

Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional¹

*Monica Baer, Marcos A. M. Cintra,
Eduardo Strachman e Rudinei Toneto Jr.*

Introdução

Desde agosto de 1971 - quando se rompeu o Acordo de Bretton Woods - e principalmente após março de 1973 - quando se abandonaram os esforços sistemáticos de reordenamento das taxas de câmbio para chegar a uma nova estrutura de paridades fixas -, a economia mundial opera na ausência de um regime monetário internacional. Como esta situação já se prolonga por um tempo razoável e como, apesar da instabilidade na área monetário-financeira e dos desajustes comerciais, a economia mundial não incorreu em crises profundas, surge a dúvida quanto à necessidade de se alcançar uma nova ordem e qual deve ser sua natureza.

Ultimamente, no entanto, houve uma relativa ativação do debate em torno do sistema monetário internacional (SMI), o que está associado basicamente a três aspectos. Em primeiro lugar, nos últimos anos vêm se acumulando críticas de distintas ordens aos organismos financeiros internacionais, principalmente o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, que abarcam questões como a efetividade de suas políticas, sua estrutura de poder e processo decisório, o destino de seus financiamentos e até o excessivo comprometimento de recursos dos países desenvolvidos com estas agências multilaterais. Em segundo lugar, o processo de globalização financeira dos capitais privados, se bem vem facilitando o financiamento de importantes desajustes de balanço de pagamentos, também traz a preocupação de mercados financeiros crescentemente integrados, com irrupções de crises ainda localizadas, mas que podem ter um efeito de contaminação fora do controle dos bancos centrais, ampliando assim o problema do risco sistêmico. E, em último, o quinquagésimo aniversário de Bretton Woods em 1994 constituiu-se num marco que incentivou um debate renovado em torno do sistema monetário-financeiro internacional.

Neste artigo procura-se mapear as questões mais relevantes em torno deste debate. Após uma breve síntese de como o padrão dólar, instituído em Bretton Woods, entrou em crise, discutem-se as mudanças que ocorreram no sistema financeiro internacional, pois elas condicionam a regulação e capacidade

(1) Este artigo é uma síntese do relatório de pesquisa “Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional”, realizado pelo convênio CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNUD.

das autoridades monetárias na gestão da liquidez internacional. Em seguida, sintetizam-se as principais propostas de reordenamento do SMI, as discussões que giram em torno delas e suas limitações diante da dinâmica financeira privada. As considerações finais, além de reforçarem a idéia de que não existe uma saída fácil para a questão monetário-financeira internacional, tentam focar a questão a partir das preocupações dos países em desenvolvimento.

1. O padrão monetário vigente a partir de Bretton Woods e sua crise

O padrão monetário internacional instituído no imediato pós-guerra é de grande interesse e revela como a efetiva ordem monetária se distanciou significativamente das normas inicialmente estabelecidas. Nem por isso deixou de existir uma ordem monetária, que foi um aspecto fundamental do longo ciclo de expansão vivido pela economia mundial nos anos 50 e 60.

Essa experiência do segundo pós-guerra reforça a idéia de que, antes de mais nada, uma ordem monetária depende do apoio efetivo a uma convenção social, independentemente de sua formalização. Em meados da década dos 40, este apoio se materializou na liderança hegemônica exercida pelos EUA. Enquanto esta liderança não foi questionada, regeu de fato uma ordem monetária internacional, embora seu modo de funcionamento já guardasse pouca relação com as regras de Bretton Woods. Por sua vez, o padrão monetário entrou em crise quando a liderança hegemônica passou a ser posta em xeque.

A ordem monetária estabelecida em Bretton Woods se fundamentou em cinco aspectos básicos. Em primeiro lugar, acordou-se um regime de câmbio fixo, mas ajustável em função de desajustes estruturais. Em segundo lugar, estabeleceu-se como ativo de reserva o ouro. Assim, uma moeda nacional só poderia ter aceitação internacional quando garantisse seu lastro em ouro e sua conversibilidade para este metal fosse automática.

Estas duas medidas foram uma clara reação à profunda desordem monetária vivida no período entre as duas guerras, em que a maioria dos países praticou desvalorizações cambiais competitivas para enfrentar a crise da economia mundial e, ao suspenderem a conversibilidade ao ouro, supostamente eliminavam um parâmetro explícito de controle da expansão monetária. A instituição de um padrão câmbio-ouro tinha, assim, como fundamento teórico a idéia de ancorar o sistema a uma base material que garantisse limites concretos à expansão da liquidez.

A terceira regra importante deste padrão era a livre conversibilidade de uma moeda nacional para outra, garantindo a plena mobilidade dos capitais privados entre os países. Esta mobilidade somente deveria ser restringida em caso de movimentos especulativos.

A quarta regra se refere aos procedimentos de ajuste frente aos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. No caso de desajustes estruturais, dever-se-ia partir para um realinhamento das paridades das taxas de câmbio, que seria coordenado por um organismo supranacional, para o que se criou o FMI. Por sua vez, os desajustes transitórios deveriam ser superados por meio de financiamentos compensatórios estendidos pelo FMI ao país deficitário. Estes recursos financeiros estariam condicionados a correções na política macroeconômica praticada pelo país deficitário, entendendo-se esta política como a causadora do desajuste no balanço de pagamentos.

O quinto aspecto refere-se à institucionalidade desta ordem monetária internacional. Cabia ao FMI, em primeiro lugar, zelar pelo cumprimento das regras cambiais, inclusive coordenando as revisões das estruturas de paridade quando se tornassem necessárias. Em segundo lugar, com a disponibilidade de recursos financeiros mínimos que lhe seriam postos à disposição pelos países membros, o Fundo deveria estender os financiamentos compensatórios e, simultaneamente, supervisionar as "correções" nas políticas macroeconômicas dos países que apresentassem déficits (transitórios) em seus balanços de pagamentos.

Ainda no que diz respeito ao marco institucional, junto com o FMI, em Bretton Woods também criou-se o Banco Mundial (BIRD - Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento), cujo objetivo era atuar na reconstrução da Europa para garantir a ordem monetária internacional. No entanto, desde o princípio, o papel desta segunda instituição era totalmente secundário.

A ordem monetária que, *de fato*, vigorou a partir de meados dos anos 40 se afastou bastante destas convenções estabelecidas em Bretton Woods. Isso levanta uma primeira interrogação: se o padrão que se estabeleceu não confere com as convenções de 1944, o Acordo de Bretton Woods teve algum papel? A função efetiva desse acordo, mais que ditar todas as regras foi instituir a hegemonia dos EUA no âmbito monetário internacional. Ao se determinar em Bretton Woods que o ativo de reserva internacional seria o ouro, devido à situação totalmente assimétrica existente no imediato pós-guerra, na qual os EUA detinham dois terços das reservas mundiais de ouro, o Acordo sancionava o predomínio do dólar como moeda de circulação internacional. O dólar era a única moeda que podia garantir, de imediato, sua livre conversibilidade ao ouro em montantes significativos, o que consolidava sua aceitabilidade mundial. Isso fez com que os outros países, ao invés de acumularem ouro como reserva de valor internacional, mantivessem suas reservas diretamente em dólares, consolidando a moeda norte-americana como referencial monetário internacional.

O Acordo de Bretton Woods, portanto, foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave neste sentido foi a definição do ouro como ativo de reserva. A partir da aceitação do dólar como referencial internacional, a gestão monetário-

financeira mundial, de fato, passa a estar sujeita aos ditames da política norte-americana.

A legitimação da absoluta soberania norte-americana no campo monetário trouxe tanto responsabilidades como elevados graus de liberdade na condução de sua política. E foi esta mesma combinação perversa que contribuiu para a corrosão da própria soberania e, conseqüentemente, desencadeou a crise do padrão dólar.

Os ajustes estruturais entre as nações industrializadas, que permitiram a retomada do crescimento mundial, foram promovidos diretamente pelos EUA e não pelo FMI e o Banco Mundial. No processo de reconstrução da Europa e do Japão estas instituições não exerceram papel relevante. Este processo foi deslançado pelo Plano Marshall (instituído em 1947), sob os auspícios diretos dos EUA, diante das tensões políticas que se criaram com a Guerra Fria (Lichtensztejn e Baer, 1987; Teixeira, 1983). Foi no bojo do Plano Marshall que se desvalorizaram significativamente frente ao dólar as moedas européias e a japonesa e que os EUA abriram seu mercado às exportações destes países, estimulando a retomada do crescimento e o ajuste de suas balanças comerciais. Foi também sob a liderança dos EUA que se restituiu a conversibilidade da libra esterlina e se criou a União Européia de Pagamentos, para reforçar o fluxo comercial intra-europeu no contexto de escassez mundial de dólares.

A função de garantir a expansão e gestão da liquidez internacional, condição básica para a sustentação do comércio e do crescimento mundial, também coube aos Estados Unidos na medida em que sua moeda se havia tornado a única de ampla aceitação. No entanto, a crescente circulação mundial do dólar, para satisfazer a demanda por liquidez internacional, era totalmente contraditória com a convenção câmbio-ouro estabelecida em Bretton Woods. Esta contradição foi apontada por Triffin (1979) já no final dos anos 50 e ficou conhecida como o “Dilema de Triffin”. A contradição consiste na incompatibilidade de o dólar, como padrão monetário internacional, exercer simultaneamente a função de circulação e a função de ativo de reserva de valor, esta última baseada no lastro em ouro. Cumprir com a regra da conversibilidade ao ouro supunha que os EUA somente pudessem emitir dólares na proporção em que acumulassem reservas em seu balanço de pagamentos, requerendo que o país incorresse em constantes superávits. Constantes superávits no balanço de pagamentos significa uma entrada de dólares superior à saída, o que implica escassez da moeda norte-americana no mercado internacional. Conseqüentemente, se a moeda é escassa em nível internacional ela não pode satisfazer a demanda por liquidez.

A contradição acabou sendo resolvida em favor da satisfação das necessidades de liquidez internacional e tornando a conversibilidade ao ouro, de fato, letra morta. Para que o dólar cumprisse a função de circulação como moeda internacional, os EUA acabaram incorrendo em reiterados déficits em seu balanço

de pagamentos, suprindo as necessidades de liquidez mundial através da exportação de capitais. Numa primeira fase, isso se realizou via projeto Marshall e gastos militares e, numa segunda, através da transnacionalização do capital privado norte-americano, que se dirigiu principalmente para a Europa.

Em suma, o padrão monetário internacional que se instituiu na segunda metade dos anos 40 teve como referencial o dólar, que, para cumprir sua função de meio de circulação abandonou, embora não oficialmente (*de jure*), a convenção do lastro ouro, que supostamente balizava sua função de ativo de reserva de valor. Foram os reiterados déficits no seu balanço de pagamentos que garantiram a expansão da liquidez internacional e, conseqüentemente, as condições monetário-financeiras básicas ao *boom* de crescimento do mundo capitalista do pós-guerra. Este padrão monetário, baseado no dólar, esteve associado à hegemonia exercida pelos Estados Unidos no mundo capitalista neste período. Foi sob sua hegemonia que se reconstituiu o mercado mundial e se desenvolveu um intenso processo de internacionalização dos capitais privados, liderado pelos norte-americanos.

O próprio exercício dessa hegemonia e os graus de liberdade que este padrão monetário davam aos EUA na gestão de sua política econômica, entretanto, começaram a ameaçar a função de reserva de valor de sua moeda e, conseqüentemente, a pôr em xeque o padrão dólar. Foi somente neste momento de crise que se recorreu ao legado de uma das convenções básicas de Bretton Woods, que era a garantia legal da sua conversibilidade ao ouro.

Nesta dinâmica do padrão dólar nos anos 50 e 60, o FMI não exerceu função na gestão da ordem monetária internacional, cabendo-lhe o papel relativamente marginal, do ponto de vista da ordem capitalista, de financiar desajustes de balanço de pagamentos em economias em desenvolvimento e orientar seus governos nos programas de ajuste externo e de estabilização.

Antes de ver como a crise se desdobra no próprio campo monetário, é necessário apontar para as causas mais profundas das perturbações da ordem vigente. Neste sentido, dois aspectos parecem relevantes. Por um lado, como foi dito, o próprio exercício da hegemonia americana e sua gestão monetário-financeira internacional garantiram a recuperação dos países europeus, que então, a partir de uma situação mais simétrica, pelo menos no campo econômico, começavam a contestar os graus de liberdade desfrutados pelos EUA a partir da circulação internacional do dólar. Na medida em que esses países alcançavam uma crescente autonomia econômico-financeira, contestações à falta de uma política econômica de ajuste interno nos EUA se faziam mais presentes. Por outro lado, no final dos anos 60, o envolvimento norte-americano na guerra do Vietnã, financiando este conflito com recursos externos, foi considerado um abuso de poder no exercício da hegemonia americana (Cooper, 1987:90; Davidson, 1993:157). Ou seja, tanto a diminuição das assimetrias entre os próprios países industrializados, como os graus de liberdade do país soberano na gestão de sua

política econômica parecem ter sido os determinantes básicos da ruptura da ordem monetária estabelecida.

Ainda que estas sejam razões de natureza econômica, a projeção mais notória do crescente conflito e da desconfiança na ordem estabelecida se encontra no âmbito político-militar. Isso é muito evidente na postura da França em relação aos EUA. Desde 1964, em oposição à marcada presença militar norte-americana na Europa, a França vinha deliberadamente acumulando reservas em ouro, e não mais em dólares, questionando abertamente que os EUA fossem capazes de cumprir a conversibilidade de sua moeda ao ouro e liderando uma corrente que pleiteava a restituição do padrão ouro. Esta postura revelava um enfrentamento mais amplo da França com os EUA. A Alemanha, por sua posição política mais frágil, nunca pôde projetar seu desacordo em relação à política norte-americana no âmbito monetário.

A discordância com a política externa e a gestão econômica dos EUA, sobretudo a partir de meados dos anos 60, na área especificamente monetária implicou crescentes contestação e desconfiança em torno do dólar como ativo de reserva de valor internacional, levando as autoridades monetárias a procurarem novamente por ouro e pressionarem para que se criasse um novo ativo de reserva. Isso somente aconteceu em 1968, com a criação dos Direitos Especiais de Saque (DES) no âmbito do FMI, cuja primeira emissão, inclusive em volume muito restrito, somente aconteceu em 1970, já em pleno processo de fuga da moeda norte-americana.

A divergência com a política externa norte-americana, que se expressava na progressiva objeção das autoridades monetárias dos principais países industrializados a continuarem acumulando reservas internacionais em dólares, e as crescentes necessidades de financiamento monetário pelos EUA para suportar o conflito militar no Vietnã minaram definitivamente a sustentação do padrão dólar constituído nos anos 40.

Além disso, a rápida deterioração da situação do balanço de pagamentos norte-americano colocou em movimento os capitais privados transnacionalizados num intenso processo especulativo, que não guardava nenhuma dimensão, a exemplo da especulação que se pretendia conter nas normas de Bretton Woods. Estes capitais especulativos, numa primeira fase, atraídos pelo diferencial positivo nas taxas de juros norte-americanas (1968-69), sustentaram o dólar ao garantirem um influxo de capital para os Estados Unidos. Entretanto, em 1970-71, com a reversão da política monetária nos EUA, foram determinantes no desencadeamento definitivo da crise do dólar.

Com a ação destes capitais de curto prazo e a falta de uma mínima coesão política entre as principais nações industrializadas se tornou bastante difícil empreender um reordenamento do padrão monetário vigente. Esse reordenamento teria que abarcar tanto as taxas cambiais, para chegar a uma nova estrutura de

paridades, como novos mecanismos de ajuste e regulação, que fossem condizentes com as mudanças estruturais que haviam ocorrido entre as principais economias industrializadas - refletindo uma maior simetria entre elas - e com um intenso processo de internacionalização do capital.

A interpretação da crise deste padrão monetário internacional pode ser enfocada de duas maneiras complementares. Uma primeira, olhando os acontecimentos de 1971 em relação às convenções estabelecidas em Bretton Woods. Neste sentido, realmente houve uma ruptura total com esta ordem. No momento em que os EUA declararam unilateralmente a inconvertibilidade do dólar ao ouro em agosto de 1971 e, a partir de março de 1973, abandonaram definitivamente os esforços para reordenar as paridades cambiais, a essência das regras monetárias estabelecidas no Acordo foi perdida.

Esta interpretação da crise monetária internacional, que inclusive é a mais corrente, pode ser complementada com aspectos mais complexos, ao se confrontarem os acontecimentos monetários internacionais desde o final dos anos 60 com a lógica de funcionamento do padrão dólar. Neste sentido, embora os fatos que caracterizam a crise monetária sejam exatamente os mesmos - inconvertibilidade do dólar ao ouro e livre flutuação das taxas de câmbio -, a preocupação centra-se nos atores estratégicos que seriam capazes de aglutinar apoio político em torno de novas regras para o sistema monetário internacional.

Primeiro, ressalta a posição dos Estados Unidos que, diante da perda da liderança hegemônica, tenderam a exercer uma política internacional fortemente autocentrada. Dada a sua enorme importância econômica e política no mundo capitalista, isso representa um sério impedimento a um processo de reordenação. Esta postura foi muito evidente no início dos anos 70, quando os EUA administraram a crise do dólar para manter, por todos os meios, seu poder absoluto de senhoria em nível internacional (Parboni, 1981). Esta postura fortemente autocentrada se revelou novamente, com toda a força, no período de valorização do dólar no início dos anos 80.

O segundo aspecto, nesta linha de interpretação da crise, refere-se às dificuldades dos outros países industrializados, sobretudo os europeus, em assumirem um papel mais ativo no âmbito monetário internacional. Todo o esforço desta região foi em traçar uma política defensiva frente ao dólar, que se consubstanciou na organização da “serpente” e, posteriormente, no Sistema Monetário Europeu (SME), em 1979, mas sem que isso se projetasse numa maior capacidade de articulação para um reordenamento monetário internacional.

O terceiro e último aspecto diz respeito ao novo ator estratégico no sistema monetário internacional, representado pelos capitais privados fortemente transnacionalizados. Vale dizer, não só se enfrentaram dificuldades de coordenação entre as autoridades governamentais dos países industrializados relevantes como estes capitais se tornaram os agentes mais envolvidos na

dinâmica monetário-financeira internacional e, por conseguinte, os mais interessados na lógica de operação deste sistema, chame-se-lhe ordem ou desordem. Esses capitais não estão desvinculados dos poderes financeiros das principais nações industrializadas, fazendo valer seus interesses na política e postura de seus países de origem, assim como nos foros internacionais.

Em suma, apreender a crise monetária internacional deste ângulo e analisar as propostas de reforma diante dos interesses destes atores é um desafio, mas tenderá a mostrar se as alternativas idealizadas de uma nova ordem encontrarão apoio concreto.

2. As transformações no sistema financeiro internacional privado

Desde a crise do padrão monetário estabelecido em Bretton Woods ocorreram profundas alterações no funcionamento do sistema financeiro internacional privado (SFI). A análise destas mudanças pode ser enfocada de duas maneiras. Do ponto de vista macroeconômico, elas decorreriam dos significativos desajustes econômicos globais e da instabilidade econômica, em especial das taxas de câmbio e de juros. Do ponto de vista microeconômico, as modificações viriam em razão de mudanças no padrão de concorrência entre as instituições e do intenso processo de inovações tecnológicas no âmbito das informações e dos meios de comunicação. Ao buscar uma explicação que considere ambos os aspectos, entendem-se os fatores macroeconômicos como indutores das transformações, e os fatores microeconômicos como agentes afetados e, simultaneamente, viabilizadores do processo. Assim, as profundas transformações financeiras são concebidas como um processo de interação dos agentes financeiros privados em um novo ambiente macroeconômico.

A década de 70 foi marcada pela presença dos países em desenvolvimento na absorção de recursos financeiros internacionais com uma oferta aparentemente ilimitada de crédito. Esta ampla liquidez internacional estava relacionada a dois fatores básicos: num primeiro momento, com o choque do petróleo em 1973,² houve uma transferência de recursos aos países exportadores de petróleo, que transformavam seus superávits em eurodepósitos, reciclados pelo sistema financeiro internacional - os chamados petrodólares. Simultaneamente, ocorreu uma profunda crise de oferta no Primeiro Mundo, a partir da qual se iniciou todo um processo de reestruturação produtiva. As políticas econômicas nesta fase caracterizaram-se pelo chamado *stop and go*, que visava restringir a demanda para viabilizar o equacionamento externo, conter as pressões inflacionárias e manter o processo de reestruturação. Neste contexto tinha-se uma restrita demanda por

(2) Quando este ocorreu, o sistema financeiro internacional já estava plenamente consolidado.

crédito nos países desenvolvidos, o que explica o excesso de liquidez internacional e, conseqüentemente, a oferta "ilimitada" de recursos para os países em desenvolvimento, em especial para aqueles com projetos de investimento e com preocupações de aumentar a capacidade de exportação - geração de divisas.³

O decorrente processo de endividamento externo, que estendeu-se a grande parte do Terceiro Mundo, independentemente da existência de projetos viáveis, da tendência política ou ideológica de seus governos, mostra uma certa passividade destes países, que foram praticamente "capturados" pelo sistema financeiro internacional na sua necessidade de reciclar os recursos.⁴ Esse processo deu-se com base em um sistema de taxas de juros flutuantes, repactuadas periodicamente, que era uma resposta dos bancos a um ambiente de maior instabilidade inflacionária e cambial.⁵ Com este expediente os bancos evitavam o risco de ter uma correção do ativo inferior ao custo de rolar seus passivos. Assim, o mecanismo das taxas de juros flutuantes, juntamente com a proliferação dos centros *off-shore*, permitiu caracterizar os anos 70 como um período de intenso processo inovativo no sistema financeiro internacional, tendo os bancos como agentes principais.

Dentro deste raciocínio, poderíamos considerar as transformações da década de 80 como um aprofundamento desta tendência.⁶ Mas, o processo mais recente só pode ser entendido relacionando-o à nova realidade macroeconômica e ao quadro institucional emergente, em que se destacam novas posições entre os países industrializados no cenário internacional. O fato crucial foi a mudança na política econômica dos países centrais, em especial a dos EUA.

A administração Reagan significou uma profunda guinada para o neoliberalismo, que advogava a redução do Estado, a desregulamentação e a saída da crise pelo lado da oferta através do aumento do investimento e da produtividade (*supply side economics*). A partir desta concepção, dever-se-ia eliminar o déficit público, reduzindo simultaneamente os gastos e a carga tributária. A redução desta última, via diminuição dos custos, deveria aumentar a produtividade (e a competitividade internacional), o investimento, a renda e a base

(3) É interessante observar que este processo servia inclusive para diminuir a crise econômica no Primeiro Mundo, ao transformar os países em desenvolvimento em importante fonte de demanda para as indústrias de seus países.

(4) A respeito do processo de endividamento dos países em desenvolvimento ver Davidoff (1984); Baer (1993).

(5) A instabilidade neste período, é acentuada pela adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes ou do "não regime" monetário internacional, que passou a ocupar o vazio deixado pelo fim de Bretton Woods.

(6) "Em vários aspectos estas inovações representaram um aprofundamento de uma tendência que emergiu primeiro nos anos 70, e que subseqüentemente ganhou força como resultado da crescente ascendência da filosofia do livre mercado, das condições macroeconômicas favoráveis e da aceleração no ritmo das inovações tecnológicas" (BIS, 1992:191).

tributável.⁷ Entretanto, o resultado concreto da política foi o dismantelamento do estado do bem-estar americano, sem que se tivessem alcançado resultados positivos em termos de déficit público e déficit externo. Simultaneamente, o Federal Reserve (FED), comandado por Volcker, adotou uma política monetária "apertada", com vistas a sustentar o dólar como principal moeda de circulação internacional. Além disso, ao forçar o financiamento do Tesouro através da colocação de títulos, sustentou taxas de juros elevadas, que afetaram importantes setores econômicos nos países industrializados e nos países em desenvolvimento que haviam sido os grandes receptores dos recursos internacionais nos anos 70.

A elevação da taxa de juros evidenciou a fragilidade a que estavam expostos os bancos comerciais, levando a uma ruptura no financiamento corrente dos países em desenvolvimento e dos setores fragilizados. Essa ruptura, associada ao encarecimento dos recursos e à deterioração significativa das relações de troca, determinou profundas crises cambiais nos países em desenvolvimento, culminando com as moratórias de 1982.

Diante do impacto desta política sobre o sistema financeiro, ou seja, um elevado risco sistêmico, a política econômica norte-americana alterou-se profundamente a partir do final de 1982. Entre 1984 e 1989 assumiu uma trajetória expansionista, ainda que sustentada por profundos desequilíbrios internos e externos.

Paralelamente, destaca-se a emergência do Japão e de seus bancos no mercado internacional. Segundo Axilrod (1990:2), "isto pode ser considerado como uma resposta à política macroeconômica adotada nos anos 80. A decisão, no início desta década, de reduzir o déficit fiscal japonês levou, nas condições econômicas daquele momento, a um grande superávit comercial japonês. Sem isso, o pleno emprego não poderia ser mantido. Ao manter o nível de consumo interno estável, as instituições financeiras deveriam ter a oportunidade de reciclar o excesso de poupança doméstica nos mercados externos, para dar suporte ao superávit de conta corrente. Então, o crescimento dos fluxos de recursos japoneses de longo prazo e, eventualmente, dos negócios para centros estrangeiros, trouxe uma expansão das operações internacionais das seguradoras e dos bancos japoneses - parcialmente devido a uma relação com seus clientes".

As alterações nas políticas econômicas americana e japonesa tornaram os EUA o principal absorvedor de recursos financeiros no mercado mundial e o Japão (juntamente com a Alemanha e alguns países em desenvolvimento) o principal supridor de fundos. Neste quadro, observam-se novos desajustes econômicos internacionais, diferentes daqueles da década de 70. "O duplo déficit nos EUA, em adição à crise da dívida mexicana em 1982, mudou abruptamente o

(7) No discurso liberal, o corte nos gastos públicos seria compensado pelo aumento nos privados, decorrente da redução nos impostos. Na prática, trata-se de uma política extremamente recessiva, em especial pela combinação que se fez com a política monetária restritiva.

modelo dos fluxos internacionais de capitais e a forma dos mercados financeiros internacionais. Desde então, alterou-se o fluxo líquido de capitais dos países desenvolvidos para os em desenvolvimento. Recentemente, grande parte do capital gira entre os países desenvolvidos, expulsando os países em desenvolvimento" (Takahashi, 1991:6).

É neste cenário de mudanças na política econômica dos países centrais, de emergência de profundos desequilíbrios entre eles - com os grandes déficits americanos e os superávits japoneses e alemães -, e da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, que se devem analisar as transformações do sistema financeiro internacional na década de 80.

Como mencionamos, a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento trouxe à tona a fragilidade dos bancos comerciais que tinham seus ativos profundamente comprometidos com esses países. Assiste-se, nesta situação, ao acirramento da concorrência entre instituições bancárias e não-bancárias, com intensas pressões no sentido da desregulamentação dos mercados financeiros, em consonância com a lógica liberal. Neste processo foi diminuindo cada vez mais a distinção entre as instituições, com vantagens para as instituições não-bancárias, que tinham seus ativos menos comprometidos, além de menores restrições, o que implicava menores custos.

O processo de desregulamentação nos EUA completou-se com a eliminação dos tetos de taxas de juros e dos controles sobre as transações com o exterior. A generalização da liberalização financeira entre os países desenvolvidos aumentou a volatilidade das taxas de câmbio e de juros, o que desencadeou um intenso processo de inovações financeiras, com o aparecimento de novos instrumentos, que visavam proteger os detentores de ativos desta instabilidade (variações nos preços). Assim, tem-se o crescimento dos chamados derivativos - operações *swaps* (juros e câmbio), opções e mercados futuros.

A desregulamentação, a liberalização, a crise dos bancos e o grande desenvolvimento dos mercados secundários inserem-se no processo característico desta nova fase: a securitização das dívidas (transformação das dívidas em títulos negociáveis no mercado). Este processo inter-relaciona-se, por um lado, à perda de credibilidade dos bancos que levou os detentores de poupança a deslocá-la para os mercados de títulos, sobretudo para aqueles com mercados secundários organizados, e para os sistemas de poupança programada: fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras, etc. Com isso, assiste-se a um crescimento dos chamados investidores institucionais, que se caracterizam por aplicar grande parte de seus recursos no mercado de capitais e em títulos de renda fixa. Por outro lado, as crescentes restrições sobre as operações bancárias, devido às exigências de capitalização das instituições, implicou o encarecimento do crédito, levando os tomadores de recursos de primeira linha a buscar mecanismos de endividamento

direto onde os recursos poderiam ser obtidos a um custo menor. Este fato verificou-se principalmente a partir de 1984, quando se retomou o crescimento.

Os bancos, para fugir a essas restrições, desencadearam outro processo característico desta fase: o desenvolvimento das operações fora de balanço. Buscando novas fontes de receitas, os bancos transformaram-se em administradores de carteiras, responsáveis pela colocação de títulos de empresas, por fusões e incorporações. Enfim, foram deixando de exercer as funções típicas para transformarem-se em bancos de negócios, concorrendo com as demais instituições financeiras pelos fundos, sem perderem sua prerrogativa de criadores de moeda de crédito.

O processo de securitização permitiu aos próprios bancos melhorar seus ativos, ao transformar em títulos negociáveis os ativos "podres" que carregavam, como, por exemplo, a dívida do Terceiro Mundo (Baer, 1993). Esse processo significou uma profunda flexibilização, tanto para os tomadores como para os aplicadores de recursos. Essa flexibilização, juntamente com a liberalização dos fluxos de capitais internacionais, aumentou a variabilidade das taxas de juros e de câmbio. Assim, o pleno desenvolvimento da securitização só foi possível pelo desenvolvimento paralelo dos mercados e mecanismos de proteção de riscos contra a variação de preços dos ativos em diferentes moedas. Esta proteção é uma demanda tanto do aplicador em títulos como do tomador de recursos, pois permite maior segurança para o investimento ao possibilitar o *hedge*. No entanto, o próprio mecanismo de *hedge*, ao aumentar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo, ampliando a volatilidade dos mercados de ativos.

O mercado de derivativos foi o que mais cresceu na última década. Apenas para termos uma idéia, o mercado de opções e futuros de taxas de juros saltou de um valor de US\$ 583 bilhões em 1986 para US\$ 3 518 bilhões em 1991 (em termos mundiais) e os *swaps* de juros passaram de US\$ 400 bilhões para US\$ 2 750, no mesmo período (BIS, 1992:192). Estes mecanismos também deram um novo impulso ao processo de internacionalização financeira, determinando a expansão das operações *cross-border* (entre fronteiras), que foi muito superior à das operações domésticas na década de 80,⁸ apesar do ambiente de instabilidade cambial.

Porém, vários problemas surgem nesta nova dinâmica financeira internacional.⁹ O principal deles é o fortalecimento dos processos especulativos e

(8) Independentemente da liberalização financeira, os próprios instrumentos desenvolvidos pelo sistema financeiro já permitiam a internacionalização. A liberalização veio apenas acelerar e potencializar o processo.

(9) Sem entrar em discussões teóricas sobre a relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e eficiência econômica, que por si só já é um tema bastante controverso. Para Stiglitz (1990), o mercado de capitais tem um papel irrisório no financiamento da acumulação. Keynes, por sua vez, vê o mercado de títulos (generalizando o que ele chama de "Bolsa de Valores") tornar líquido ao indivíduo o que é ilíquido socialmente, ou seja, o investimento. Mas, a especulação é inerente a este processo. Grande parte das transações nesse mercado são meramente especulativas, ou seja, mera transferência de propriedade, sem significar novos

o aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade no preço dos ativos. Se o desenvolvimento dos derivativos viabiliza maior flexibilidade e proteção ao risco individual, também introduz novos riscos, sobretudo em nível agregado, uma vez que aumenta a fragilidade das instituições financeiras, com profundos riscos de ruptura do sistema.

Estes maiores riscos estão relacionados, em primeiro lugar, às dificuldades de se estabelecer um controle efetivo sobre as instituições e as novas operações. Em segundo lugar, a desregulamentação, com a liberação de taxas de captação e aplicação, juntamente com o aumento da concorrência entre as instituições têm diminuído os *spreads* cobrados. Ou seja, as instituições priorizaram o crescimento das operações financeiras, sem atentar muito para a lucratividade e as margens de segurança. Em terceiro lugar, enfrenta-se o problema do comportamento do mercado de títulos. Como as instituições financeiras vêm concentrando suas operações em títulos, uma queda generalizada em seus preços pode colocar em risco toda a solvabilidade do sistema. A estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes que neles operam.¹⁰ A crescente concentração dos recursos em fundos coletivos de investimento e o desenvolvimento do sistema informacional tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de "risco de convergência" de opiniões, eliminando o pressuposto que daria uma certa estabilidade do mercado.

A isso se soma o problema da liberalização dos fluxos de capitais num "regime" monetário internacional que tende a ser de câmbio administrado. A rentabilidade dos ativos denominados em diferentes moedas depende tanto da taxa de juros como do comportamento da taxa de câmbio. Na hipótese de livre mobilidade de capitais, em que as taxas de juros de distintos sistemas passariam a convergir, o diferencial de juros entre os países representaria o risco-câmbio.

Com os novos instrumentos financeiros a especulação com câmbio pode ser ampliada devido a menores custos e riscos individuais. Três agentes financeiros privados são participantes importantes destas dinâmicas especulativas. Em primeiro lugar, existem os Global Hedge Funds, investidores que reúnem montantes de capital privado para se engajarem em posições altamente alavancadas, possuem menores massas de capital que os demais participantes e trabalham com pequeno capital próprio. Estes são os especuladores por

empreendimentos. O problema, como colocava Keynes (1936), está em quando a especulação assume uma dinâmica muito forte, perdendo qualquer relação com a realidade, e o "empreendimento torna-se subproduto das atividades de um cassino". Neste ponto a especulação torna-se nociva e o mercado de capitais deixa de ter qualquer importância em termos de acumulação de capital e de eficiência econômica.

(10) Depende de que a cada momento existam aqueles que esperam que o preço esteja baixo, e por isso entram comprando, e aqueles que acham que o preço está muito alto e, por isso, entram vendendo. É esta diversidade de comportamento e de expectativas, os *bullish* e os *bearish*, que permite uma certa estabilidade do sistema.

excelência, que funcionam como sinalizadores do mercado. Nos processos especulativos assumem dois tipos de posição: vendem câmbio futuro das moedas vulneráveis, usando seu capital apenas para cobrir variações na margem, e estabelecem posições em juros nestas mesmas moedas antecipando-se ao declínio dos juros pós-desvalorização, uma vez que está implícita na estratégia das autoridades monetárias a elevação dos juros para defender a moeda.

Os investidores institucionais - fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras - e as próprias empresas (corporações) representam o segundo participante importante na dinâmica especulativa. Enquanto os *hedge funds* são os sinalizadores do mercado, estes são os determinantes do movimento, isto é, os agentes que concentram a grande massa de recursos e determinam o resultado. A administração dos fundos concentra-se nas mãos de profissionais que têm acesso cada vez mais rápido às informações. E, como dizia Keynes, é melhor errar com o mercado que vencer contra ele. Assim, quando recebem sinais negativos, os administradores desses fundos tendem a fazer vendas maciças da moeda ameaçada, tornando a defesa da paridade cambial praticamente inviável e muito custosa para os bancos centrais.

Nestes momentos cruciais entra o sistema bancário, o terceiro participante do processo especulativo. Seu papel consiste em prover crédito àquelas instituições que procuram liquidar posições longas em moedas vulneráveis, fornecer *hedge* para estas posições ou estabelecer posições abertas de curto prazo nessas divisas. Ou seja, a dinâmica especulativa acaba sancionada pela liquidez fornecida pelos bancos aos principais agentes ativos.

Para os bancos centrais, a questão-chave torna-se a oferta potencial de reservas internacionais diante do volume de recursos disponíveis aos especuladores. As fontes de reservas destes são o estoque existente (limitado) e os empréstimos internacionais, quer sejam privados ou oficiais. Neste sentido, as oportunidades de sucesso das intervenções oficiais nos mercados de câmbio serão tanto maiores quanto maiores forem as reservas próprias e as colaborações dos bancos centrais dos demais países.

Inicialmente, os mecanismos de defesa da paridade cambial incluem, em geral, elevações nas taxas de juros. Esta medida, no entanto, só será efetiva se as autoridades monetárias conseguirem convencer o mercado de que manterão a taxa de câmbio estável, independentemente de seus custos. Esta estratégia implica vários problemas: o impacto dos juros sobre o produto e o emprego, o impacto sobre os agentes (famílias, empresas) endividados, a questão do déficit público, a própria viabilidade do sistema financeiro. Enfim, os distúrbios e os custos desencadeados pela estratégia tornam a própria elevação dos juros antifuncional. Os riscos se ampliam de tal modo que elevações adicionais nas taxas de juros não conseguem atrair novos capitais e/ou evitar a fuga da moeda sob pressão de desvalorização.

Diante das enormes dificuldades assinaladas em sustentar uma taxa de câmbio frente a movimentos especulativos típicos no atual sistema financeiro internacional, as discussões em torno de um reordenamento do SMI voltam a ganhar importância.

3. As propostas de reordenamento do sistema monetário internacional

3.1. Uma união monetária internacional - as propostas de McKinnon e de Cooper

McKinnon (1988:100) defende um novo sistema monetário fundado em taxas de câmbio fixas entre as principais moedas - o dólar, o iene e o marco alemão. Em suas palavras, "a filosofia econômica implícita na proposta estaria mais próxima àquela de um padrão ouro sem ouro¹¹ que de Bretton Woods".

O diagnóstico subjacente é que as variações das taxas de câmbio *não* são o resultado de um processo de ajuste para equilibrar os fluxos monetários decorrentes da balança comercial. Na sua opinião, as flutuações das taxas de câmbio são causadas pela volatilidade das preferências por ativos monetários. Diante disso, a solução proposta para enfrentar a instabilidade dos portfólios em dólar, iene e marco seria que "o Federal Reserve, o Banco do Japão e o Bundesbank anunciassem, conjuntamente, que doravante os três adeririam a um padrão monetário comum" (McKinnon, 1988:87). Procurar-se-ia, de fato, igualar as condições das três áreas monetárias, através da aproximação da paridade do poder de compra (PPC) nas três moedas.¹²

Para se chegar a este novo padrão monetário comum, haveria um período transitório de ajuste nas três economias. Estabelecer-se-iam taxas de câmbio nominais fixas entre iene/dólar, marco/dólar e marco/iene e a meta da taxa de paridade de poder de compra, deixando que, através de distintos níveis inflacionários, se alcançasse a PPC nas três economias.¹³ Supõe-se que, com taxas de câmbio nominais conhecidas e fixas por um período indeterminado, o processo de arbitragem internacional e a coordenação monetária entre os três países assegurariam uma convergência dos níveis inflacionários. Uma vez alcançada esta convergência, poder-se-ia instalar definitivamente o padrão monetário comum.

(11) *An international gold standard without gold.*

(12) A PPC é considerada uma taxa de câmbio de equilíbrio entre duas economias, que estaria determinada pela comparação do nível de preços nominais dos bens comerciáveis internacionalmente entre elas.

(13) Como os ajustes dos preços e salários somente ocorrem com uma certa defasagem no tempo, recomenda-se que a taxa de câmbio real possa flutuar, inicialmente, em torno de uma margem de mais ou menos 10%, para facilitar o estabelecimento do preço único. Neste período, também se recomenda que as metas para as taxas de câmbio sejam estabelecidas um pouco abaixo daquelas pretendidas para a igualação da PPC (McKinnon, 1988).

Neste momento, "os bancos centrais dos três países ajustariam de forma simétrica suas ofertas monetárias internas de modo a manter, concomitantemente, o patamar das taxas nominais de câmbio e das taxas de inflação domésticas próximas da inflação dos bens transáveis internacionalmente" (McKinnon, 1988:87), ou seja, alcançar-se-iam taxas de câmbio reais e nominais fixas. Dessa maneira, como as taxas nominais e reais futuras permaneceriam as mesmas, a especulação em torno de qual política monetária seria mais ou menos inflacionária perderia a razão de ser e eliminar-se-ia a fonte relevante da instabilidade da preferência internacional por ativos monetários.

Neste padrão, para garantir a estabilidade das taxas de câmbio, a política monetária deve cumprir dois requisitos. "Em primeiro lugar, cada banco central deve abdicar do poder discricionário que lhe permite aumentar seu nível de preços internos a uma taxa distinta daquela acordada pelo grupo no padrão monetário comum. Em segundo lugar, os bancos centrais do sistema precisam estar dispostos a contrabalançar os impactos diferenciados nos portfólios derivados de choques reais em nível internacional, para impedir uma ruptura acidental da taxa de câmbio nominal e do nível de preços de qualquer um dos países do sistema" (McKinnon, 1988:88).

Neste enfoque analítico de McKinnon (1988:93), os ajustes no setor externo dar-se-iam basicamente pelas transferências de moedas e capitais entre os três países do sistema, promovidas pela coordenação das políticas monetárias entre eles. "Para manter as taxas de câmbio - potencialmente voláteis - dentro de seus limites preestabelecidos, os três bancos centrais devem controlar os níveis relativos das taxas de juros de curto prazo, semanalmente ou mesmo diariamente. Através de operações de *open market* (ou redesconto), o país com moeda fraca elevaria as taxas de juros de curto prazo para atrair capital do exterior e o contrário ocorreria com os países de moeda forte. Dada a credibilidade nas paridades oficiais, pequenas mudanças nas taxas de juros atrairiam (ou afastariam) capitais de curto prazo em volume suficiente para equilibrar o mercado de câmbio".

Com esta política monetária comum, uma intervenção direta nos mercados cambiais somente seria necessária em casos críticos, como os de turbulências extraordinárias nos mercados financeiros. E, neste caso, para ser efetiva, a intervenção deveria ser absolutamente simétrica. Por exemplo, se o Banco do Japão interviesse no mercado para sustentar a moeda norte-americana, comprando dólares e vendendo ienes, a base monetária norte-americana deveria contrair-se à mesma proporção que a base monetária japonesa se expandisse, implicando o reequilíbrio das taxas de juros relativas entre os dois países.

Diante do pleno funcionamento deste ajuste automático, os agentes especuladores entenderiam perfeitamente "as novas regras do jogo" - com informações claras sobre as intenções comuns dos principais bancos centrais - e,

assim, os fluxos de capitais privados de curto prazo alterariam seu comportamento, inclusive passando a ajudar na estabilização das taxas de câmbio. McKinnon (1988:102) até avalia que, se os EUA, o Japão e a Europa estabelecessem um padrão monetário comum deste tipo e fossem bem sucedidos na administração conjunta de suas bases monetárias, "a maioria dos outros países (sem inflação crônica) decidiriam voluntariamente atrelar suas próprias taxas de câmbio ao dólar, marco ou iene".

Uma outra proposta de reforma do SMI, que aponta na direção de uma união monetária, é a sugestão de Cooper (1987:259) de "criação de uma moeda única para todos os países industrializados, com uma política monetária comum e um Banco de Emissão Comum responsável pela gestão da política monetária". Esta proposta, conhecida por "soberania monetária conjunta",¹⁴ foi apresentada pelo autor no quadragésimo aniversário da Conferência de Bretton Woods, em 1984.

Cooper, da mesma maneira que McKinnon, considera que o problema consiste na instabilidade das decisões de portfólio, causada pelas flutuações das taxas de câmbio. Como, na sua opinião, a gestão da política macroeconômica não exerce uma influência decisiva sobre as expectativas que movimentam as decisões de portfólio, se torna necessário eliminar as flutuações das taxas de câmbio através da emissão de uma única moeda, que seria simultaneamente de circulação interna e internacional.

À diferença de McKinnon, a proposta de Cooper não se baseia num processo de ajuste a uma situação de equilíbrio a partir da qual se manteriam as variáveis fixas. Cooper parte da situação relativa vigente entre os países, transferindo a uma instância supranacional a gestão monetária, para evitar que o poder de senhoriação possa ser utilizado abusivamente em favor do país emissor da moeda de circulação internacional.

A autoridade supranacional consistiria num Banco de Emissão (Bank of Issue), que exerceria todas as funções de um banco central e no qual se projetariam os poderes relativos dos distintos Estados Nacionais. O conselho diretor deste banco, responsável pela gestão monetária global, seria composto por representantes dos Estados (provavelmente ministros das Finanças), cujo poder relativo estaria dado pelo peso do PNB do país no PNB do conjunto dos países da união monetária, sujeito a revisões periódicas.¹⁵ Assim, nenhum país deteria sozinho o controle da política monetária, embora os Estados majoritários mantivessem um maior poder de influência.

Na sua proposta, as moedas nacionais dos países industrializados seriam substituídas por uma única moeda, cujo controle de emissão ficaria nas mãos

(14) *Pooling of monetary sovereignty*.

(15) Na realidade, o projeto de Cooper se baseia na experiência da estrutura federativa do Federal Reserve norte-americana.

deste Banco de Emissão supranacional. Num primeiro momento, a moeda supriria os países, via operações de *open market*, na proporção de seus PNBs no PNB global. "No entanto, com o passar do tempo esta restrição de liquidez provavelmente seria superada conforme os mercados financeiros se desenvolvessem e os títulos emitidos pelos diversos Estados Nacionais se tornassem perfeitos substitutos entre si. Além disso, a gestão da liquidez também poderia ser afetada por meio de operações de redesconto com os títulos dos governos em mãos do Banco de Emissão. Na opinião de Cooper (1987), o ponto-chave é que o controle monetário - emissão de moeda e de crédito de reserva - estaria nas mãos do Banco de Emissão e não mais nas mãos de nenhum governo nacional, não importando a origem e natureza da nova moeda.

Além de sua função de emissor da nova moeda, o Banco de Emissão também deveria exercer seu papel de prestador de última instância e de regulador do sistema financeiro, sendo este último implementado e operacionalizado através das autoridades locais.

Em que este sistema se diferencia da situação vigente? Em primeiro lugar, do ponto de vista dos países, seus poderes de senhoriação se manteriam na proporção em que seus títulos fossem adquiridos pelo Banco de Emissão e eles recebessem a nova moeda. Se o critério de distribuição relativa fosse o PNB, com certeza os EUA perderiam posição relativa e o Japão ganharia, pois na atualidade há muito mais dólares e muito menos ienes em circulação, frente às suas posições relativas em termos de PNB. Em segundo lugar, os países abdicariam de seu poder discricionário sobre a política monetária. Haveria uma transferência desta política para uma entidade supranacional, sobre cujas ações os Estados Nacionais poderiam influir, mas não teriam mais poder absoluto. Assim, o limite do financiamento monetário destes governos passaria a estar dado pelas operações de *open market* junto ao Banco de Emissão supranacional e não seria mais irrestrito. Por último, todo o processo de arbitragem sobre as flutuações das taxas de câmbio não existiria mais, na medida em se estaria operando num sistema monetário único, com uma só moeda.

É interessante perceber como importantes *policy makers* nos próprios países industrializados avaliaram estas propostas. Volcker (1993:351-2), ex-presidente do Federal Reserve, à primeira vista, parece concordar com as propostas de uma união monetária internacional. Diante da instabilidade dos mercados financeiros após 1973 "a opção mais lógica seria a restauração de um sistema de taxas de câmbio fixas, com valores nominais específicos e com as regras do jogo sob o controle rígido de uma organização internacional - um Bretton Woods modernizado. Na sua essência, foi isso que o Comitê dos Vinte discutiu durante alguns anos no início da década de 70.Uma alternativa teórica também seria a criação de um banco central mundial, capaz de emitir a sua própria divisa e de fazer cumprir as regras acordadas. Embora o FMI já pudesse exercer

algumas dessas funções de uma forma embrionária, o faria dentro de um campo de ação muito mais restrito do que um verdadeiro banco central".

Entretanto, o próprio Volcker (1993:351-2) revela que não está minimamente convencido de "que estas disposições constituam uma possibilidade prática no mundo muito complicado dos dias atuais". Mais precisamente, a idéia de os governos soberanos delegarem tamanha autoridade a um banco central supranacional e renunciarem à autonomia das políticas monetárias, ou mesmo de os mercados realizarem suas operações em uma moeda internacional, "simplesmente não produz hoje, e não vai produzir nos próximos anos, uma base realista para o planejamento, por mais atraente que essa idéia seja do ponto de vista intelectual".

Para Volcker (1993:352), uma alternativa *viável* para se manter um sistema de taxas de câmbio fixas origina-se na experiência do SME. "A Comunidade Européiaobteve êxito ao pôr em funcionamento durante mais de uma década um sistema de taxas de câmbio fixas.Esse êxito tornou-se possível porque dentro dessa área existiu, de fato, uma potência econômica dominante e uma divisa predominante - a Alemanha Ocidental e o marco alemão.valores de moeda fixos entre os países europeus são um complemento crítico para um mercado comum economicamente unificado, dependendo para o seu funcionamento de grandes fluxos de comércio entre os seus membros. Enquanto a economia alemã se mantiver forte e a sua divisa continuar a ser um bastião das divisas dos outros membros do sistema e da Comunidade Européia, pareceria valer a proteção contra a inflação e a instabilidade".

Volcker (1993:353-4) reconhece, contudo, que a dificuldade básica de um sistema baseado na liderança de um país constitui a forte dependência dos vários países das políticas e decisões de um único país e de um único banco central nacional - no caso da União Européia, o Bundesbank. Por isso, "os membros da Comunidade, numa perspectiva de longo prazo, consideram necessária e adequada a orientação para uma responsabilidade coletiva em relação às decisões que afetam as taxas de juros, a política monetária e, conseqüentemente, a direção econômica da região européia como um todo". Foi essa perspectiva que fez a Comunidade trabalhar no sentido da constituição de um banco central regional e de uma moeda comum. Sabe-se, porém, que a adoção da moeda comum está condicionada a rigorosos critérios de convergência nos níveis de inflação, déficits orçamentários e taxas de juros nos países membros da Comunidade. Tudo isso "suscita perguntas interessantes sobre a coordenação de políticas orçamentárias nacionais com uma única política monetária e, finalmente, sobre a forma adequada de responsabilidade pública e política".

O próprio Cooper (1987:270), autor da proposta de "soberania monetária conjunta", reconhece que provavelmente não será possível, nem mesmo dentro de algumas décadas, instituir "um banco de emissão global". Na opinião deste *policy*

maker, ao mesmo tempo em que o presente arranjo monetário internacional não sofre graves perigos de um colapso iminente, tampouco garante uma mínima estabilidade no longo prazo. Isso porque, com a crescente interpenetração das estruturas produtivas e a globalização financeira, os movimentos nas taxas de câmbio serão altamente instabilizadores para os lucros, produção e emprego em qualquer região do mundo. Além disso, como os fatores financeiros continuarão predominantes nas determinações das taxas de câmbio de curto prazo, conclui “*que precisaremos de um sistema confiável de taxas de câmbio fixas, se pretendemos preservar um sistema financeiro e comercial livre e aberto. Taxas de câmbio fixas podem ter maior credibilidade se as transações internacionais ocorrerem em uma moeda única (universal). Entretanto, uma moeda única somente é possível se existir de fato uma única política monetária e uma única autoridade emissora de moeda e gestora da política monetária*”.

Como isso parece pouco provável no curto prazo, Cooper (1987) sugere que se apliquem algumas medidas intermediárias. Neste sentido, apóia a proposta das bandas de flutuação (discutida mais adiante) e a intensificação dos processos de consulta entre os principais países industrializados no que se refere à gestão das políticas monetárias. Ao mesmo tempo, Cooper (1987:271) não perde a esperança de avançar na organização do Banco de Emissão, só que restrito a um pequeno conjunto de países centrais em relação ao sistema. "Parece plausível apostar num Banco de Emissão relacionado a um grupo de países democráticos, que constituiria o cerne de um sistema internacional".

3.2. A proposta de *flexible target zones for exchange rates* de Williamson

A essência da proposta de Williamson (1987) de *flexible target zones for exchange rates* consiste no acordo entre os três principais países industrializados - EUA, Japão e Alemanha - a respeito de algumas regras e metas que limitem as flutuações das taxas de câmbio. Sua proposta parte, na realidade, da experiência de coordenação *ad hoc* que estes países implementaram em meados dos anos 80¹⁶ e pretende que esta experiência seja aprofundada por meio de um compromisso mais efetivo por parte dos países.

A proposta consiste na negociação de uma estrutura de paridades cambiais entre as três moedas - iene, dólar e marco - que reflita uma taxa de câmbio real efetiva de equilíbrio para os três países. Entende-se como taxa de equilíbrio aquela que, no médio prazo, permita conciliar uma situação de equilíbrio interno e externo nestes países. O autor define como equilíbrio interno a mínima taxa de desemprego consistente com o controle do processo inflacionário

(16) Esta coordenação permitiu a desvalorização ordenada do dólar no período 1985-87, eliminando o risco de uma crise de confiança em relação a esta moeda naquele momento.

e, como equilíbrio externo, uma situação na conta de transações correntes que seja simultaneamente segura e coerente em relação ao ritmo de expansão da economia e ao desempenho da produtividade.

O autor reconhece que estes conceitos envolvem um certo grau de subjetividade e, conseqüentemente, permitem interpretações díspares pelos diferentes governos. No entanto, insiste que "ambos provisionam critérios suficientemente bem definidos para fundamentar as tecnocracias internacionais na elaboração de um acordo" (Williamson, 1987:202). A definição destas metas depende de uma substantiva negociação entre as autoridades norte-americanas, japonesas e alemãs, o que, por sua vez, supõe predisposição política para levar este processo adiante.

Uma vez estabelecida a estrutura de paridades cambiais, o compromisso básico dos países envolvidos seria administrar as políticas macroeconômicas de modo a limitar os desvios das taxas de câmbio das metas acordadas e, sobretudo, impedir que ultrapasassem o intervalo de mais ou menos 10% em torno do alvo. Esta gestão das políticas macroeconômicas se fundamentaria nas seguintes regras básicas:

- a) o nível médio das taxas de juros reais deveria ser aumentado (ou diminuído) se o crescimento agregado da renda nominal ultrapasasse (ou ficasse abaixo de) a soma da meta de crescimento da renda nominal para os países integrantes;
- b) as diferenças nas taxas de juros entre os países deveriam ser revistas, quando necessário, para limitar as variações das taxas de câmbio das metas estabelecidas;
- c) as políticas fiscais domésticas deveriam ser redefinidas em função das taxas de crescimento da renda nominal acordada.

Fica muito claro na proposta de Williamson (1987:202) que a coordenação da política econômica entre os três países se basearia essencialmente na política monetária, especificamente no manejo das taxas de juros. A política fiscal aparece como secundária e subordinada aos ditames da política monetária. Em situações em que "alterações na política monetária ameaçassem o equilíbrio interno, também seria necessário recorrer à política fiscal para fazer um ajuste compensatório". Além disso, na opinião do autor, se o mercado estiver ciente de que as autoridades estão dispostas a alterar as taxas de juros para monitorar as taxas de câmbio, a intervenção no mercado de câmbio também pode ser um instrumento suplementar efetivo para estabilizar as taxas.

Williamson, também prevê que os países revejam a meta da estrutura de paridades das taxas de câmbio reais efetivas para acomodar o impacto de mudanças estruturais sobre os preços, tais como alterações na produtividade nos setores de bens comerciáveis internacionalmente e choques externos. No entanto, à diferença de McKinnon (1984), nessa proposta somente a meta das taxas de câmbio reais efetivas se manteria fixa. As taxas de câmbio nominais sofreriam ajustes em função de distintos comportamentos da inflação nos três países.

Em suma, na opinião do próprio autor, este sistema de taxas de câmbio, flexíveis mas acordadas, seria uma alternativa mais plausível que o regime de taxa de câmbio fixa ou flutuante, pois tornaria possível "restringir desalinhamentos e fornecer um caminho para a coordenação política, visto que exigiria um acordo em torno das margens de flutuação, que por sua vez demandaria um grau de compreensão mútua sobre os objetivos de política econômica". Ademais, "permitiria que, através da flexibilidade, as taxas de câmbio preenchessem as suas quatro funções sociais genuínas: harmonizar diferentes taxas de inflação (graças ao mecanismo de ajuste automático das taxas de câmbio nominais para manter as margens de flutuação invariáveis em termos reais); facilitar ajustes dos balanços de pagamentos (ao alterar a taxa de câmbio real em resposta a variações na produtividade); permitir um grau de independência para as políticas monetárias anticíclicas (graças à amplitude da margem pré-fixada); e absorver choques especulativos (através da amplitude e flexibilidade das margens pré-fixadas)" (Williamson, 1987:203).

A proposta das bandas de flutuação para as taxas de câmbio ocupa, sem dúvida, o maior espaço no debate em torno da reforma do SMI. Os aspectos em discussão nessa proposta podem ser classificados em dois grandes grupos.

Num *primeiro*, estariam todas aquelas sugestões de autores que, em princípio, consideram essa proposta a mais adequada nas atuais condições, debatendo aspectos específicos ou fazendo considerações para aperfeiçoá-la:

- os ativos de reserva internacional

A partir da manutenção do marco, dólar e iene como principais ativos monetários de circulação internacional, a ampliação do papel de um ativo cuja emissão não estaria sob controle direto destes países (por exemplo os DES), não é considerada um aspecto central pelos analistas dos países industrializados.

Alguns pesquisadores do Fundo Monetário Internacional, tais como Frenkel, Goldstein e Masson (1991:21) aceitam a proposta de "bandas de flutuação", mas sugerem que os Direitos Especiais de Saque (DES) se transformem no principal ativo de reserva para aperfeiçoar o funcionamento e a estabilidade do sistema monetário internacional. Contudo, por ser contrário ao interesse dos principais países industrializados *ampliar* o papel de um ativo de reserva efetivamente internacional como o DES, *nos moldes como opera atualmente*,¹⁷ o debate se concentra na permissão para que este ativo possa ser integrado ao circuito da dinâmica dos capitais privados. Neste sentido, Cooper (1987:276) sugere que "as funções dos DES, como moeda internacional, seriam

(17) Os DES, desde que foram criados, têm um papel menor na circulação internacional e servem como base de financiamento compensatório não-condicionado do FMI. Por isso, a ampliação de seu volume interessaria, principalmente, aos países em desenvolvimento.

enormemente ampliadas se pudessem ser manipulados pelos setores privados". O argumento subjacente é que os bancos centrais, na maioria dos casos, operam através dos mercados financeiros privados e, portanto, a utilização dos DES por estes mercados facilitaria a interação dos bancos centrais com eles. Cooper também admite que alguns artigos constitutivos do FMI teriam de ser modificados para possibilitar aos setores privados e aos bancos comerciais manterem DES em suas carteiras.

Ao se permitir o acesso dos bancos privados aos DES, na realidade se lhes ofereceria uma nova fonte de financiamento, e os bancos centrais teriam que competir com os agentes privados por estes recursos. Isso fica muito evidente na proposta de Chrystal (1988). Este autor considera interessante a ampliação da disponibilidade dos DES, desde que sejam adquiridos pelas instituições privadas através de leilões. Ele também avalia que a taxa de juros dos DES nestas circunstâncias se elevaria, o que representaria uma desvantagem para os países em desenvolvimento. No entanto, a garantia fornecida pelo FMI poderia manter estas taxas em níveis menores que os das obtidas por muitos países em desenvolvimento nos mercados financeiros privados. Na opinião do autor, na verdade, a principal vantagem para os países em desenvolvimento derivaria do fato de que a quantidade de empréstimos em DES não seria mais limitada às quotas. Estes países, além da quota junto ao FMI, que inclusive poderia ser ampliada com o tempo, teriam livre acesso a empréstimos em DES do mercado privado, condicionados às suas capacidades de pagamento.

- coordenação macroeconômica e supervisão¹⁸ ampliada das políticas econômicas

O debate em torno da coordenação macroeconômica é interessante, porque dá indícios sobre a postura dos principais países ou regiões frente ao problema. Por um lado se sugere que as metas estabelecidas para as taxas de câmbio de equilíbrio e para as bandas de flutuação sejam de conhecimento público. Na opinião de Volcker (1993:358), "a comunicação oficial de uma zona-alvo influenciaria as expectativas de mercado, ajudando a estabilizar a atividade comercial. Foi essa, sem dúvida, a experiência da Europa, onde as taxas de câmbio são fixas dentro de limites muito restritos". Mas ele também é consciente de que a proposta de bandas de flutuação só será efetiva no processo de estabilização das taxas de câmbio se a "zona-alvo de qualquer dos países ou regiões for realmente tomada a sério quando estiverem decidindo suas políticas econômicas". Ou seja, a essência da estabilização estaria determinada pelo respeito às políticas econômicas acordadas.

(18) *Surveillance*.

Exatamente na área da política econômica, no entanto, é que Volcker (1993:357) parece minimizar os compromissos, pelo menos do ponto de vista institucional e formal. "O tipo de coordenação que prevejo não vai exigir uma estrutura institucional elaborada. De fato, a força do G-5 ou do G-7, na minha opinião, fundamenta-se na sua informalidade e na sua flexibilidade. Não estou convencido de que os esquemas elaborados dos indicadores estatísticos sejam práticos ou de que um secretariado especial fosse particularmente útil. Muito menos, ainda, que favorecesse um processo de procura de compromissos formais na política monetária por meio de um fórum constantemente arrastado pelas pressões políticas. Suspeito fortemente que o resultado disso seria minar a utilidade do único instrumento flexível de política econômica geral que ainda resta, ou seja, a independência e a autoridade dos bancos centrais".

Tanto o Japão como os representantes do FMI pretendem uma formalização maior dos compromissos de política econômica acordados. O ex-vice-ministro das Finanças do Japão, Gyohten, insiste tanto num fórum mais amplo e institucionalizado, para definir a coordenação das políticas econômicas, como numa maior publicidade das metas e decisões acordadas. Chega a sugerir que se institua um "tríunvirato" entre os EUA, o Japão e a Europa, havendo para cada um destes países ou regiões um representante do Banco Central e do Ministério das Finanças. Na opinião deste *policy maker*, as reuniões deste "tríunvirato" também deveriam contar com a presença de um acadêmico e um representante das instituições multilaterais, sobretudo do FMI (Volcker e Gyohten, 1993:365).

Representantes do FMI chegam mais longe no que se refere ao compromisso dos países em implementar uma política econômica específica. Primeiro, sustentam que a coordenação das políticas fiscais seria tão importante quanto a das políticas monetárias. Consideram, ao contrário de Williamson, que a política monetária não deve ser sobrecarregada com todo o peso dos ajustes macroeconômicos e deve ser auxiliada pela política fiscal coordenada. Esta última deveria perseguir objetivos de médio prazo, levando em consideração o emprego e o crescimento econômico.

Goldstein e Isard (1992:25-6) também consideram que "a melhor maneira para fortalecer a disciplina fiscal seria uma combinação de acordos institucionais e pressões entre os países. Acordos institucionais mais fortes e processos políticos mais eficazes são necessários em países com déficits crônicos, ...e maiores pressões dentro da comunidade internacional poderiam talvez atuar como catalisador para reformar as instituições das políticas fiscais nestes países".

O debate em torno da gestão das políticas econômicas acabou indo muito além da preocupação inicial de Williamson com a coordenação das políticas monetárias entre os três países centrais. Acabou estendendo-se a considerações sobre a supervisão multilateral exercida pelo FMI, que é avaliada como muito

desigual, principalmente pelos países em desenvolvimento. "Nas duas últimas décadas houve um considerável fortalecimento das funções do Fundo, no que se refere aos países em desenvolvimento, mas as questões mais relevantes para a economia mundial continuam sendo decididas pelo G-5 ou G-7" (Akyuz, 1992:83-4). Neste sentido, o Grupo dos Vinte e Quatro tem conclamado a uma supervisão, que não se restrinja às políticas cambiais, mas que abarque todo o processo de ajustamento internacional. Existe um consenso entre os países em desenvolvimento de que uma efetiva supervisão requer uma determinação sobre a execução de todas as políticas que afetam o comércio, os fluxos de capitais, o ajustamento externo e o efetivo funcionamento do sistema monetário internacional, sobretudo no que diz respeito às políticas dos principais países da OCDE.¹⁹

- os mecanismos de financiamento

A proposta de Williamson não prevê nenhum mecanismo de financiamento em apoio ao processo de estabilização das taxas de câmbio. Triffin, (1980:136,140), que se dedicou integralmente à discussão e análise da problemática monetária internacional, chama a atenção para a relevância deste mecanismo através da experiência do SME. Na sua opinião, a questão precípua para o êxito do SME consiste no Fundo de Compensação Monetária Européia, que representaria um poderoso mecanismo de financiamento dos desequilíbrios de curto prazo, bem como dos desequilíbrios estruturais. "Como, por princípio, os bancos centrais não acumulam moedas dos países membros como reservas, as intervenções requerem operações de crédito mútuas entre os bancos centrais envolvidos, de sorte que o banco emissor da moeda forte acumule créditos contra o banco emissor da moeda fraca. Os bancos centrais outorgam-se uns aos outros, por meio do Fundo de Cooperação Monetária Européia, financiamento *ilimitado* a curtíssimo prazo para as suas respectivas intervenções, assim como apoio monetário a curto prazo, que posteriormente pode ser complementado com assistência financeira a médio prazo, de acordo com o Conselho da Comunidade Econômica Européia, em condições apropriadas". Na sua opinião, o SME abria a possibilidade de um fortalecimento do Fundo de Compensação Monetária Européia, "que haveria de se transformar em um fundo monetário europeu, que facilitaria a concertação de um manejo e uma intervenção conjunta das taxas de câmbio européias frente ao dólar".

A partir do êxito do SME e de uma maior cooperação com as autoridades dos EUA, Triffin (1980) tinha a expectativa de que se avançasse na discussão do restabelecimento de uma ordem monetária mundial. O mecanismo de

(19) No mesmo sentido, ver Crockett e Goldstein (1987).

financiamento também é um dos aspectos mais enfatizados nas análises de Davidson e Minsky sobre a ordem monetária internacional, e está entre as principais preocupações dos países em desenvolvimento.

- controles sobre os movimentos de capitais de curto prazo

Os impactos disruptivos dos fluxos de capitais especulativos e as dificuldades das autoridades monetárias em conter a volatilidade das taxas de juros e de câmbio consubstanciam os argumentos de alguns autores a respeito da necessidade de se estabelecer algum mecanismo de controle sobre os fluxos de capitais de curto prazo. Triffin (1980:126) já afirmava: "minha tese fundamental é que nem as taxas de câmbio fixas nem as flutuantes podem funcionar satisfatoriamente na ausência de controles internacionais, que unifiquem as restrições sobre a fantástica explosão de liquidez internacional".

Para atenuar os movimentos especulativos e permitir uma maior autonomia às políticas monetárias nacionais, Tobin (1978:154-8) sugeriu que se instituisse um imposto de 0,5% sobre os fluxos de capitais internacionais de curto prazo. Este imposto incidiria sobre todas as operações de curto prazo do mercado *spot* de câmbio, inclusive contratos futuros e de opções, pelo menos nos países detentores das principais moedas de circulação internacional e no euromercado. Pequenos países industrializados e países em desenvolvimento, formalmente integrados a uma área monetária ou cujas moedas fossem atreladas a uma moeda-chave, poderiam ser isentos mediante autorização do FMI.

Além do impacto positivo decorrente de uma maior estabilidade macroeconômica nos países industrializados, este imposto traria os seguintes benefícios diretos: ajudaria a conter a fuga de capitais, pois aumentaria o custo de transação destes capitais; as receitas provenientes do imposto e que, centralizadas num fundo especial no FMI ou BIRD, poderiam ser canalizadas por estes organismos como créditos para os países em desenvolvimento, compensando as reduções em empréstimos oficiais e transferências bilaterais dos países industrializados; e, finalmente, também poderia mitigar o processo de sobrevalorização das moedas de países em desenvolvimento que muitas vezes decorre da entrada de capitais externos, quando estes países adotam políticas de liberalização comercial e financeira (Félix, 1993).

Félix corrobora e generaliza a proposta de Tobin. Entende que os mercados financeiros estão profundamente integrados através do processo de globalização financeira e, conseqüentemente, não haveria razão para excluir alguns países. Defende assim um imposto, internacionalmente uniforme, sobre todas as operações de câmbio.²⁰

(20) *An internationally uniform transaction tax on foreign exchange transactions* (Félix, 1993:35).

Akyuz (1992) está totalmente de acordo com as considerações de Tobin e Félix. Entretanto, também admite que a questão das restrições aos movimentos de capitais de curto prazo permanece extremamente controversa. Na sua opinião, as resistências a tais medidas baseiam-se em duas premissas. Por um lado, que as medidas não seriam eficazes para conter os fluxos especulativos e, por outro lado, que resultariam em ineficiências na alocação internacional de recursos, pois seria difícil separar os fluxos especulativos dos que respondessem aos fundamentos econômicos. Os defensores desta proposta, no entanto, também são muito claros quanto ao seu objetivo e escopo. Explicitam que as regulamentações e restrições aos fluxos e às transações financeiras deveriam *complementar* políticas macroeconômicas apropriadas, e não constituir-se em substitutos destas últimas. As regulamentações e restrições seriam utilizadas somente com o propósito de reduzir a capacidade dos mercados de criarem e propagarem turbulências.

O *segundo* conjunto de aspectos em discussão sobre a proposta "bandas de flutuação para as taxas de câmbio" refere-se às críticas, que são basicamente de duas ordens. Uma se baseiam em divergências quanto aos fundamentos teóricos que dão sustentação à proposta. Outras são de natureza mais abrangente, derivando essencialmente de uma visão concreta da situação político-econômica vigente no contexto mundial:

- as dificuldades para definir uma taxa de câmbio de equilíbrio

A proposta de Williamson supõe que os três principais países industrializados cheguem a um acordo sobre uma estrutura de taxas de câmbio reais de equilíbrio e somente a revisem, de tempos em tempos, em função de mudanças estruturais. Ainda que não defina esta taxa baseando-se no conceito da PPC, como McKinnon, seu enfoque é muito próximo desta.

A definição desta taxa encontra dificuldades tanto de índole teórica como política. Com relação à primeira, Dornbusch (1988:109) ressalta que, no atual contexto de profundas mudanças tecnológicas e transformações reais, o teorema da PPC explica muito pouco dos ajustes efetivos nas taxas de câmbio. "A idéia de que o teorema da paridade do poder de compra rege as taxas de câmbio só seria correta num mundo onde o equilíbrio dos preços relativos permanecesse estável. Entretanto, os produtos norte-americanos e japoneses não são substitutos perfeitos. Por isso, a lei de *preço único* e a arbitragem internacional são questões irrelevantes. No mundo contemporâneo, onde o extraordinário desenvolvimento tecnológico da indústria japonesa está conquistando novos mercados, introduzindo novos produtos e experimentando choques de preços favoráveis nas suas exportações, ocorrem ajustes nas taxas de câmbio independentemente do teorema da paridade do poder de compra".

Gyohten, por sua vez, ressalta as dificuldades de ordem política para se negociarem tanto metas de taxas de câmbio como alterações das mesmas em função de mudanças estruturais. Primeiro, existe um problema de definição propriamente dito. "É possível descobrir uma taxa de câmbio equilibrada entre essas três divisas? Essa taxa deveria satisfazer não apenas seus três interesses nacionais, mas também deveria ser internacionalmente compatível para poder ser mantida". Além disso, como os movimentos de capitais influenciam as taxas de câmbio, "existe um perigo quase constante de errar o alvo", sobretudo no atual sistema financeiro desregulamentado e globalizado (Volcker e Gyohten, 1993:363-4).

Segundo, "será que as taxas de câmbio também podem ser tornadas flexíveis para se adaptarem facilmente aos choques e às alterações nos fundamentos econômicos que podem afetar apenas uma das três divisas, como, por exemplo, o efeito sobre o marco decorrente da absorção da Alemanha Oriental? Quando estas coisas acontecem, as taxas de câmbio têm de ser, por vezes, ajustadas. Uma lição a tirar de Bretton Woods é que um novo sistema teria de incluir um mecanismo necessário para realizar esse ajustamento de forma suave e rápida" (Volcker e Gyohten, 1993:363-4). Esse ajustamento supõe mecanismos e regras de financiamento adequados à disposição das autoridades monetárias para intervir de maneira efetiva nos mercados monetários. A proposta das bandas de flutuação, entretanto, desconsidera totalmente esta condição para a estabilização das taxas de câmbio, seja frente aos movimentos especulativos, seja para ajustes de natureza estrutural.

- dúvidas quanto à capacidade de eliminar os processos especulativos

McKinnon (1988:100), a partir de sua concepção teórica de taxas de câmbio nominais e reais fixas, se mostra muito cético quanto à efetividade da proposta de Williamson para estabilizar as taxas de câmbio. Insiste em que o "sistema continuaria vulnerável a movimentos especulativos, no momento em que os investidores internacionais tentassem imaginar como as taxas de câmbio atuais poderiam diferir das do futuro. Taxas de juros nominais, sobretudo de longo prazo, tornar-se-iam bastante susceptíveis às antecipações de quaisquer alterações oficiais nas paridades das taxas de câmbio, mesmo graduais como ocorre com as minidesvalorizações (*crawling peg*). Mais relevante ainda, para decisões de investimento que são tomadas hoje, a moeda interna perderia sua qualidade de padrão estável a longo prazo e de valor internacional, caso as taxas de câmbio (oficiais) fossem modificadas no futuro".

Gyohten, por sua vez, ressalta esta problemática de uma maneira muito distinta, a partir dos interesses divergentes entre os distintos agentes econômicos. "Por um lado, os exportadores preferem a estabilidade, porque podem realizar

programações de longo prazo e antecipar os rendimentos. Por outro lado, os especuladores preferem a volatilidade, porque conseguem realizar ganhos financeiros, por meio da arbitragem entre diferentes taxas de câmbio e de juros (Volcker e Gyohten, 1993:364). Qualquer que seja a natureza do regime cambial que se pretende estabelecer, estes interesses concretos precisam ser considerados e dimensionados, não só para se chegar a um acordo, mas também para poder manter as regras estabelecidas.

- desconsideração da importância da política fiscal

Uma das críticas à proposta de Williamson se refere ao papel secundário da política fiscal no processo de estabilização das taxas de câmbio. O enfoque teórico e a abrangência da política fiscal considerados nestas críticas, no entanto, também são muito diversos.

Para Frenkel (1987:208-10), que parte de um enfoque liberal, a origem do problema não está no sistema monetário internacional, mas exclusivamente no conjunto das políticas macroeconômicas seguidas pelos países. "A volatilidade e o desalinhamento das taxas de câmbio não são as fontes dos desequilíbrios atuais, mas uma manifestação das políticas macroeconômicas predominantes. Fixar ou manipular as taxas de câmbio sem introduzir transformações significativas nas políticas monetárias e fiscais pode não resultar em benefício algum". Na sua opinião, a regra cambial somente deveria ser acordada uma vez que as principais nações tenham restaurado um curso mais sustentável nos orçamentos fiscais. E isso suporia que se decidisse "que país deveria arcar com o ônus do ajuste e que política seria adotada - monetária, fiscal (tributária e de gastos públicos)". Uma vez restabelecido este equilíbrio no nível dos países, a ordem monetária internacional estaria automaticamente reconstituída. Em suma, a questão crucial para Frenkel é a gestão responsável e sincronizada das políticas macroeconômicas nos principais países industrializados e sobretudo de suas políticas fiscais.

Dornbusch (1988:111), desde outra ótica teórica, também entende que uma pré-condição básica para a estabilização das taxas de câmbio seria uma política fiscal coordenada entre os principais países industrializados. Adverte, entretanto, que é neste aspecto que se incorre nas maiores dificuldades concretas para chegar a uma nova ordem monetária, porque os poderes executivos e legislativos nos distintos países se recusam a levar em consideração apenas os aspectos de natureza econômica nas suas decisões de orçamento.

- as dificuldades de superar os desajustes estruturais entre as três principais nações industrializadas

Gyohten, a partir de uma análise realista das relações econômicas internacionais vigentes entre os países industrializados, identifica algumas das principais dificuldades concretas para instituir-se um novo padrão monetário mundial baseado nas três moedas - o iene, o dólar e o marco. Em primeiro lugar, "um problema que surge ao construir-se um sistema baseado nos Estados Unidos, na Alemanha e no Japão, é que nenhum deles possui o poder amplo e hegemônico que a Grã-Bretanha e os Estados Unidos tiveram no passado" (Volcker e Gyohten, 1993:362).

Em segundo lugar, os papéis internacionais relativos das três moedas principais não refletem seus fundamentos econômicos. "O papel do dólar é provavelmente excessivo devido a fatores não-econômicos, tais como o papel da segurança dos Estados Unidos, o papel econômico do seu grande mercado aberto e o uso histórico do dólar no sistema bancário internacional. A discrepância é ainda mais acentuada quando a participação de cada divisa nas reservas internacionais é comparada com os valores para a economia que cada divisa representa. Em 1989, o dólar representava 60% das reservas mundiais, o marco 19% e o iene 9%. Mas, em 1988, o Produto Nacional Bruto (PNB) dos Estados Unidos foi de US\$ 4,9 trilhões e as exportações atingiram US\$ 322 bilhões, em comparação com o PNB do Japão que foi de US\$ 2,9 trilhões e as exportações que atingiram US\$ 265 bilhões, e a Alemanha, que teve um PNB de US\$ 1,2 trilhões e US\$ 323 bilhões de exportações" (Volcker e Gyohten, 1993:362).

Em suma, a discrepância entre o peso das moedas nas reservas internacionais e os fundamentos econômicos dos países constitui um impedimento concreto à consecução de uma relação estável entre estas moedas, a partir da qual se sustentaria o novo sistema monetário. Isso significa que os países emissores das três principais moedas necessitariam, antes de mais nada, ampliar os esforços para ajustar as contas externas, o máximo possível, quer estejam numa situação deficitária, como os Estados Unidos, quer estejam numa situação superavitária, como o Japão. É evidente "que não seria realista esperar que todos chegassem a um equilíbrio zero, mas o esforço contínuo para reduzir esses desequilíbrios estabilizaria o sistema. Devem também continuar a fazer esforços para manter seus mercados de capital e os mercados financeiros abertos e eficientes, o que iria implicar maiores esforços por parte do Japão e da Alemanha que por parte dos Estados Unidos. Com todos esses esforços, criar-se-ia um melhor equilíbrio entre o papel internacional dessas divisas e os fundamentos econômicos dos países que as emitem" (Volcker e Gyohten, 1993:363).

Outra questão pendente, identificada por Gyohten, diz respeito à forma de refinanciamento dos passivos externos, de maneira a garantir uma maior

estabilidade cambial com apoio efetivo dos bancos centrais. Na opinião deste analista, "a não ser que os Estados Unidos concordem em emitir títulos em divisas estrangeiras (DES ou qualquer outro ativo que não seja o dólar) para financiar seus déficits, o Japão e a Alemanha não se comprometerão a exercer uma intervenção por tempo ilimitado, pelo simples fato de que estariam acumulando ativos em desvalorização" (Volcker e Gyohten, 1993:364).

Esta mesma problemática já havia sido levantada por Triffin (1980:140). Uma forma de garantir que as decisões fossem compartilhadas entre os principais países industrializados seria que os EUA "denominassem suas dívidas externas tanto nas moedas dos credores como em dólar, tornando mais atraentes os contratos e reduzindo o risco de perdas cambiais sobre um dólar em depreciação".

Portanto, trabalhar no sentido de uma nova ordem monetária internacional supõe, a partir da análise de Gyohten, começar pelo enfrentamento dos desajustes profundos entre as três principais economias capitalistas, tanto no âmbito comercial como no financeiro. As propostas até aqui apresentadas desconsideram esta questão, supondo, conseqüentemente, que estes desajustes seriam automaticamente superados com o estabelecimento das regras acordadas.

- a não-neutralidade da moeda

Davidson (1992/93:168) concentra suas críticas à proposta de Williamson, da mesma maneira como à de McKinnon, no fato de incorporar os pressupostos da teoria quantitativa da moeda. "Qualquer análise baseada na teoria quantitativa requer a aceitação do axioma da *neutralidade da moeda*, de modo que o nível de preços seja o resultado conjunto das forças monetárias que determinam a renda nominal e das forças produtivas que determinam a renda real".

Ressalta que a neutralidade da moeda implica a visão de que o processo de ajuste é automático e se realiza através das livres forças do mercado. Na sua opinião, na proposta de Williamson este enfoque ainda prevalece. Isso porque, embora Williamson considere que o processo de ajuste via mercado seja relativamente gradual, a intervenção das autoridades se restringe aos ajustes nas taxas de câmbio e na demanda nominal.

A partir do enfoque teórico da não-neutralidade da moeda, Davidson (1992/93:175) se opõe frontalmente à lógica da proposta de Williamson. "Não acreditamos ser possível confiar em um sistema de *laissez-faire*, operando sob regras que, sozinhas, assegurariam a existência e a consecução do equilíbrio de pleno emprego. Achamos mais prudente projetar um sistema que controla e coordena os ajustes entre consumo, investimento doméstico e a conta corrente para contrabalançar os efeitos deletérios, que podem surgir de diferenças nacionais entre poupança, investimento e elasticidade renda da demanda para importações e exportações".

Em suma, Davidson critica a proposta de Williamson a partir de seus fundamentos teóricos e infere que ela não cumpriria com o objetivo último de um padrão monetário internacional, qual seja, garantir a expansão da renda e do emprego em nível mundial. Inclusive vai além em seu argumento, sugerindo que essa proposta perpetuaria ou agravaria os desequilíbrios reais vigentes entre os países.

3.3. A proposta de Davidson de criação de uma Unidade Monetária de Compensação Internacional²¹

Davidson (1992/93), baseado no enfoque teórico keynesiano, elaborou uma proposta de regras e instrumentos para o SMI a partir de uma preocupação muito mais ampla. Em sua opinião, o SMI deveria garantir a expansão e prosperidade econômica em nível mundial. Para cumprir com este objetivo último, o sistema deveria ser capaz de criar, manter e distribuir um volume adequado de ativos de reserva (liquidez internacional) que sancionasse a expansão equilibrada da produção e dos fluxos internacionais. Ou seja, Davidson supõe um sistema de pagamentos internacional, cabendo à(s) autoridade(s) monetária(s) a regulação da liquidez e a intervenção neste sistema, para evitar que os desajustes se aprofundem e para tratar de superá-los.

Com as regras que constituiriam uma nova ordem monetária internacional, Davidson pretende basicamente:

- a) evitar problemas de deficiência de demanda, decorrentes de um excessivo entesouramento, ou de uma drenagem de reservas do sistema monetário internacional, por parte de um ou mais países;
- b) criar um mecanismo automático que imponha aos países superavitários um maior esforço de ajuste nos desequilíbrios de balanço de pagamentos;
- c) munir cada país (ou grupo de países) com instrumentos que permitam monitorar e/ou controlar os movimentos internacionais de capitais; e
- d) garantir a expansão da liquidez internacional na medida justificada pela capacidade produtiva mundial.

A nova ordem monetária internacional sugerida por ele se baseia na instituição de um sistema de pagamentos e de compensação internacional, com regras de ajuste previamente acordadas pelos países e com possibilidade de controle dos movimentos de capitais privados, pelos bancos centrais nacionais.

Para isso, criar-se-ia uma unidade monetária internacional, chamada Unidade Monetária de Compensação Internacional (IMCU), que serviria como unidade de conta e exclusivo ativo de reserva na geração da liquidez

(21) *International Money Clearing Unit (IMCU)*.

internacional. Somente os bancos centrais poderiam transacionar e reter IMCUs, estando o acesso a esta unidade monetária internacional vedado ao público.

Todos os bancos centrais, quer sejam de países ou de uma área monetária unificada, se comprometeriam a realizar a conversibilidade, para sua moeda interna, de depósitos de IMCUs disponíveis junto à Agência de Compensação Internacional (a câmara de compensação para as IMCUs). Quanto à conversibilidade na direção contrária, Davidson (1992/93:159) propõe que "cada banco central estabeleça suas próprias regras quanto à disponibilidade de dinheiro estrangeiro para os agentes privados, que seria viabilizada através de transações de compensação de IMCUs".

Como todos os bancos centrais garantiriam a conversibilidade unilateral (da IMCU para a moeda nacional) somente junto a outros bancos centrais e à Agência de Compensação Internacional e seu único ativo de reserva seria a IMCU, alcançar-se-iam simultaneamente dois objetivos importantes. Por um lado, não poderia haver qualquer drenagem de reservas do sistema, impedindo assim o processo de entesouramento privado. Por outro lado, todas as transações internacionais privadas seriam compensadas através da IMCU e, conseqüentemente, passíveis de controle.

Davidson (1992/93:164), consciente das resistências geradas pelo controle sobre os movimentos de capitais internacionais, tentou tornar sua proposta mais palatável, sugerindo a formação de áreas monetárias. "Se algum governo tiver objeções à idéia de que as disposições da IMCU permitam-lhes limitar a livre movimentação dos capitais, então esta nação está livre para se juntar a outras nações com postura similar, formando uma união monetária regional, assegurando, desta forma, um livre fluxo de recursos entre os residentes da união monetária". Isso, no entanto, não afasta a proposta do controle potencial das autoridades monetárias sobre os fluxos internacionais dos capitais privados.

Os contratos vigentes no interior de uma economia nacional ou área monetária comum continuariam a ser denominados em qualquer uma das moedas permitidas pela legislação local (inclusive estrangeiras) e aceitas pelas partes contratantes. Todavia, "os contratos a serem *liquidados* em moeda estrangeira exigiriam algum compromisso prévio do banco central quanto à disponibilidade desta moeda no momento do vencimento da obrigação" (Davidson, 1992-93:159, grifo nosso).

A taxa de câmbio entre as moedas nacionais e a IMCU seria fixada por cada país tendo inicialmente como base paridades vigentes, talvez com algumas pequenas modificações.²²

(22) "O sistema seria iniciado com as paridades vigentes das taxas cambiais nominais, a fim de não romper as relações comerciais existentes (por exemplo, contratos monetários, investimentos reais em andamento), meramente para colocar em andamento um novo sistema" (Davidson, 1992/93:170).

Além da substituição das moedas nacionais por um ativo de reserva fiduciário internacional e de um potencial controle sobre os fluxos de capitais privados, a proposta de Davidson se diferencia também das propostas analisadas previamente no que diz respeito aos mecanismos de ajuste. Não existe nesta proposta meta alguma de coordenação das políticas macroeconômicas. Entretanto, a imposição do ajuste dar-se-ia essencialmente através de critérios, previamente acordados, para a eliminação articulada de posições superavitárias e deficitárias nas contas externas dos países.

Deveria existir um sistema de saque a descoberto que permitisse a transferência de recursos de curto prazo - depositados na Agência de Compensação Internacional e não utilizados por nações credoras - para um país com carência de divisas. As condições destes empréstimos de curto prazo seriam definidas por esta mesma agência. No mesmo sentido, estabelecer-se-ia um mecanismo que encorajasse e/ou pressionasse as nações credoras a gastarem excessos²³ de saldos de divisas acumulados por meio de superávits em conta corrente. Estes saldos poderiam ser gastos de três diferentes formas: por meio da compra de bens e serviços produzidos por qualquer país pertencente ao SMI, isto é, por meio do aumento das importações, fazendo-se, portanto, o ajuste via balança comercial e de serviços não-fatores; por meio de investimentos diretos em outros países, ou seja, realizando o ajuste via conta de capitais; e/ou por transferências unilaterais, constituindo ajuda estrangeira aos países deficitários. Vale dizer, realizando o ajuste diretamente via balança de transações correntes.

Embora os países superavitários tivessem poder discricionário para implementar o ajuste que mais lhes conviesse, não lhes seria permitido transferir todo o ônus do ajuste aos países deficitários. Ou seja, neste novo sistema, não seria permitido o acúmulo indiscriminado de dívidas entre países, o que significa que o ajuste dos desequilíbrios internacionais não poderia ser feito somente, ou principalmente, por meio de dívidas - a não ser que estas se mantivessem dentro de um certo limite, para não comprometer as contas de transações correntes das nações devedoras no futuro. Nas palavras de Davidson (1992/93:160-1), "o importante é se certificar de que a sobrepoupança contínua dos países superavitários não possa desencadear forças depressivas e/ou um acúmulo de dívida tão sobrecarregante que possa empobrecer a economia global do século XXI.Caso uma nação superavitária não gastasse ou não se desfizesse de algum modo de seu excesso de divisas acumuladas, a Agência de Compensação Internacional confiscaria a parte das reservas considerada excessiva e a distribuiria entre os países deficitários, via transferências unilaterais. Esta distribuição poderia, por exemplo, se dar de acordo com uma fórmula que a

(23) A definição de excesso seria previamente estabelecida através de um acordo na comunidade internacional.

relacionasse diretamente à dívida externa de cada país e, inversamente, a suas rendas *per capita*, ou segundo qualquer outro critério razoável".

Assim, é certo que, sob esta institucionalidade, os países deficitários não mais teriam que deflacionar suas economias (em relação ao padrão de poder de compra internacional, via, por exemplo, desvalorizações cambiais) para ajustá-las externamente, como consequência do acúmulo de reservas pelos países superavitários. Isto porque este sistema procuraria meios para ampliar as oportunidades de vendas externas dos primeiros, ao mesmo tempo em que buscaria constantemente impedir o entesouramento de divisas por parte dos últimos.

Dever-se-ia também dispor de um mecanismo para estabilizar o poder de compra da IMCU, em termos de uma cesta de bens e serviços de cada país membro. Isso suporia uma taxa de câmbio real fixa entre esta unidade e cada uma das moedas nacionais, cuja paridade somente seria modificada se houvesse mudanças permanentes em algum parâmetro de referência.²⁴ Isto garantiria que o poder de compra internacional das reservas (em IMCUs) de cada país fosse, no pior dos casos, sempre mantido, mesmo que um país permitisse a existência de inflação interna. "Por meio da alteração da taxa de câmbio nominal entre as moedas nacionais e a IMCU, a fim de compensar a taxa de inflação doméstica, o poder de compra da IMCU é estabilizado. Por meio da restrição do seu uso aos bancos centrais, a especulação privada com IMCU, como *hedge* contra a perda de valor da moeda nacional decorrente da inflação, é evitada. Assim, a taxa de inflação de cada nação passa a ser determinada exclusivamente pela política governamental com relação ao nível dos salários nominais e das margens de lucro nacionais, *vis-à-vis* os ganhos de produtividade. Desta forma, cada nação está livre para definir alternativas de políticas para estabilizar seu salário-eficiência e, assim, prevenir-se contra a inflação. O sucesso ou fracasso dos países nestas políticas não afetará a IMCU, que nunca perderá seu poder de compra internacional" (Davidson, 1992/93:162).

Quando algum país tivesse ganhos de produtividade e que implicassem queda de seus preços internos, haveria duas possibilidades: ou se valorizaria a moeda nacional frente à IMCU, internalizando todos os ganhos decorrentes do aumento de produtividade, ou se manteria a taxa de câmbio nominal constante, compartilhando o ganho com todos os parceiros comerciais.

Esta sistemática "também evitaria que qualquer nação se dedicasse a uma política de exportação de seu desemprego²⁵ por meio da perseguição de uma desvalorização real do câmbio que não refletisse mudanças na relação salários-

(24) Davidson (1992/93:151-2, nota 14) utiliza o conceito de eficiência (produtividade) dos salários, definido como o custo da unidade de trabalho modificado pelo *mark-up*, calculado com relação ao PNB na moeda nacional. No entanto, revela dúvidas quanto aos bens que devem ser incluídos na composição do índice (tanto bens e serviços *tradeables* quanto *nontradeables*, ou somente os primeiros).

(25) No original, *beggar-thy-neighbour, export-thy-unemployment policy*.

eficiência. Uma vez que as taxas de câmbio iniciais fossem decididas e os salários-eficiência relativos estivessem estabelecidos, somente reduções reais nos custos de produção, associadas a um declínio relativo dos salários-eficiência, justificariam um ajuste na taxa de câmbio real" (Davidson, 1992/93:163).

O próprio autor, no entanto, apresenta exceções importantes a este critério de ajuste das taxas de câmbio, que seriam aplicadas a situações de desajustes estruturais. Na sua opinião, seria necessário criar regras adicionais que permitissem a países, com *problemas perenes de déficit em conta corrente* superar o desajuste. Neste caso, Davidson (1992/93:163) propõe regras de ajuste diferenciadas para países ricos e para países pobres. No primeiro caso, o país deveria alterar seu padrão de vida por meio de uma desvalorização dos termos de troca em relação aos de seus principais parceiros comerciais. Esta alteração seria feita por meio de uma desvalorização de sua taxa de câmbio real, preferencialmente estendida por um certo período e não realizada de uma só vez,²⁶ até que houvesse evidências de que tenha conseguido sanar os desequilíbrios comerciais.²⁷ Se o país com déficit perene fosse pobre, "as nações que apresentam superávits deveriam transferir parte dos recursos financeiros acumulados para ajudar a nação pobre.Isto corresponderia a um imposto de renda negativo para as famílias pobres plenamente empregadas desta nação."

No entanto, se o déficit de transações correntes persistisse, apesar de uma balança de bens e serviços positiva, poder-se-ia supor que a nação incorrera em dívidas externas excessivas no passado, com o concomitante peso representado pelo serviço destas dívidas. Neste caso, a Agência de Compensação Internacional faria com que os países deficitários e superavitários chegassem a um acordo com relação à renegociação destes encargos por meio de três possibilidades: alongamento dos prazos de pagamento; e/ou redução das taxas de juros; e/ou perdão total ou parcial da dívida.²⁸

Em suma, a proposta de Davidson, além da constituição de uma moeda de reserva internacional estável e regulada de uma maneira que evite os processos de entesouramento e de especulação por parte dos agentes privados, supõe um conjunto de regras de ajuste que diminua as assimetrias das situações econômico-financeiras entre os países integrantes do sistema.

(26) Davidson não menciona aqui, mas o objetivo desta extensão do processo de desvalorização no tempo é evitar choques repentinos de preços e, principalmente, de custos, com seus impactos indesejáveis sobre a inflação.

(27) Um aspecto importante que o autor menciona, é que: "Embora os preços relativos das importações e exportações sejam alterados por meio da mudança nos termos de troca, o ajustamento se deve ao efeito-renda resultante, não ao efeito-substituição. A renda real da nação deficitária irá cair até que seu excedente de importações desapareça". (Davidson (1992/93:164, nota 16). Para explicações adicionais sobre o efeito-renda ver páginas 172-3.

(28) "O programa efetivo adotado para a redução do serviço da dívida irá depender de vários parâmetros, incluindo: a renda e riqueza relativas do devedor *vis-à-vis* o credor, a habilidade do devedor em aumentar sua renda real *per capita*, e assim por diante" (Davidson 1992/93:164, nota 17).

Algumas observações podem ser feitas sobre esta proposta. Um primeiro aspecto a ressaltar é que, diferentemente das outras propostas analisadas, não encontramos comentários sobre ela. Isso reforça nossa avaliação de que a proposta de Davidson nem está sendo objeto de discussão no debate sobre a reformulação do SMI, a despeito de ser bem elaborada e coerente do ponto de vista teórico-analítico.

O próprio autor sinaliza algumas dificuldades concretas que sua proposta enfrentaria. "Não desconsidero as dificuldades envolvidas na instituição e na consecução de um acordo que defina quando o serviço da dívida externa se torne um encargo excessivo(Todavia), na ausência de cooperação e de espírito de boa-vontade para que a Agência de Compensação Internacional disponha de um mecanismo que assegure a prosperidade econômica de todos os membros, nunca algum progresso poderá ser alcançado." (Davidson, 1992/93:160-1, nota 11)

Assim, da mesma forma que Volcker em relação às propostas de união monetária internacional, poderíamos considerar a proposta de Davidson como um exercício intelectual interessante, mas totalmente inviável de ser implementada na prática. No entanto, mais que simplesmente rechaçada por tratar-se de um exercício teórico com pouca consideração à sua viabilidade prática, a proposta deveria ser encarada como um estímulo à reflexão de duas questões. Por um lado, onde se encontrariam as principais resistências e dificuldades para sua concretização. Por outro lado, o que do conteúdo de sua proposta seria importante resgatar para avançar na discussão e elaboração de uma agenda de reforma mais sólida, independentemente da natureza e da forma específica que as proposições tenham assumido.

No que se refere às resistências em relação às suas proposições, poder-se-ia apontar os seguintes aspectos. Em primeiro lugar, supõe uma institucionalidade efetivamente internacional para a Agência de Compensação, isto é, afastada dos interesses particulares de cada um dos países e/ou áreas monetárias, mas não vislumbra a sua constituição a partir dos interesses concretos estabelecidos. Os países que detêm poderes relativos na formulação das propostas e regulamentações internacionais abdicariam destes poderes? Noutras palavras, há uma questão básica a ser discutida mais a fundo: quais seriam os fatores que favoreceriam a negociação de um acordo monetário internacional, feito sobre bases mais equilibradas entre os países e, conseqüentemente, orientado na direção de um sistema acima dos seus interesses individuais e, ao mesmo tempo, apoiado por eles? Esta seria uma premissa básica para todos os itens específicos da proposta de Davidson.

Um segundo aspecto de resistência se encontra no potencial controle dos governos sobre os movimentos internacionais dos capitais privados. Ao isolar do movimento internacional de capitais as dinâmicas monetário-financeiras nos espaços nacionais ou regionais (áreas monetárias) - a fim de controlar e

administrar a liquidez internacional e coibir os processos especulativos que se exacerbaram no mercado mundial - interfere-se profundamente na dinâmica privada. Neste caso, duas questões se colocam de imediato. Que resistências este controle sofreria? Em mercados crescentemente globalizados e com estoques de ativos internacionalizados, que significado este controle assumiria?

Por último, as proposições de impor aos países superavitários ajustes obrigatórios, via transferências de renda e capital ou por meio da balança comercial e de serviços parecem pouco exequíveis. Na realidade caberia discutir em que circunstâncias internacionais um processo de ajuste desta natureza teria maiores possibilidades de ser desencadeado.

Em termos de conteúdo, independentemente da viabilidade de sua implementação, a proposta de Davidson aponta lineamentos básicos com relação a processos de ajustes articulados entre países. Se o objetivo de uma nova ordem é efetivamente caminhar na direção de um crescimento sustentado para o conjunto dos países do sistema, mecanismos de ajuste que vão além da estabilização das taxas de câmbio são fundamentais. Neste sentido, o autor aponta corretamente que se devem integrar mecanismos de ajuste via preços, demanda e fluxos financeiros (crédito, investimento de risco, financiamento compensatório e transferências unilaterais). Esta concepção de ajuste é coerente com as necessidades de superação da problemática do subdesenvolvimento e dos desajustes estruturais entre os próprios países industrializados.

Sobre o conjunto das propostas de reordenamento do SMI cabem ainda três observações finais. Primeiro, tanto as propostas de união monetária internacional como as de "bandas de flutuação para as taxas de câmbio" se baseiam, essencialmente, na gestão da política monetária para alcançar uma nova ordem internacional. No entanto, a dinâmica monetária é fundamentalmente privada e as autoridades conseguem interferir somente através do controle da emissão primária da moeda oficial, da regulamentação dos sistemas financeiros e do relativamente limitado impacto como credor de última instância.²⁹ No atual contexto, o alcance da política monetária é, portanto, muito limitado, seja para estabilizar as taxas de câmbio, seja para fundamentar a nova ordem monetária internacional. Além das dificuldades inerentes à implementação de uma política monetária única e/ou coordenada em nível internacional, o alcance desta política é por si só questionável.

Ademais, como estes enfoques analíticos supõe a autonomia da política monetária e que as autoridades detêm efetivamente o controle sobre a liquidez, não se discutem aspectos essenciais para ampliar a capacidade de regulação monetário-financeira internacional. Neste sentido, desconsideram-se o problema do sistema de reservas internacionais, os ativos que o compõem e como este

(29) Para maiores detalhes, ver parte 1 do relatório de pesquisa "Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional", CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNUD, nov. 1994.

sistema poderia ampliar a capacidade de intervenção dos bancos centrais. No âmbito do G-10 há, inclusive, uma oposição sistemática a que se avance nesta discussão. Da mesma maneira, estas propostas acabam subestimando a importância dos mecanismos de financiamento compensatório e da regulamentação dos mercados financeiros, que são aspectos cruciais para tentar fortalecer a capacidade das autoridades monetárias de restabelecer uma relativa ordem mundial.

Segundo, a importância da política fiscal foi levantada por vários analistas e acabou sendo enfatizada pelo debate em torno da coordenação das políticas macroeconômicas e da *surveillance*. Porém, fica muito evidente que neste âmbito as divergências tendem a se ampliar, na medida em que uma melhor definição do papel desta política supõe definições mais precisas de como sustentar um crescimento equilibrado entre as economias. Todas as proposições neste âmbito, exceto as de Davidson, são muito gerais e desconsideram o problema das assimetrias vigentes.

Por último, sem lugar à dúvida, a proposta para uma nova ordem monetária mundial de Davidson se diferencia das restantes proposições. Seu conteúdo revela um entendimento correto da problemática, e o autor procura, através de suas proposições específicas, encaminhar os problemas vigentes. Nesta tentativa, ao mesmo tempo que mantém uma grande independência na formulação das políticas econômicas no nível nacional, propõe praticamente um "planejamento total" das regras de relacionamento entre as nações. Isso se reflete no potencial controle dos movimentos de capitais e na definição dos mecanismos de ajuste. Ainda que o autor destaque que as regras da nova ordem seriam acordadas entre as nações, há sérias dúvidas sobre como uma ordem deste tipo conseguiria de fato estabelecer-se.

Sua proposta é, entretanto, muito enriquecedora para a presente discussão, pois levanta questões omitidas nas propostas que concentram o debate. Neste sentido, cabe ressaltar os seguintes aspectos:

- é necessária uma atenção especial aos movimentos de capital em nível internacional e aos processos de endividamento;
- da mesma maneira, merecem ser discutidos os impactos dos fluxos de capitais de curto prazo e de natureza especulativa, por mais que haja difíceis questões metodológicas a serem enfrentadas;
- a ordem monetária internacional envolve sobretudo questões de financiamento de distintas ordens;
- por último, se levarmos a sério suas implicações, a discussão monetário-financeira internacional precisa ser integrada às questões de comércio, acesso a mercados e políticas de preços como instrumento de concorrência internacional.

Conclusão

Pode-se dizer que é praticamente consensual a preocupação com as flutuações das taxas de câmbio entre as três principais moedas do sistema (dólar, marco e iene), principalmente no que diz respeito a suas consequências sobre a estabilidade do sistema financeiro internacional.

A expansão dos derivativos financeiros, por um lado, permite aos agentes aceder a instrumentos que os resguardem individualmente contra riscos. Por outro, no entanto, aumenta o risco sistêmico, pois faz com que haja um número crescente de operadores desinformados ou mal informados atuando, implicando problemas de transparência e de interpretação de sinais emitidos nos mercados (Goodhart, 1994).

Com a crescente globalização financeira, as relações monetário-creditícias internacionais passaram a ser predominantemente de natureza privada e se desenvolvem num espaço de concorrência entre as três principais moedas. Isso torna a capacidade de intervenção das autoridades nos mercados monetário-creditícios bastante limitada. Assim, para prevenir situações de risco maior, seria necessário avançar na direção de uma colaboração sistemática e institucionalizada entre autoridades monetárias, idéia que ainda provoca grandes resistências internas na maioria dos países.

Uma última preocupação central quanto ao risco sistêmico diz respeito ao pouco entendimento que se tem dos mecanismos de transmissão de distúrbios financeiros. Devido a esta dificuldade, existem grandes incertezas quanto ao efeito de alastramento de uma crise localizada para o conjunto do sistema.

A partir desta preocupação central de risco sistêmico, reflexões sobre um reordenamento futuro e seus obstáculos estão bastante ativas. Desde 1987, após a experiência de coordenação *ad hoc* de política econômica entre EUA, Japão e Alemanha para desvalorizar ordenadamente o dólar, o debate se concentra na proposta das bandas de flutuação para as taxas de câmbio (*flexible target zones for exchange rates*), elaborada por Williamson. Cabe ressaltar que esta proposta se baseia numa estrutura de paridades cambiais entre o iene, o dólar e o marco alemão que reflita uma taxa de câmbio real efetiva de equilíbrio, que seria revista de tempos em tempos.

Em recente discussão a respeito da situação do sistema monetário internacional, Henning ponderou que não havia maiores obstáculos a formalizar esta proposta, pois em sua opinião algo muito parecido de fato já vinha sendo praticado, pelo menos "unilateralmente", pelos EUA. Esta opinião não era compartilhada por outros três especialistas internacionais - Eichengreen, Aglietta e Goodhart³⁰ - que consideraram que a restituição de um regime de câmbio fixo, ou

(30) Ver artigos destes autores nesta mesma revista.

uma variante menos rígida como a das bandas de flutuação, não resolveria a questão monetária internacional. O ceticismo em relação a esta proposta decorre basicamente de dois argumentos. Primeiro, garantir a estabilidade da taxa de câmbio sempre foi uma tarefa difícil e tornou-se ainda mais difícil em função do processo de globalização financeira e dos desafios que as inovações financeiras colocam à gestão da política monetária. Segundo, a determinação de uma taxa de câmbio de equilíbrio a partir dos *fundamentals* parece uma tarefa dificilmente exequível diante da crescente interferência de variáveis financeiras na determinação das taxas de câmbio e da pouca clareza que se tem da natureza deste processo de determinação.

Aglietta (1994) é quem mais avança no sentido de refletir sobre um novo marco institucional de reordenamento monetário internacional. O aspecto interessante na sua reflexão é que ele leva em consideração a privatização das relações monetário-financeiras internacionais, o que o faz sugerir que o reordenamento monetário internacional passa pela constituição de bancos centrais independentes no âmbito do G-10, que a partir desta independência poderiam empenhar-se num processo efetivo de cooperação para lidar com a volatilidade das taxas de câmbio. A constituição de um novo regime monetário internacional seria, portanto, o resultado do processo de negociação e gestão de regras monetárias no nível deste *pool* de bancos centrais independentes.

Cabe salientar dois aspectos em relação a esta reflexão. Em primeiro lugar, embora as idéias de Aglietta estejam fortemente condicionadas pela experiência do processo de União Monetária Européia, a nova institucionalidade que se pode criar a partir da intensificação do processo de independência dos bancos centrais não deixa de ser um enfoque novo e ainda pouco incorporado ao debate. Em segundo lugar, alguma saída nesta direção criaria uma institucionalidade alternativa ao FMI, o que também é um aspecto interessante de reflexão e se confronta com outras visões que pretendem recuperar e reforçar o papel do Fundo, principalmente na gestão monetária internacional. Ainda que Aglietta atribua uma função ao FMI, que seria a de cuidar dos problemas mais amplos de desalinhamentos das taxas de câmbio em nível internacional, ele não aprofunda esta questão e tampouco desenvolve como o FMI se relacionaria com o *pool* de bancos centrais independentes.

Da análise elaborada por todos os especialistas, exceto a de Henning (1994), se infere que se está muito longe de qualquer avanço significativo na direção de constituir um regime monetário internacional sólido. Dois argumentos fundamentam esta afirmação. Primeiro, não se vislumbra nenhuma crise mais grave no sistema e ainda se trabalha com a premissa, verdadeira ou falsa, de que tensões localizadas podem ser isoladas e controladas. Por conseguinte, avalia-se que algum rearranjo mais profundo somente terá apoio político quando houver um perigo maior ou, posteriormente, quando as consequências de uma crise mais

profunda já se tenham manifestado. Com isso não se está descartando a possibilidade de avanços na direção da proposta das *flexible target zones*. Esta alternativa, no entanto, não significaria muito mais que o sancionamento do atual funcionamento das relações monetárias internacionais, sem contribuir para a constituição de um efetivo reordenamento monetário internacional.

Segundo, se a caracterização que Eichengreen (1994) faz das condições necessárias à constituição de um sólido regime monetário internacional for correta, tudo indica que ainda muitos obstáculos precisam ser superados. Na sua opinião, estas condições consistem:

- na capacidade do regime em absorver ajustes nos preços relativos, ou seja, sua capacidade de acomodar choques de preços;
- no grau de respeito e adesão a regras monetárias sólidas por parte dos participantes no regime, o que supõe credibilidade das autoridades governamentais na gestão de sua política econômica em concordância com as regras internacionais estabelecidas; e
- na habilidade do regime em conter pressões exercidas pelo mercado, capacidade esta que, no curto prazo, depende essencialmente de apoio financeiro externo frente a pressões de desestabilização de uma taxa de câmbio; no longo prazo está condicionada a uma cooperação internacional mais ampla em termos financeiros e de gestão de política econômica e, no limite, pode até exigir controles administrativos para restringir certos movimentos de capitais.

Estas condições, de natureza mais estrutural, estão longe de evidenciar-se entre os principais pólos desenvolvidos e, tampouco, se encontram no centro do debate em torno da reforma do sistema monetário internacional.

Existe algum consenso em torno da necessidade de avançar-se pelo menos na direção de uma maior coordenação da política econômica entre os principais países industrializados, que inclusive vá além de esforços *ad hoc*. No entanto, mesmo neste âmbito mais limitado, os problemas são considerados enormes, essencialmente porque predominam diferentes visões políticas quanto aos ajustes que se deve empreender e o grau de sacrifício exigido de cada uma destas economias em favor de uma melhora do conjunto dos países.

Embora, em termos concretos, no âmbito financeiro opere a globalização, na discussão em torno do regime monetário os países/regiões relevantes se restringem aos EUA, ao Japão e à Europa. Considera-se que qualquer definição do rearranjo monetário internacional deve partir deste *core*, cabendo aos países restantes somente aderir a eventuais novas regras. Em outras palavras, politicamente os países em desenvolvimento estão excluídos do debate em torno da reforma do sistema monetário internacional.

Também cabe destacar que a problemática do desenvolvimento não está presente na discussão mais ampla em torno do reordenamento monetário-financeiro internacional. Como foi assinalado, com relação à estabilização das

taxas de câmbio, supõe-se uma adesão automática às regras monetárias por parte dos países em desenvolvimento, uma vez que estas regras tenham sido constituídas pelo selecionado grupo de países industrializados.

A discussão em torno de uma maior convergência entre as economias industrializadas e as em desenvolvimento não existe, ainda que esta fosse uma condição básica para que as regras monetárias internacionais pudessem ser efetivamente cumpridas por estas últimas, cujas moedas tendem a ser mais débeis. Vale dizer, a redução da assimetria entre as economias que integram o sistema, aspecto central no processo de ordenamento monetário no âmbito da região europeia, está totalmente ausente no debate em torno do sistema monetário internacional.

A problemática dos países em desenvolvimento só aparece quando se discutem as instituições de Bretton Woods, o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional. Neste âmbito, a situação atual das economias em desenvolvimento é avaliada a partir de duas idéias básicas (Henning, 1994). Em primeiro lugar, que haveria um consenso maior quanto ao conteúdo da política econômica necessária ao ajuste das economias em desenvolvimento, que seria de natureza mais ortodoxa e orientada para o predomínio do mercado. Em segundo lugar, o problema do financiamento destas economias estaria em grande parte resolvido pelo crescente acesso que estas economias vêm tendo ao mercado financeiro internacional globalizado. Assim, a política do Banco Mundial deveria ajustar-se na direção de um menor apoio financeiro ao setor público em favor de um crescente apoio ao setor privado, e o FMI deveria voltar a concentrar seus esforços na gestão e supervisão da política econômica de curto prazo (Bretton Woods, 1994).

Esta concepção predominante tem dois desdobramentos adicionais. O financiamento oficial, bilateral e multilateral, deveria destinar-se tão-somente àquelas áreas para as quais o setor privado não canaliza seus recursos, ou seja, essencialmente as sociais e de meio ambiente, e, em termos regionais, os países pobres e as economias em transição deveriam ser priorizados. Os organismos financeiros internacionais também deveriam acelerar o processo de *upgrading* dos países em desenvolvimento e aumentar a contribuição de capital a estes organismos por parte dos países de renda média.

Do ponto de vista da realidade da América Latina, esta concepção predominante merece pelo menos algumas qualificações. Nos últimos anos, sem lugar à dúvida, a atuação econômica das autoridades na região foi pautada por um profundo ajuste macroeconômico e pela definição de uma inserção dinâmica das economias no contexto mundial. Mas esta ação está longe de concretizar-se, num processo sustentado de crescimento, na maior parte dos países da região. As dúvidas quanto a esta possibilidade giram exatamente em torno da questão do financiamento externo.

Na década de 90, a região beneficiou-se novamente do afluxo de recursos internacionais privados, cuja manutenção na região merece uma avaliação criteriosa, dada a natureza especulativa de uma parte não-desprezível destes capitais, atraídos pelo elevado diferencial nas taxas de juros. Ou seja, neste momento a brecha do financiamento externo pode estar fechada, mas não existe certeza de que esta possa ser uma tendência permanente e consolidada.

Assim, continua a necessidade de prever-se financiamento compensatório, que entre em ação quando houver uma reversão do fluxo de capitais. Este financiamento precisa ser pensado no bojo dos organismos internacionais, porque o comportamento dos agentes financeiros privados é, por natureza, pró-cíclico.

As economias da região iniciaram nos últimos anos um significativo processo de ajuste fiscal interno, mas para o qual também contribuiu o financiamento externo, na medida em que viabilizou a contenção do processo inflacionário e permitiu a retomada do crescimento econômico. Na maior parte dos países este ajuste não está consolidado, o que ainda exigirá algum tempo e esforço interno. Se houver uma reversão dos fluxos de capitais externos, o ajuste fiscal interno dificilmente se completará, dado que tenderá a haver uma contenção do nível de atividades e que, tampouco, se pode descartar uma nova onda de fuga de capitais.

O combate à pobreza na América Latina tem, antes de mais nada, como condição necessária a retomada de um ciclo sustentado de crescimento. Este, por sua vez, depende da consolidação do processo de ajustamento macroeconômico, que, como foi assinalado, pode ver-se comprometido se houver uma reversão dos recursos financeiros privados e uma interrupção do ajuste fiscal.

O ajustamento macroeconômico, desde a crise da dívida externa, se fez às custas de uma significativa contenção de investimentos e gastos nas áreas sociais, processo que precisa ser revertido, não só para combater a pobreza na região, mas também para viabilizar um processo de desenvolvimento econômico sob o novo paradigma tecnológico.

Em suma, a problemática do desenvolvimento está bastante negligenciada no debate das questões monetário-financeiras internacionais. Além disso, o enfoque analítico com que se tratam as questões do desenvolvimento da região merece, no mínimo, alguns reparos. Neste sentido, a questão do financiamento externo necessário para um ciclo de desenvolvimento sustentado ainda merece atenção.

Monica Baer é professora e diretora-adjunta do
Centro de Estudos das Relações Internacionais-CERI
do Instituto de Economia da UNICAMP.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *The international monetary system: in search of new principles*. São Paulo: CEBRAP/FUNAG, 1994. (Apresentado no Seminário “Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional”)
- AKYUZ, Y. Financial globalization and instability. In: KIRDAR, U., ed. *Change: threat or opportunity for human progress?* New York: United Nations, 1992. p.39-84.
- _____, CORNFORD, A. *Regimes for international capital movements and some proposals for reform*. New York: UNCTAD, 1994. (Discussion papers, n. 83)
- AXILROD, S. *Interdependence of capital markets and a policy implications*. Washington: Group of Thirty, 1992. (Occasional papers, n.32)
- BAER, M. *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. São Paulo: Paz e Terra, 1993.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (BIS) *Anual report, 62, 1991/92*. Basle: BIS, 1992.
- BORIO, C.E.V., VAN DEN BERGH, P. *The nature and a management of payment system risks: an international perspective*. Basle: Bank for International Settlement, 1993. (BIS Economic papers, n.36)
- BRETTON WOODS *Looking to the future*. Comission Report. Washington, 1994.
- CHRYSAL, K.A. The role of the special drawing right in the international monetary system. In: DELL, S.S., ed. *The international monetary system and its reform*. Amsterdam: North Holland, 1988. v.5, p. 703-727. (Papers prepared for the group of twenty-four by a United Nations Project)
- COOPER, R.N. A monetary system for the future. In: _____ *The international monetary system: essays in world economics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1987. p. 259-78.
- _____ *The international monetary system: essays in world economics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1987.
- _____ External adjustment: the proper role for the IMF. *Challenge*. New York, p.53-6, maio/jun.1993.
- CORNFORD, A. *The role of the Basle Committee on Banking Supervision in the regulations of international banking*. Genebra: UNCTAD, 1993. (Discussion papers, n.68)
- CROCKETT, A., GOLDSTEIN, M. *Strengthening the international monetary system: exchange rates, surveillance, and objective indicators*. Washington: International Monetary Fund, 1987.
- CRUZ, P.R.D.C. *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos 70*. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- DAVIDSON, P. Reforming the world's money. *Journal of Post-Keynesian Economics*, Knoxville, v.15, n.2, p.153-79, 1992/93.
- DESTLER, I.M., HENNING, C.R. *Dollar politics: exchange rate policymaking in the United States*. Washington: Institute for International Economics, 1991.
- DORNBUSCH, R. Doubts about the McKinnon standard. *Journal of Economics Perspectives*, Nashville, v.2, n.1, p.105-12, 1988.
- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1978.

- EICHENGREEN, B. Real exchange rate behavior under alternative international monetary regimes. In: _____ *Elusive stability: essays in the history of international finance, 1919-1939*. Cambridge, Mass.: Cambridge Univ. Press, 1990. p. 14-23.
- _____ It' can happen again. *Challenge*. New York, p. 14-9, nov./dez.1992.
- _____ *History and reform of the international monetary system*. São Paulo: CEBRAP/FUNAG, 1994. (Apresentado no Seminário "Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional")
- FELIX, D. Suggestions for international collaboration to reduce destabilizing effects of international capital mobility on the developing countries. In: *INTERNATIONAL monetary and financial issues for the 1990s*. New York: UNCTAD/United Nations, 1993. v.3.
- FRENKEL, J. A. The international monetary system: should it be reformed? *American Economic Review*, Nashville, v.77, n.2, p. 205-10, 1987.
- _____ *International coordination of economic policies: scope, methods and effects*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1988. (IMF Working papers, n.88/53)
- _____, GOLDSTEIN, M., MASSON, P.R. *Characteristics of a successful exchange rate system*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1991. (IMF Occasional paper, n.82)
- GOLDSTEIN, M., MATHIESON, D.J., LANE, T. *Determinants and systemic consequences of international capital flows*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1991. (IMF Occasional paper, n. 77)
- _____, ISARD, P. *Mechanisms for promoting global monetary stability*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1992. (IMF Occasional paper, n.96)
- _____ et al. International capital markets (part I) - exchange rate managements and international capital flows. *World Economic and Financial Surveys*, Washington, D.C., 1993.
- GOODHART, C.A.E. *Money, information and uncertainty*. Boston: MIT Press, 1991.
- _____ *Private financial dynamics and the challenge for the policies of the central banks*. São Paulo: CEBRAP/FUNAG, 1994. (Apresentado no Seminário "Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional")
- GOWA, J. *Closing the gold window*. Domestic politics and the end of Bretton Woods. Ithaca: Cornell Univ. Press., 1983.
- GWIN, C., SOBOL, D.M. The financial role of the International Monetary Fund in promoting adjustment with growth. In: DELL, S.S., ed. *The international monetary system and its reform*. Amsterdam: North Holland, 1988. v.5, p. 769-825 (Prepared for the Group of Twenty-Four by a United Nations Project)
- HENNING, C. R. *International monetary reform and the developing countries*. São Paulo: CEBRAP/FUNAG, 1994. (Apresentado no Seminário "Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional")
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. Research Department. *The exchange rate system: lessons of the past and options for the future*. Washington, D.C.: IMF, 1984. (IMF Occasional papers, n.30)
- JAYAWARDENA, L. *The Bretton Woods Institutions and the development problems of the poorer developing countries*. aug.1993. (Background paper for the Bretton Woods Comission Report)
- KRUGMAN, P. The case for stabilizing exchange rates. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford, v.5, n.3, p. 61-72, 1989.

- LEACH, J. A. *Global derivatives: public sector responses*. Washington, D.C.: Group of Thirty, 1993. (Occasional papers, n. 44)
- LICHTENSZTEJN, S., BAER, M. *Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial: estratégias e políticas do poder financeiro*. São Paulo: Brasiliense, 1986.
- MASSON, P. R., TAYLOR, M. P. *Issues in the operation of Monetary Unions and Common Currency Areas*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1992. p. 37-72. (IMF Occasional papers, n. 96)
- MCKINNON, R. I. *An international standard for monetary stabilization*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1984. (Policy analyses in international economics, n.8)
- _____. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v.2, n.1, p. 83-103, 1988.
- MINSKY, H. P. Can 'it' happen again? A reprise. *Challenge*, New York, v. 25, n. 3, p. 5-13, jul./ago. 1982.
- _____. *Financial integration and national economic policy*. New York: The Jerome Levy Economics Institute, 1993. mimeo.
- MISTRY, P. S. Summary of workshop discussion. In: TEUNISSEN, J. J., ed. *Fragile finance. Rethinking the international monetary system*. Hague: Institute for International Economics/ Forum on Debt and Development, 1992. p. 121-5.
- NARASIMHAM, M. Shortcomings and inequities of the present international monetary and financial system. In: DELL, S. S., ed. *The international monetary system and its reform*. Amsterdam: North Holland, 1988a. v. 3, p. 797-811. (Prepared for the Group of Twenty-Four by a United Nations Project)
- _____. Transfer of resources to developing countries: nature and direction of reform in the international financial system. In: DELL, S.S., ed. *The international monetary system and its reform*. Amsterdam: North Holland, 1988b, v.3, p. 813-26. (Prepared for the Group of Twenty-Four by a United Nations Project)
- PADOA-SCHIOPPA, T. Policy cooperation and the EMS experience. In: BUTTER, W. M., MARSTON, R. C., eds. *International economic policy coordination*. London: Cambridge Univ. Press, 1985.
- _____. The European Monetary System: a long term view. In: GIAVAZZI, F., MICOSSI, S., MILLER, M. *The European Monetary System*. New York: Cambridge Univ. Press, 1991.
- PARBONI, R. *The dollar and its rivals. Recession, inflation and international finance*. London: NLB/Verso, 1981.
- _____. The dollar weapon: from Nixon to Reagan. *New Left Review*, New York, n. 158, jul./aug. 1986.
- RIVERA-BATIZ, F. L., RIVERA-BATIZ, L. *International finance and open economy macroeconomics*. New York: McMillan, 1985.
- SOLOMON, R. The international monetary system in perspective. In: KIRDAR, U. *Change: threat or opportunity for human progress?* New York: United Nations, 1992. p. 85-94.
- STEIL, B. Regulatory foundations for global capital markets. In: O'BRIEN, R., ed. *Finance and the international economy*, 6. New York: Oxford Univ. Press, 1992.

- STIGLITZ, J.E. El Estado, los mercados financieros y el desarrollo económico. In: BARBOSA, F. H., DORNBUSCH, R., SIMONSEN, M. H., eds. *De la estabilización al crecimiento en America Latina*. San Francisco, CA: Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 1992. 252 p.
- TAKAHASHI, T. Alternative futures of the global financial market. In: WORLD CONGRESS OF THE INTERNATIONAL POLITICAL SCIENCE ASSOCIATION, 15, Buenos Aires, 1991.
- TEIXEIRA, A. *O movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra*. Rio de Janeiro: UFRJ.IEI, 1983. (Texto para discussão, n. 25)
- TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, v. 4, 1978.
- TRIFFIN, R. A evolução do sistema monetário internacional: reavaliação histórica e perspectivas futuras. In: SAVASINI, J.A. et al., eds. *Economia internacional*. São Paulo: Saraiva, 1979.
- _____ El futuro del sistema monetario internacional. *Monetaria*, México, v. 3, n.2, 1980.
- VOLCKER, P., GYOHTEN, T. *A roda da fortuna: os dinheiros do mundo e o declínio da supremacia americana*. Lisboa: Dom Quixote, 1993.
- WEBB, M. C. International economic structures, government interests, and international coordination of macroeconomic adjustment policies. *International Organization*, Stanford, CA., v. 45, n.3, p.309-42, 1991.
- WILLIAMSON, J. *The exchange rate system*. Washington: Institute for International Economics, 1983. (Policy analyses in international economics, n. 5)
- _____ Exchange rate management: the role of target zones. *American Economic Review*, Nashville, v. 77, n. 2, 1987.
- _____ *A economia aberta e a economia mundial*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- _____ International monetary reform and the prospects for economic development, with comments by Horst Bockelmann, Ariel Buira, Mitsuhiro Fukao, and floor discussion. In: TEUNISSEN, J. J., ed. *Fragile finance*. Rethinking the international monetary system. Hague: Institute of International Economics/Forum on Debt and Development, 1992, p. 86-120.
- WRAY, R. *The development and reform of the modern international financial system..* New York: The Jerome Levy Economic Institute, 1993. p. 284. mimeo.

Resumo

Este artigo faz uma breve revisão do padrão dólar e sua crise e sintetiza as principais propostas de reordenamento do sistema monetário internacional. Analisando estas propostas à luz das mudanças que ocorreram na dinâmica financeira internacional, fica evidente que o debate ainda está muito aquém dos desafios de um efetivo reordenamento monetário internacional.

Abstract

This article makes a short review of the US dollar standard era and its crisis. Summarizes the main proposals for the reordering of the international monetary system. If such proposals are analyzed in the light of the changes underwent by the international financial dynamics, it becomes evident that the debate is still insufficient to meet the challenges posed by an effective international monetary rearrangement.