década de sessenta. A história econômica e as políticas macroeconômicas americanas deixam claro que a prioridade é a economia interna, e por isso, assim como na década de 70, os fatos mostram que o dólar tende a se desvalorizar.

A viabilidade do dólar como moeda de referência no SMI depende da aceitação dos outros países e por conseqüência da confiança destes na moeda e na economia americana. A questão é se os países ainda irão aceitar e confiar em uma moeda central que claramente tem o como único caminho a desvalorização, seja esta gradual ou súbita. E se esses mesmos países e seus bancos centrais continuarão utilizando esta mesma moeda como reserva internacional, sendo que no futuro muito provavelmente ela perderá parte do valor.

Nesse sentido o próximo capítulo trata dos possíveis cenários para o futuro do Sistema Monetário Internacional, o papel do dólar próximo modelo monetário, os possíveis substitutos do dólar para moeda de reserva e moeda de referência e mostra algumas propostas apresentadas para reforma do SMI.

4. SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL NO PÓS CRISE

Mesmo antes do início da crise já existiam inúmeras propostas teóricas para a reforma do sistema monetário internacional, entretanto a com a crise mundial as desconfianças no dólar e nos Estados Unidos aumentaram. E a atual situação dos déficits americanos parece ser insustentável. Somando-se a isso a vulnerabilidade do sistema financeiro que a crise demonstrou tornam-se evidentes as necessidades de reformas no sistema financeiro e monetário.

Dada a necessidade de reforma surgem algumas questões, a primeira questão a ser analisada é qual o futuro do SMI e qual será o destino do dólar como moeda de referência, assunto que será abordado na seção 4.1; quais seriam seus possíveis substitutos, as possibilidades serão analisadas na seção 4.2; finalmente na seção 4.3 serão apresentadas algumas das propostas alternativas para a reforma no Sistema Monetário Internacional.

4.1 O futuro do dólar

Apesar de todas as desconfianças e turbulências da economia monetária e financeira dos últimos anos, o dólar continua sendo a moeda de referência no Sistema Monetário Internacional, ainda é a principal moeda para reservar internacionais, ou seja, o dólar ainda é hoje o principal meio de utilizado pelo comércio internacional e pelo mundo financeiro para realizar trocas e negócios (Eichengreen, 2005).

Entretanto a atual situação da economia americana e as instabilidades provocadas pelos fluxos financeiros fazem levantar a pergunta de se o dólar continuará sendo a moeda de referência nos próximos anos. Como já vimos no capítulo anterior, os déficits fiscais e em conta corrente dos Estados Unidos estão muito grandes e em alta a cada ano. A relação do déficit em conta corrente chegou em 2005 a cerca de 6% do PIB, um recorde histórico para um país emissor da moeda de referência, inédito também, para um país central no SMI, foi acumular uma dívida externa no patamar de 25% em relação ao PIB (Eichengreen, 2005).

Os déficits fiscais que tem como uma das principais origens os gastos do governo com a indústria bélica para manter o exército no exterior, no Afeganistão e no Iraque, lembram a situação parecida que ajudou a desequilibrar a economia internacional e interna americana na década de 1960, com os gastos com a Guerra do

Vietnã e a Guerra Fria, e que foi um dos componentes para o colapso do Sistema de Bretton Woods (Eichengreen, 2005).

O sistema de Bretton Woods entrou em colapso, entretanto o dólar continuou sendo como moeda de referência, então podemos questionar o que causa a mudança de uma moeda de referência ou pelo menos enfraquece essa moeda de forma que o sistema se torne bi-polar ou multi-polar?

Se olharmos para história veremos que o mundo já teve inúmeros moedas ou tipos de meio de pagamentos como referência mundial, entretanto se consideramos como das características fundamentais para moeda de referência esta ser utilizada como reserva de valor para os bancos centrais e de reserva internacional para os governos houve apenas uma mudança de moeda de referência na história. Que foi a mudança da libra esterlina da Inglaterra para o dólar. E essa transição veio por motivos que extrapolavam a esfera econômica, pois no período de transição ocorreram as duas guerras mundiais e a hegemonia foi totalmente transferida para os Estado Unidos sendo que a moeda de referência foi apenas parte deste contexto (Eichengreen, 2005).

Entretanto se analisarmos a parte econômica dessa transição iremos verificar que a afirmação de que só pode existir apenas uma única moeda central no mundo, sendo que para a ascensão de outra moeda a atual automaticamente deixará de ser de referência, e que por conseqüência o mundo não pode ser dividido entre duas moedas, não é correta. Pelo menos não no que diz a respeito da moeda ser usada como moeda de reserva. Pois no período entre guerras as reservas internacionais dos países estavam divididas entre a libra esterlina da Inglaterra, o dólar americano e o franco francês (Eichengreen, 2005).

E se consideramos a situação dos déficits em conta corrente e a dívida externa dos Estados Unidos esta pode ser comparada a dívida externa da Inglaterra após a Primeira Guerra e os déficits em conta corrente e a dívida externa americana nos anos anteriores ao colapso de Sistema de Bretton Woods (Eichengreen, 2005).

Esses dois dados como já mencionado no capítulo anterior podem provocar na pior das hipóteses uma corrida contra o dólar o que causaria problemas gigantescos tanto para a economia americana como para a do resto do mundo, mas na melhor das hipóteses de os Estados Unidos conseguirem, com uma política coordenada mundial, reequilibrar os déficits em conta corrente ainda provavelmente o dólar sairia

enfraquecido da situação e parte das reservas internacionais tenderiam a deixar de ser em dólar ou pelo menos se tornariam divididas entre duas ou mais formas de reserva internacional (Eichengreen, 2005).

Dessa forma o dólar num primeiro momento manteria as outras características de moeda de referência no mercado internacional como a referência para o comércio internacional, mas esse pode ser o primeiro passo de uma transição assim como foi da libra para o dólar do período entre guerras. Além disso, ser a moeda de referência em reservas internacionais garante aos Estados Unidos conseguir financiamento externo em sua própria moeda o que é uma grande vantagem e se eles perderem isso pode causar grandes problemas para sua solvência externa por causa do tamanho de seu déficit externo (Eichengreen, 2005).

O diretor do State Street Bank, Avinash Persaud, chegou a afirmar que moedas de reserva vêm e vão. Durante os últimos dois mil e quinhentos anos houve mais de doze de moedas de reserva que não existem mais. A libra esterlina perdeu este status durante a primeira metade do século XX e o dólar poderá perder esse status na primeira metade deste século, e a perda deste status de moeda de referência fará que com que os Estados Unidos tenham uma séria de crises econômicas e políticas (Eichengreen, 2005).

Entretanto para o dólar ser substituído como moeda de referência não basta o dólar estar sob a desconfiança do mundo e os Estados Unidos apresentarem grandes déficits e terem uma grande dívida externa. É necessária também uma moeda que substitua o dólar como moeda de referência. Ou que pelo menos tenha a confiança do mercado mundial e dos governos de que esta possa ser utilizada como reserva. Na verdade esse foi o principal motivo de o dólar ter se mantido como praticamente a única moeda utilizada como reserva internacional no período desde o fim da Segunda Guerra até hoje, a maioria dos países não podiam ou não queriam que a sua moeda fosse utilizada como moeda de referência, pois podiam ser conseqüências as dificuldades de se controlar a inflação ou ainda que a internacionalização da moeda seria incompatível com o sistema de créditos de determinados países como o Japão (Eichengreen, 2005).

Foram esses os principais motivos de o dólar ter conseguido se manter como principal moeda de reserva e moeda central no SMI, na próxima seção será analisada as condições necessárias para uma moeda conseguir o posto de moeda de referência.

4.2 O que uma moeda precisa para se tornar de referência

Dada a atual situação da economia internacional é possível que uma nova moeda de referência internacional surja no futuro, mas para isso existem uma série de condições a serem seguidas. São candidatas para substituir ou dividir a função com o dólar o Euro, o Yen do Japão e o renmimbi da China num primeiro momento, entretanto é possível que outras moedas possam ser candidatas no futuro (Lago, 2009).

Para isso é necessário em primeiro lugar ter um mercado financeiro bem desenvolvido, com alto nível de liquidez, que existam poucas barreiras aos fluxos de capital, fácil conversibilidade da moeda que se mantém estáveis inclusive em épocas de crise (Lago, 2009).

Outro fator importante é a participação dessa moeda no PIB mundial, utilização no comércio internacional e no mercado financeiro. Além disso, ser utilizada por outros países para negócios ou estratégias de políticas internas como, por exemplo, a moeda ser utilizada como referência de ancora cambial (Lago, 2009).

E finalmente é necessário para o país emissor da moeda de referência ter uma estabilidade macroeconômica que garanta a confiança na moeda no longo prazo. Isso necessita instituições com credibilidade e que mantenha políticas macroeconômicas que garantem a estabilidade interna (Lago, 2009).

Quanto ao desenvolvimento dos mercados financeiros os Estados Unidos têm ainda muitas vantagens em relação aos outros países, a prova disso foi que no auge da crise o crédito havia diminuído drasticamente em todos os países com exceção dos Estados Unidos. Na zona do Euro que tem o melhor mercado financeiro depois dos Estados Unidos, entretanto tem pouca liquidez, o que é resultado de problemas estruturais como, por exemplo, a fragmentação do mercado que evita o seu maior desenvolvimento. No Japão o problema a taxação dos valores referente aos juros é um dos fatores que atrapalha o desenvolvimento do mercado financeiro Japonês. Na China, que possui um mercado financeiro pouco desenvolvido devido inúmeros problemas internos como a falta de conversibilidade e a utilização de controles intensos de capital (Lago, 2009).

No segundo ponto, o de participação na economia mundial, o dólar também leva vantagens, pois tem importância econômica no mundo inteiro. É ainda muito utilizado no comércio internacional e no mercado financeiro, o Euro, ainda que com menor

proporção do que o dólar, tem ainda participação relevante na economia internacional. As moedas japonesas e chinesas têm muita importância em sua região, mas ainda não conseguiram deixar de ser moedas regionais (Lago, 2009).

Quanto a estabilidade macroeconômica, como já mencionamos, os Estados Unidos estão tendo problemas com os déficits fiscais e em conta corrente além uma grande dívida externa. Situação não muito diferente dos outros países que emitem as principais moedas do mundo com exceção da China que graças a sua política de controles de capital e de suas políticas de intervenção nas taxas de câmbio conseguiu até esse momento manter o seu mercado, em parte, fechado aos problemas do resto do mundo e conservar a estabilidade interna (Lago, 2009).

O Euro desde sua criação foi apontado como possível sucessor do dólar como moeda de referência, ou pelo menos que poderia dividir essa função com os Estados Unidos. Em 2005 o economista Barry Eichengreen chegou a afirmar que o Euro era o principal candidato a essa função. Em seu argumento ele afirmava que assim como os Estados Unidos, os países da UE têm instituições fortes, respeitam os direitos de propriedade, tinham políticas macroeconômicas sólidas em relação ao resto do mundo, a Europa tem sistemas políticos estáveis e, além disso, os EUA e os países da UE têm economias de tamanhos semelhantes, participação no comércio exterior parecida e mercados de valores mobiliários de valores de mesmo patamar (Lago, 2009).

Para Eichengreen esses fatores poderiam conduzir o euro a competir com o dólar como moeda de reserva para os governos, entretanto a crise mundial não afetou apenas os mercados financeiros americanos, a Europa sentiu bastante os efeitos da crise e países periféricos que adotaram o euro, como a Grécia, a Hungria, a Espanha estão com profundas crises internas e a própria Primeira Ministra da Alemanha admitiu que a União Européia precisa trabalhar para salvar o Euro. Dessa forma o argumento das desconfianças que ao dólar podem ser perfeitamente utilizados com o Euro na atual conjuntura, desta forma o Euro ainda é uma possibilidade para suceder ou dividir com o dólar a função de moeda de referência, entretanto não tem mais a mesma força que tinha antes da crise financeira (Eichengreen, 2005)

No mesmo artigo Eichengreen afirma que a moeda Japonesa teria maiores dificuldades de assumir o posto, pois o Japão é um país pequeno em relação aos Estados Unidos, a todos os países da zona do Euro ou a China. Além disso, o Japão tem grandes

problemas demográficos e grande resistência a imigração. Ainda para Eichengreen a China também teria de resolver inúmeros problemas internos para os países começarem a confiar em sua moeda para ser utilizado como reserva internacional. Enquanto a China ainda consegue manter uma estabilidade na sua economia interna e externa o mesmo não acontece no campo político, no mundo ainda existem desconfiança quanto aos respeito dos direitos a propriedade dentro do país e que isso só seria revertido com uma gigantesca reforma política a caminho da democracia.

Apesar de todos os problemas enfrentados pelos Estados Unidos, ainda existem dificuldades de outra moeda nacional em assumir a posição, que hoje o dólar ocupa, de moeda de referência no SMI. Entretanto existem algumas propostas para a reforma do SMI que tentariam resolver tanto o problema dos desequilíbrios dos EUA, assim como dar uma maior estabilidade ao Sistema Monetário Internacional. Na próxima seção serão apresentadas e analisadas algumas destas propostas.

4.3 As propostas para reforma no SMI

Nesse contexto, as discussões econômicas de uma reforma no SMI estão aumentando, e ganha força uma corrente que defende a criação de uma moeda internacional que seria administrada pelo FMI, nesse ponto parecido com a proposta de Keynes para a reunião de Bretton Woods. Essa idéia é defendida pelo banco central chinês que levou uma proposta oficial para uma reunião do G20 em abril de 2009 defendendo a reforma no SMI.

Segundo a proposta do Banco Central Chinês uma moeda de referência deve primeiro ser emitida segundo regras claras que possam garantir uma oferta ordenada. Segundo, a oferta deve ser flexível de modo que possa ser ajustada conforme as mudanças na demanda. E terceiro, a moeda não deve sofrer influencias pela conjuntura econômica ou pelos interesses de qualquer país. Eles argumentam também que sucessivas crises financeiras derrubaram o sistema de Bretton Woods e que a atual crise financeira é resultado de falhas das instituições que emitem a moeda de referência (Xiaochuan, 2009).

Em virtude desses argumentos eles apresentam uma proposta para a reforma no Sistema Monetário Internacional e afirmam que para as transações comerciais entre agentes de diferentes países, deve ser usado como referência uma moeda global

administrada pelo FMI essa moeda deve ser usada também como unidade de conta dos preços das commodities por exemplo. Para eles um modelo como esse irá assegurar a estabilidade e a liquidez do Sistema Monetário Internacional (Xiaochuan, 2009).

Nesse sentido, existe a possibilidade de o mecanismo conhecido como “direito especial de saque”, muito utilizado nas épocas de crise do Sistema de Bretton Woods, possa se tornar a nova moeda de reserva para o mundo. Inclusive isso está previsto nos artigos que formam o acordo do FMI. Para isso, porém, os direitos especiais de saque necessitariam ter uma maior liquidez e para isso seria necessário um grande aumento nas emissões e a criação de um mercado privado de DES. Onde os países poderiam conseguir crédito em direitos especiais de saque (Lago, 2009).

Os direitos especiais de saque são atrelados a uma cesta de moedas, mas não propriamente dita uma moeda, e por ter essa característica se for usado como reserva internacional pode resultar em uma maior estabilidade no SMI do que cada moeda pertencente a cesta individualmente. A estabilidade dos DES como reserva de valor e como unidade conta se explica pelo fato de que seu valor teria uma grande dependência da estabilidade das moedas que compõem a cesta, entretanto a sua estabilidade seria maior pelo simples fato da diversificação. No caso de uma das moedas sofrer desvalorização o SMI estará obviamente muito menos vulnerável se a moeda central for os DES do que se a moeda central fosse esta que desvalorizou (Lago, 2009).

Além disso, a utilização dos direitos especiais de saque ajudaria a espalhar o que é chamado de privilégio exorbitante, sendo que os países emissores das moedas pertencentes à cesta alcançariam esse privilégio mais rápido e mais amplamente caso os DES fossem utilizados como reserva do que no caso de um sistema com inúmeras moedas utilizadas como reserva internacional. Além disso, nessa situação os países emergentes ou em desenvolvimento teriam menos necessidades de exportar capital para os países emissores das moedas que compõem a cesta (Lago, 2009).

Entretanto a possibilidade dos direitos especiais de saque serem utilizados como o principal meio de reservas internacionais depende muito da coordenação dos países e é muito duvidoso os países emissores das principais moedas do mundo estariam dispostos a fazer tal coordenação. Provavelmente isso só seria viável num caso de uma grande crise no sistema, algo como se houvesse uma corrida conta o dólar, hipótese que não pode ser descartada dependendo da evolução da atual conjuntura (Lago, 2009).

O que pode acontecer é em um mundo onde existam inúmeras moedas que são utilizadas como reserva internacional os direitos especiais de saque se tornariam uma opção a mais para os países (Lago, 2009).

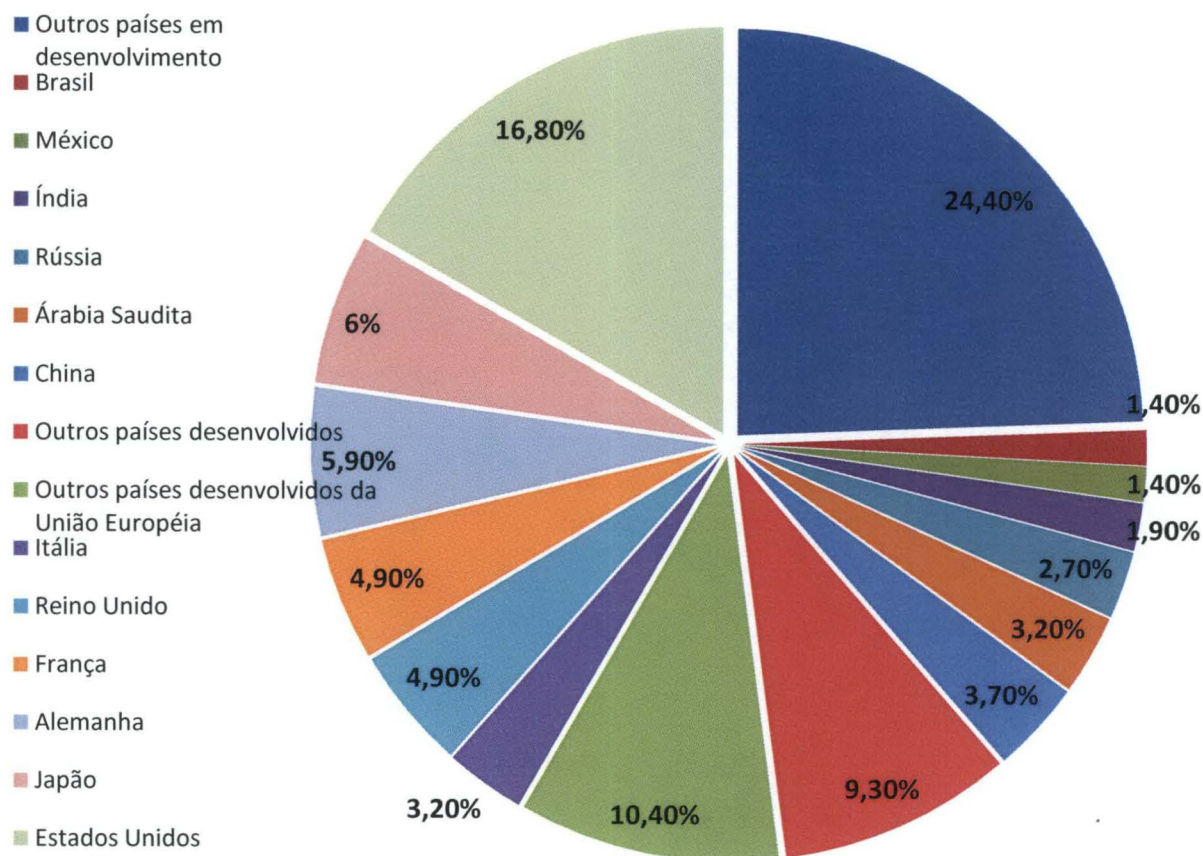
Outra proposta que foi apresentada para a reforma do sistema monetário internacional foi a de criar um índice cambial dos mercados emergentes, este índice seria composto pelas principais moedas dos países emergentes e em desenvolvimento do mundo (cerca de vinte moedas. A proposta apresentada pelos economistas Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann e Ugo Panizza, previa que instituições internacionais como o Banco Mundial emitiriam títulos de dívida expressos nesse novo índice. A vantagem disso seria que os países teriam menos problemas em adquirir financiamentos internacionais, pois estariam emprestando dinheiro em moeda nacional (Eichengreen, 2003).

Entretanto independente do modelo que o Sistema Monetário Internacional irá ter no futuro, é necessário também uma reforma institucional, sobretudo no FMI. Para se ter uma idéia da burocracia envolvida em elaborar uma modificação no sistema financeiro e monetário internacional existem as seguintes instituições que podem elaborar códigos, normas e prestar assistência técnica: FMI, o Banco Mundial, bancos de desenvolvimento regionais, Banco de Compensações Internacionais, Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, Fórum de Estabilidade Financeira, Organização Internacional de Comissões e mais algumas outras (Wolf, 2009).

Essas instituições trabalhando em conjunto podem ajudar a tornar os sistema financeiro e monetários mais eficientes e estáveis, entretanto se descoordenadas podem causar problemas legais e técnicos (WOLF, 2009).

Mais especificamente no sistema monetário o FMI tem alguns problemas em sua estrutura. O primeiro deles é que o Diretor Gerente da instituição não é eleito com o voto da maioria dos países membros e sim indicado pelos países europeus. Que tem um acordo com Estados Unidos que eles indicariam o líder do FMI enquanto os americanos escolheriam o chefe do Banco Mundial. Esse acordo só é possível porque os países desenvolvidos ter cerca de 60% dos direitos a voto da instituição, conforme o gráfico 12. Dessa forma quem toma as decisões no FMI são países que provavelmente não necessitarão de empréstimos, o que causa uma tendência natural dos países emergentes e em desenvolvimento a desconfiar da instituição (Wolf, 2009).

Gráfico 12 - Direito a voto no Fundo Monetário Internacional



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Essa discrepância gera, além das desconfianças, uma restrição da instituição de se contrapor às idéias dos países que possuem um direito a voto bastante influente, o que prejudica a confiabilidade da supervisão elaborada pelo FMI (Wolf, 2009).

Outro problema do FMI é que como os países emergentes e em desenvolvimento estão acumulando reservas, estes não necessitam atualmente de suporte financeiro do FMI e a instituição é financiada pelos juros dos empréstimos a esses países. Dessa forma por ironia do destino o FMI está com problemas financeiros. Os recursos do FMI no final de 2007 eram de aproximadamente 340 bilhões de dólares, que na verdade são muito pequenos para socorrer os países no caso de uma crise generalizada, pequeno mesmo se consideramos as possíveis necessidades de um grande país emergente. Esse valor de 340 bilhões de dólares parece ser menor ainda se comparado aos valores ofertados pelos bancos centrais dos países desenvolvidos no auge da crise financeira (Wolf, 2009).

Fica claro que serão necessárias reformas no Sistema Monetário Internacional e em suas instituições, entretanto o que será mudado? De que forma serão feitas essas reformas? E de que tamanho elas serão? São perguntas as quais as respostas dependem de inúmeros fatores que não são necessariamente econômicos, como fatores como interesses políticos, interesses nacionais e até interesses individuais. Ficando, infelizmente, restrito aos economistas apenas apontar quais seriam as melhores opções de políticas econômicas a serem adotadas.

5. CONCLUSÃO

Manter a estabilidade do Sistema Monetário Internacional tem sido um grande desafio aos países desde o início do Sistema de Bretton Woods. As dificuldades nos dois sistemas foram no sentido de que para manter a estabilidade no sistema os países, sobretudo os Estados Unidos que durante todo esse tempo é o país central do SMI, necessitam manter uma disciplina em suas políticas macroeconômica de forma que muitas vezes para manter o sistema estável seria necessário abrir mão de interesses das mais variadas áreas. Na grande maioria das vezes esses interesses foram ou são políticos como, por exemplo, as guerras em que os Estados Unidos se envolveram durante a década de 1960 e esta primeira década do século XXI, que em ambos os casos elevaram os déficits fiscais e trouxeram dúvidas ao sistema e a capacidade dos Estados Unidos e do dólar se manter em posição central. Os interesses podem ser ainda problemas econômicos internos como a ameaça de uma recessão ou o agravamento de uma já existente. Um exemplo disso pode ser dado também na época do fim do Sistema de Bretton Woods e na atual situação dos Estados Unidos onde além de sofrer com os problemas externos desconfiança mundial ainda tem um grande problema com sua economia doméstica com altos níveis de desemprego e baixo índice de crescimento.

Mesmo os debates sobre as reformas no Sistema Monetário Internacional sempre tiveram uma grande influência política, sendo que as mudanças de opinião quanto as medidas a serem tomadas para tentar reequilibrar o sistema sempre dependeu muito das situações dos países. Por exemplo, os argumentos de Estados Unidos e Europa na reunião de Bretton Woods e depois nas negociações para tentar salvar o sistema no início da década de 1970 e se invertem totalmente porque a situação de déficits e superávits em transações correntes também havia se invertido. Situação semelhante podemos observar nos atuais debates em que muitos economistas, americanos em geral, defendem que os países em desenvolvimento, do leste asiático e exportadores de petróleo devem tomar medidas para diminuir os seus superávits em transações correntes o que a permitiria a economia mundial voltar ao equilíbrio, o que significa os Estados Unidos diminuírem os seus déficits, entretanto quando eram os países em desenvolvimento e do leste asiático que tinham problemas com déficits em transações correntes e sofriam ataques especulativos eram eles também que deveriam tomar as medidas necessárias para tentar sair das crises, o que tinha alto custo para a população, pois isso causava mais problemas na economia doméstica destes países.

Fica claro que os motivos políticos ou interesses dos países ficam em primeiro lugar, e os argumentos sobre a estabilidade do sistema nem sempre são tratados como prioridade no SMI. Entretanto mesmo com toda a hegemonia política, econômica até militar que os Estados Unidos ainda tem, o mundo ainda vê com muita desconfiança a estabilidade do dólar e a sua viabilidade como moeda de referência no SMI. O dólar só não sofreu um ataque especulativo porque a grande maioria dos investidores do dólar são os governos dos países. E é muito mais fácil, ou muito menos difícil, coordenar os governos dos países a tomarem medidas para que os ajustes no dólar sejam de maneira lenta e gradual do que se fosse com o mercado em geral. Isso acontece porque os países têm consciência de que uma queda abrupta no valor dólar iria ter conseqüência terríveis para a economia mundial. Entretanto para não haver uma corrida contra o dólar será necessário o governo americano diminuir os seus déficits fiscais e em conta corrente, pelo menos em relação ao PIB. Não basta criar uma nova moeda, mesmo que supranacional. Há necessidade de que a solução para um novo SMI crie também um rota de saída que cause grandes traumas. Esta saída passa por uma redução progressiva e simultânea dos déficits comerciais americanos e superávits das economias exportadoras. Em síntese a migração para uma nova moeda deverá ocorrer simultaneamente ao desmonte do atual desequilíbrio entre poupanças externas na economia mundial.

A atual situação pode evoluir de duas formas, a otimista, que levaria ao reajuste dos desequilíbrios de maneira lenta, na qual o mercado pudesse ir se adaptando aos poucos e que o dólar fosse se desvalorizando também aos poucos de maneira que fosse possível para os Estados Unidos diminuir os déficits em relação a seu PIB. Entretanto isso seria só uma parte dos problemas americanos se resolvendo. Para que esse cenário aconteça os déficits fiscais também devem diminuir em relação ao PIB. A conseqüência de todas essas medidas seria uma longa recessão nos Estados Unidos, onde o consumo americano iria diminuir, sobretudo de produtos importados em virtude da desvalorização do dólar.

Para conseguir aos poucos resolver esse grande problema os Estados Unidos vai ter que realizar também uma reforma no sistema financeiro americano e participar das negociações de reforma do sistema financeiro internacional. Pois na atual situação que na melhor das hipóteses vai demorar anos para se resolver as instabilidades provocadas pelo atual modelo financeiro do mundo podem dificultar mais ainda a missão de recuperação dos Estados Unidos.

Mesmo nesse cenário otimista o dólar perderá força no Sistema Monetário Internacional. As tendências mostram que pelo menos na característica de moeda de reserva internacional o dólar irá perder força no mundo. Mesmo com sinais de que os Estados Unidos conseguirão sair da crise os países sabem que a tendência natural do dólar é se desvalorizar, e com isso para continuar constituindo suas reservas internacionais em dólar só seria interessante no caso de existir uma recompensa.

O enfraquecimento do dólar pode ser previsto, contudo a sua substituição no posto de moeda de referência passa por encontrar um substituto que tenha uma situação melhor do que o dólar e nesse ponto a atual situação parece não apresentar candidatos que hoje são fortes o suficiente para isso. Se houver transição de moeda de referência nesse cenário otimista isto levará mais tempo do que própria recuperação da economia americana e mundial. Até porque para os Estados Unidos é um péssimo negócio deixar o dólar perder o status de moeda de referência, pois irá perder o que é chamado de privilégio exorbitante, e por esse motivo é difícil acreditar que os Estados Unidos aceite qualquer acordo internacional de criação de uma moeda global.

No cenário pessimista, se os Estados Unidos falhar na tentativa de conter o crescimento dos déficits fiscal e em conta corrente até um ponto em que os países revolvam retirar as suas reservas dos Estados Unidos, o resultado seria a temida “hard land”, que seria a queda abrupta do dólar. Tal fato teria consequência gigante para a economia mundial e é difícil de fazer qualquer tipo de prognóstico do que aconteceria depois disso. Provavelmente a crise que seria consequência desse fato seria maior do que a crise de 1929, principalmente pela interdependência dos países que ajudaria espalhar a quebra pelo mundo todo.

Sabendo disso os países provavelmente irão tentar coordenar suas políticas de modo que o dólar possa ir se desvalorizando aos poucos. Isso já vinha acontecendo antes da crise. Entretanto existem países que tem sua base econômica apontada para a exportação (os Estados Unidos é um grande importador destes produtos) que estão relutantes em deixar sua moeda se valorizar em relação ao dólar, o maior exemplo é a China, que defende a idéia da criação da moeda internacional.

Sendo assim fica claro que o Sistema Monetário Internacional precisa ser reformado, se essa reforma será resultado de um acordo internacional ou se mais uma vez o sistema apenas evoluirá, forçado por crises agudas, para um modelo diferente só o

tempo dirá, entretanto com a experiência adquirida pelos países nesse período a grande mudança deste novo modelo será que o dólar certamente vai perder espaço do Sistema Monetário Internacional.

6. BIBLIOGRAFIA

- ALVES JUNIOR, A. J. **Crise Cambial, instabilidade financeira e reforma no sistema monetário internacional uma abordagem pós-keynesiana**. Revista de Economia Contemporânea, vol. 4, n.1, p. 79-106, 2000.
- BAER, M. **Os Desafios à reorganização de um padrão monetário internacional**. Revista Economia e Sociedade, vol. 0, n. 4, p 79-126, 1999.
- CURADO, M. CANUTO, O. **Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina**, 2001. Disponível em <<http://ocanuto.sites.uol.com.br/Textos/trabalho018.pdf>> Acesso em 28 de junho de 2010.
- BINNIE, A **Retornos de especulações cambiais em regimes de câmbio controlado**. Rio de Janeiro, 2008. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio.
- DOWBOR, L. **A Crise Financeira sem Mistérios, convergências dos dramas econômicos, sociais e ambientais** 2009. Disponível em <<http://dowbor.org/criseseemmisterios8.pdf>> Acesso em 06 de Maio de 2010.
- EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital, Uma História do Sistema Monetário Internacional**, 1ª Ed, São Paulo: Editora 34, 2000.
- EICHENGREEN, B. **História e Reforma do Sistema Monetário Internacional**, Revista Economia e Sociedade, vol. 0, n. 4, p 53-78, 1999.
- EICHENGREEN, B. **Sterling’s past, dollar future: historical perspective on reserve currency competetion** University of California, Berkeley, 2005.
- EICHENGREEN, B. **The pain of original sin**, 2003 Disponível em <<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>> acesso em 10 de Junho de 2010.
- FELDSTEIN, M. S. **Distinguished Lecture on Economics in Government: Thinking About International Economica Coordination**, Journal of Economic Perspectives, vol. 2, n. 2, p 3-13, 1988.
- FERRARI FILHO, Fernando. **A questão externa em Jonh Maynard Keynes: uma visão a partir da clearing union**, 1990. Disponível em <<http://revistas.fec.tche.br/index.php/ensaios/article/viewPDFInterstitial/766/1026>> Acesso em 02 de maio de 2010.
- FERRARI FILHO, Fernando. **As propostas keynesianas de reforma do sistema da moeda de conversibilidade de conversibilidade monetário internacional: em busca da neutralidade internacional?**, 2006. Disponível em <http://ich.ufpel.edu.br/economia/professores/xavier/propostas_Keynesianas_reforma_SMI_por_Ferrari_2006.pdf> Acesso em 26 de março de 2009.
- FRENKEL, J. A. **International coordination of economic polices: scope, methods, and effects**, National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 2670, 1988.
- FRENKEL, J. A. **Obstacles to international macroeconomic policy coordination**, National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 2505, 1989.
- GONÇALVES, R. **A nova economia internacional, uma perspectiva brasileira**, 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

- KENEN, P.B. **Economia internacional teoria política**, 3ª Ed, Rio de Janeiro, Campus, 1998.
- KENEN, P. B. **The role of dollar as an international currency** The Group of Thirty, N° 12, 1983.
- KRUGMAN, P. R **Economia Internacional Teoria Política**, 6ª Ed, São Paulo, Pearson Addison Wesley, 2005.
- LAGO, I. M. **the debate on the international monetary system**, IMF Staff Position none, 2009.
- LICHTENSZTEJN, S. **Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, Estratégias e Políticas do Poder Financeiro**, 1ª ed. Brasília: Ed Brasiliense, 1986.
- MARINHO, P. L. **O sistema monetário internacional, uma interpretação a partir do conceito de hegemonia mundial**, 2007 Disponível em <http://www.uesc.br/dcec/pedrolopes/artigo_prof_pedro_lopes_sistema_monetario.pdf> acesso em 26 de março de 2009.
- PEREIRA, A P M, **Crises cambiais e bancárias na década de 1990: uma análise de painel aplicada a mercados emergentes**, 2004. Disponível em <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A033.pdf>> Acesso em 22 de Maio de 2009.
- SERRANO, F. **Do ouro imóvel ao dólar flexível**, Revista Economia e Sociedade, vol. 11, n. 2(19), p 237-253, 2002.
- SCHULMEISTER, S. **Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency**, Vol. 22, No.3 p.365, 2000.
- SOLOMON, R. **O sistema monetário internacional 1945-1976**, 1ª ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1976.
- WOLF, M. **A reconstrução do sistema financeiro global**, 1ª ed. Elsevier, 2009.