

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GUILHERME AUGUSTO DA SILVA

ANÁLISE SOBRE A POSSIBILIDADE DE ADOÇÃO DE UMA NOVA MOEDA DE
RESERVA INTERNACIONAL

PORTO ALEGRE

2010

GUILHERME AUGUSTO DA SILVA

ANÁLISE SOBRE A POSSIBILIDADE DE ADOÇÃO DE UMA NOVA MOEDA DE
RESERVA INTERNACIONAL

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

PORTO ALEGRE

2010

GUILHERME AUGUSTO DA SILVA

ANÁLISE SOBRE A POSSIBILIDADE DE ADOÇÃO DE UMA NOVA MOEDA DE
RESERVA INTERNACIONAL

Trabalho de conclusão submetido ao
Curso de Graduação em Economia, da
Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS, como quesito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, 07 de junho de 2010.

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima - orientador
UFRGS

Prof. Dr. Julio César de Oliveira
UFRGS

Prof^a. Dra. Marcilene Aparecida Martins
UFRGS

RESUMO

O presente trabalho analisa a possibilidade de adoção de uma nova moeda de reserva internacional. O estudo inicia no momento de criação do atual sistema, passando por teorias normativas e preceitos quanto às características essenciais aos sistemas monetários, apresentando alternativas que poderiam ser adotadas. Na análise serão observados quais sistemas desempenham melhor sua função de acordo com as teorias e preceitos vistos em relação à moeda de reserva internacional e à autoridade monetária.

Palavras-chave: Moeda de Reserva. Autoridade Monetária. Bancor. DES.

ABSTRACT

The present work analyzes the possibility of adopting a new international reserve currency. The study begins at the time of creating the current system, through normative theories and precepts concerning the characteristics required for monetary systems, and finally presents alternatives that could be adopted. In analyzing which systems are seen better play their role according to the theories and precepts seen in relation to international reserve currency and the monetary authority.

Keywords: Reserve Currency. Monetary authority. Bancor. SDR.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

2ªGM – Segunda Guerra Mundial

AIG - American International Group

BC - Banco Central

DES – Direitos Especiais de Saque

EME – Economias de Mercado Emergentes

EUA – Estados Unidos da América

FBKF – Formação Bruta de Capital Fixo

FED – Federal Reserve System

FMI – Fundo Monetário Internacional

FOMC - Federal Open Market Committee

G-20 – Grupo dos Vinte

G-7 – Grupo dos Sete

IBC – Independência do Banco Central

OIT – Organização Internacional do Trabalho

OMC – Organização Mundial do Comércio

ONU – Organização das Nações Unidas

PIB – Produto Interno Bruto

TARP - Troubled Asset Relief Program

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 O SISTEMA ATUAL.....	12
2.1 COMO FUNCIONA O SISTEMA ATUALMENTE.....	15
2.1.1 As TAXAS DE CÂMBIO.....	15
2.1.2 O DÓLAR FIDUCIÁRIO.....	17
2.2 O FEDERAL RESERVE SYSTEM - FED.....	21
2.2.1 FORMAÇÃO E ESTRUTURA.....	22
2.2.2 A INDEPENDÊNCIA DO FED.....	24
2.3.1 A CRISE DO SUBPRIME.....	27
2.3.2 CONTÁGIO GLOBAL.....	30
2.3.3 REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	32
2.4 CONSIDERAÇÕES EM RELAÇÃO AO SISTEMA ATUAL.....	37
3 OS BANCOS CENTRAIS E A POLÍTICA MONETÁRIA.....	38
3.1 FUNÇÕES DE UM BANCO CENTRAL.....	38
3.1.1 EMISSÃO DE MOEDA E CONTROLE DO MEIO CIRCULANTE.....	39
3.1.2 EVITAR FALÊNCIAS BANCÁRIAS.....	39
3.1.3 OUTRAS ATIVIDADES ROTINEIRAS DOS BANCOS CENTRAIS.....	40
3.2 INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS.....	41
3.2.1 O MODELO DE INCONSISTÊNCIA TEMPORAL.....	42
3.2.2 A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL - IBC.....	46
3.3 O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	48
3.3.1 PROIBIÇÕES À POLÍTICA MONETÁRIA.....	50
3.3.2 AÇÕES POSSÍVEIS.....	53
3.3.3 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	54
3.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE OS BCs E O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	56
4 ALTERNATIVAS EXISTENTES.....	57
4.1 A PROPOSTA DE KEYNES EM BRETTON WOODS.....	57
4.1.1 A UNIÃO INTERNACIONAL DE COMPENSAÇÃO.....	57
4.1.2 O BANCOR E AS TAXAS DE CÂMBIO.....	60
4.2 Os DIREITOS ESPECIAIS DE SAQUE DO FMI - DES.....	62
4.2.1 ASPECTOS RELEVANTES SOBRE O DES.....	62
4.2.2 UM NOVO PAPEL PARA O DES.....	64
4.3 A AUTORIDADE MONETÁRIA INTERNACIONAL.....	68
4.3.1 A CRIAÇÃO DE UMA INSTITUIÇÃO INTERNACIONAL.....	69
4.3.2 UM NOVO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL.....	71
4.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE AS ALTERNATIVAS EXISTENTES.....	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	75
REFERÊNCIAS.....	81

1 INTRODUÇÃO

A recente crise financeira internacional que se abateu sobre nossa economia no ano de 2008 trouxe à tona novamente dúvidas quanto à condução da política monetária mundial. O modelo atual que possui o dólar americano como moeda de reserva internacional dá sinais de que pode não ser a melhor alternativa. Como os Estados Unidos foram o epicentro de toda a turbulência, o rápido contágio da economia mundial foi alarmante e o crédito desapareceu quase instantaneamente do mercado, abalando o comércio internacional e contaminando a economia global. Em pouco tempo o pânico se instaurou, especialistas e economistas conceituados compararam a crise à Grande Depressão dos anos da década de 1930.

Diante deste ponto de inflexão na economia mundial, o apoio a uma mudança no sistema monetário internacional ganha força. Países com maior expressão no contexto internacional já costumam acordos bilaterais para diminuir a utilização da moeda americana nas transações comerciais. A discussão reacende a possibilidade de adoção de uma nova moeda de reserva internacional, a qual já foi proposta por economistas como Keynes, ou até mesmo a utilização dos direitos especiais de saque (DES)¹, moeda escritural do FMI.

O objetivo principal do trabalho é analisar a possibilidade de adoção dessas alternativas, já que vários países estão dispostos e empenhados em achar uma solução adequada para o problema. Contudo, é de se pesar as vantagens e desvantagens de uma mudança tão radical no Sistema Monetário Internacional.

Apesar de crises e solavancos ao longo das últimas décadas, o atual sistema mostrou-se relativamente funcional, visto que as taxas médias de crescimento da economia mundial se mantêm em uma trajetória positiva.

No entanto, deve-se olhar para frente e pensar em alternativas que

¹ O Direito Especial de Saque do FMI é a moeda escritural criada como ativo de reserva complementar ao ouro e ao dólar em 1969.

possibilitem melhorar e suprir deficiências do modelo atual, seja aperfeiçoando-o ou substituindo-o por uma solução mais eficiente, já que em sua concepção muitos fatores foram desconsiderados devido ao contexto geopolítico resultante da 2ª Guerra Mundial (2ªGM).

Primeiramente, o trabalho basear-se-á no momento histórico de criação do sistema monetário atual conforme registros do FMI e, complementarmente, pela obra de Magnoli (2008) e outros autores. Serão discutidos aspectos relacionados à sua ocorrência, como suas características e os problemas que acabaram decorrendo de sua criação.

A autonomia do Federal Reserve (FED) é outro aspecto que será visto em profundidade, com a investigação de suas funções e objetivos de sua política, tendo como base os documentos e relatórios da própria instituição. Serão também abordadas as relações que esse sistema tem com a atual crise, e o contágio da economia global conforme relatório da UNCTAD².

Posteriormente, serão vistas teorias normativas e preceitos sobre os modelos ideais de Bancos Centrais e o papel da política monetária, conforme os enfoques de Thomas Mayer, J S. Duesenberry e Robert Z. Aliber (1993) que discorrem sobre as funções dos Bancos Centrais. Os autores ressaltam o papel desses na economia, além de proporem o comportamento desejável a este tipo de instituição.

Os autores em questão abordam aspectos como a emissão de moeda, controle do meio circulante, o papel de prestador de última instância, banco dos bancos e banco do governo. Esta teoria será complementada pela obra de Freedman (2003), que demonstra a importância da independência e autonomia dos Bancos Centrais para estabilidade econômica.

O valor da moeda é um tema muito importante e complexo para ser gerido por forças políticas que, basicamente, têm um horizonte de visão calcado no período de um mandato. Ainda serão utilizadas as obras de Charles Freedman (2003), sobre a

² Núcleo da ONU responsável pelo estudo do comércio e desenvolvimento.

delegação da política monetária para conter a inflação e, de Milton Friedman (1968), sobre o papel da política monetária e de que forma os bancos centrais devem conduzir a política monetária.

Para mostrar um caminho alternativo ao sistema atual serão analisadas propostas existentes, como a *União Internacional de Compensação* e o *Bancor* de Keynes proposto em Bretton Woods. Esses dois instrumentos permitem que as receitas das vendas de exportações possam ser utilizadas para comprar bens e serviços em qualquer outro lugar do mundo. Ademais, também há os *Direitos Especiais de Saque* do FMI, que são um ativo de reserva internacional criado inicialmente para complementar as reservas dos seus países-membros. Essas são algumas das alternativas disponíveis para substituir o sistema atual. Será feita uma avaliação de sua viabilidade diante dos preceitos necessários conforme as teorias apresentadas. E ainda, as condições necessárias para sua constituição, como a criação da nova moeda e a formação de uma *Autoridade Monetária Internacional*.

Para avaliar a possibilidade de adoção ou não de uma nova moeda de reserva internacional serão utilizados o método lógico-dedutivo - o qual é baseado em textos históricos, tratados e resoluções - e o embasamento teórico necessário para dar sustentação à hipótese principal. O procedimento adotado será de observação de modelos e sistemas utilizados historicamente, limitando-se às mudanças no campo monetário internacional das últimas décadas e que tenha alguma relevância à pesquisa.

Com base nesses modelos, pode-se analisar, comparativamente, questões pertinentes à conclusão dos fatos. Para chegar a um resultado final consistente, a pesquisa será feita de forma estrutural, utilizando fatos concretos como a realidade vigente, contrapondo-a com os modelos; por fim, extraindo as soluções e conclusões para as hipóteses levantadas, se chegará a um resultado aplicável à realidade.

2 O SISTEMA ATUAL

Para compreender melhor o sistema monetário internacional atual se voltará no tempo e se verá em que circunstâncias ele foi forjado. Ao contrário de muitos outros conflitos ao final da *2ª Guerra Mundial (2ªGM)*, as nações envolvidas, buscando um futuro próspero e mais igualitário, em um momento de sensatez e responsabilidade, decidem em conjunto sobre a divisão da riqueza, do poder e do conhecimento no mundo. Segundo Magnoli (2008, p.241):

[...] o Sistema de Bretton Woods de gerenciamento econômico internacional estabeleceu em julho de 1944 as regras para as relações comerciais e financeiras entre os países mais industrializados do mundo. Esse sistema foi o primeiro exemplo da história mundial de uma ordem monetária totalmente negociada [...]

Em julho de 1944, representantes de 44 nações encontraram-se em Bretton Woods - em New Hampshire nos EUA - para a conferência monetária e financeira das Nações Unidas, que ficou conhecida como a Conferência de Bretton Woods.

Foram definidas as novas regras e instituições formais para ordenação do Sistema Monetário Internacional. Tais mudanças eram vistas como necessárias para evitar o desastre das políticas econômicas que contribuíram para Grande Depressão dos anos 1930.

Obviamente, a posição hegemônica estadunidense do pós-guerra teve peso decisivo para escolha do novo padrão monetário internacional e a conferência girou em torno de duas propostas: posição britânica (de Keynes), que propôs a criação da União Internacional de Compensação, uma espécie de banco central mundial que registraria as entradas e saídas dos fluxos financeiros entre as nações, cuja principal função era permitir que as receitas obtidas no comércio internacional pudessem ser utilizadas para adquirir bens e serviços de qualquer outro país participante do sistema, ou seja, um sistema de compensação multilateral que se pode definir como uma espécie de moeda universal; e a proposta americana (de Harry Dexter White),

que propunha que as nações signatárias do acordo deveriam manter suas taxas de câmbio indexadas ao dólar em uma faixa de variação em torno de 1%, havendo a garantia da conversibilidade de dólares em ouro pelo governo americano.

A proposta britânica de Keynes foi rejeitada, prevalecendo a proposta americana de White. Segundo Magnoli (2008), as economias de mercado mais desenvolvidas e signatárias do tratado de Bretton Woods estavam integradas ao domínio americano, pois para operarem no comércio internacional dependiam do dólar.

Os Estados Unidos evidentemente tinham interesse em gerenciar e manter um sistema monetário que garantisse sua hegemonia e, seu objetivo só poderia ser alcançado através da abertura dos mercados e do livre fluxo de sua moeda.

A produção americana precisava ser evacuada, porque, apesar de lutarem no conflito, os Estados Unidos possuíam toda sua infraestrutura intacta e alavancada pela própria guerra.

O acordo de Bretton Woods deu ao dólar o privilégio da equivalência em ouro no comércio internacional, fato que ficou conhecido como privilégio exorbitante³, visto que os Estados Unidos tinham o privilégio de “fabricar” a moeda de reserva internacional. Esse sistema levantou algumas questões quanto a sua viabilidade, entre elas o Dilema de Triffin.

De acordo com Triffin (1960), para o dólar sustentar a demanda por ativos de reserva devido ao crescimento do comércio mundial, os Estados Unidos deveriam incorrer em déficits crescentes em sua balança de pagamentos no mesmo ritmo de crescimento do comércio mundial. Isso deixaria o dólar sobrevalorizado em relação ao ouro, além de causar um enorme desequilíbrio na balança de pagamentos americana.

³ Expressão criada em 1960 pelo 1º Ministro da França Valéry Giscard d'Estaing, pelo fato de os EUA poder criar moeda de reserva internacional, e portanto importar mercadorias de outros países em sua própria moeda.

No início da década de 1960, o fluxo de recursos que saíram dos Estados Unidos através do Plano Marshall⁴, dos gastos militares e com a compra de bens importados pelos americanos levantou dúvidas quanto à capacidade dos Estados Unidos de honrar a conversibilidade.

Crescia o temor de que os Estados Unidos não possuísem reservas em ouro suficientes para manter a conversibilidade. A solução apontada por Triffin era reduzir a quantidade de dólares em circulação no mundo, aumentando a taxa de juros e diminuindo o déficit na balança de pagamentos. Porém, a saída apontada foi repudiada, pois a solução poderia resultar em uma recessão, sendo assim, considerada inaceitável pelo então presidente John F. Kennedy.

Anos mais tarde, no final da década de 1960, a oferta internacional dos dois ativos de reserva chave, o dólar e o ouro, estavam insuficientes para apoiar a expansão do comércio mundial e o desenvolvimento financeiro.

Em 1969, o Fundo Monetário Internacional anunciava a criação dos Direitos Especiais de Saque (DES), na tentativa de amenizar a escassez de dólares e ouro, para complementar as reservas de seus países membros. O valor do DES foi inicialmente definido como equivalente a 0,888671 gramas de ouro puro, que na época também era equivalente a \$ 1,00 dólar.

Seu papel foi apoiar as taxas de câmbio fixas do sistema de Bretton Woods, já que os países participantes precisavam de reservas em ouro ou moedas estrangeiras amplamente aceitas conforme o necessário para manter a sua taxa de câmbio fixa.

No entanto, apesar do esforço, decorridos aproximadamente dois anos, o sistema de Bretton Woods entrou em colapso e, em 15 de agosto de 1971, o presidente Richard Nixon anunciou o fim da conversibilidade do dólar em ouro.

⁴ Plano Americano de empréstimos para reconstrução da Europa após a 2ªGM (1947-51).

Entre 1971 e 1973, todos os países desenvolvidos abandonaram o sistema, sepultando o acordo de Bretton Woods e dando nascimento ao sistema monetário atual, no qual as principais moedas mudaram para um regime de câmbio flutuante e o dólar continua a ser utilizado como principal moeda de reserva internacional.

2.1 Como funciona o sistema atualmente

Neste capítulo, serão vistos os pilares que sustentam o sistema monetário internacional, ou seja, as taxas de câmbio e o ativo de reserva que é utilizado predominantemente.

2.1.1 As Taxas de Câmbio

Hoje em dia, vive-se em um regime de taxas de câmbio flutuantes. De acordo com Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), o intenso debate sobre qual é melhor - câmbio fixo ou flutuante - ainda não foi totalmente superado. Há os que desejam uma maior flexibilidade para a formulação de políticas nacionais, com as taxas flutuando de acordo com os movimentos do mercado, mas também existem os que preferem as taxas fixas, facilitando assim o fluxo de bens e capitais.

Os críticos das taxas de câmbio flutuantes consideram que o comércio e os investimentos internacionais são prejudicados devido à incerteza quanto à taxa de câmbio futura. Outro problema é que a especulação é desestabilizadora, aumentando a amplitude dos movimentos da taxa de câmbio e desviando do real caminho a que teria seguido caso não houvesse a intervenção dos especuladores.

Então, se uma moeda fraca é vendida, o preço da moeda estrangeira aumenta e, conseqüentemente o preço das importações sobe, subindo também o nível de preços do país com moeda fraca. No entanto, os preços no país da moeda mais forte não aumentam tão rapidamente, gerando uma pequena defasagem nos

preços que já é suficiente para justificar a especulação.

Essa argumentação contra a taxa de câmbio flutuante é criticada pelos seus defensores. É alegado que os benefícios trazidos pela maior independência monetária superam em muito essas distorções. Ademais, podem ser adotadas políticas sem restrições externas, pois qualquer desequilíbrio na balança de pagamentos levaria a uma apreciação ou depreciação cambial, que acabariam por restabelecer seu equilíbrio.

Pode-se dizer que enquanto um país segue uma política expansiva em um regime de câmbio fixo, ou seja, uma política que leva a um déficit na balança de pagamentos superior a sua capacidade de pagamento; em um regime de câmbio flutuante a moeda local iria se depreciar. Tendo em vista que nenhum país é forçado a adquirir essa moeda criada para manter a paridade cambial (e conseqüentemente aumento do meio circulante), a base monetária não se expandiria nem seria afetada, já que não haveria de fato fluxos monetários. No entanto a moeda iria se valorizar em relação à moeda do governo que executou a política expansiva.

De acordo com seus defensores, as taxas de câmbio flutuantes não são fontes de incerteza para os agentes econômicos, pois os investimentos estrangeiros e o comércio internacional com compromissos em moeda estrangeira são protegidos com contratos de câmbio futuro. Dessa forma, os governos têm maior liberdade para adotar as políticas desejadas, apesar de seus níveis de preços serem diferentes de outros países.

Essa liberdade possibilita atingir objetivos como emprego ou metas de inflação. Em relação à desestabilização causada pela especulação, pode ser considerado um problema menor, visto que em pouco tempo os especuladores que operam com tendências de longo prazo acabam falindo.

Mayer, Duesenberry e Aliber (1993) ressaltam que apesar da possibilidade

das taxas de câmbio serem protegidas por contratos futuros sem elevado custo, isso só ocorre em economias com nível de incerteza muito baixo, ou seja, à medida que diminui a incerteza, menores são os custos para aquisição de contratos futuros de câmbio.

Uma maior independência monetária só é alcançada graças ao aumento dos mercados monetários, resultante da atividade de especuladores e operações de arbitragem, que são atraídos pela oportunidade de lucro associada à incerteza. Quando o mercado de câmbio é restrito e pequeno, a amplitude de ação da independência monetária também é reduzida. No entanto, um ambiente excessivamente incerto acaba inibindo o comércio internacional e investidores estrangeiros.

2.1.2 O Dólar Fiduciário

Por muitos anos, os ativos de reserva internacional baseavam-se no valor de algo tangível, como o ouro ou até mesmo a prata (até esta ser desmonetizada, no final do século XIX), mas, pela primeira vez na história da humanidade, foi abandonada a segurança da taxa de câmbio fixa em relação a um metal ou algum outro bem que representasse valor. Foi adotado então o dólar fiduciário, com seu valor aumentando ou diminuindo conforme sua demanda, confiança no seu valor e na economia americana. (FMI, 2010)

De acordo com Neto e Araújo (2007), esta revolução no sistema monetário internacional trouxe consigo muita instabilidade e um aumento extraordinário das crises financeiras mundiais⁵. Com o fim do sistema de Bretton Woods, houve um

⁵ Luc Laeven and Fabian Valencia (2008), 1973, crise do petróleo; 1979, segunda crise do petróleo; 1982, crise da dívida externa na América Latina; 1989-91, crise do sistema de poupança e empréstimo nos Estados Unidos; 1990, bolha especulativa japonesa; 1992-93, ataques especulativos às moedas no European Exchange Rate Mechanism; 1994-95, crise econômica no México, ataque especulativo e moratória; 1997-98, crise financeira asiática, desvalorizações e crise bancária em vários países da Ásia; 1998, crise financeira russa, desvalorização do rublo e inadimplência da Rússia; 2001-2002, crise econômica na Argentina, quebra do sistema bancário; 2008, crise econômica financeira internacional.

aumento da circulação de capital monetário devido às políticas seguidas pelo governo dos EUA.

Essas políticas resultaram no atual movimento de internacionalização do capital financeiro. Uma das questões centrais do problema está no fato de que para o mundo continuar tendo sua demanda de ativos de reserva suprida, os Estados Unidos precisam aumentar suas obrigações em relação ao resto do mundo com crescentes déficits em sua balança de pagamentos.

Conforme relatório do Banco Central Europeu (2006), as reservas mundiais de dólares têm aumentado assustadoramente. No período de 10 anos, entre 1995 e 2005, saltaram de USD 1,2 trilhões para USD 4,0 trilhões. A acumulação de reservas neste período apresentou quatro características sem precedentes.

A primeira delas é que do período de 2002 a 2004, as reservas mundiais em dólares aumentaram em 85%, três vezes mais rápido que entre os anos 1999 e 2001.

Em segundo, os países asiáticos, incluindo o Japão, são os que mais vêm acumulando mais reservas. Dos dez países com maiores reservas em dólares, oito pertencem a Ásia.

Em terceiro, poucos credores oficiais têm ampliado cada vez mais sua participação no total de reservas acumuladas. Os 5 maiores bancos centrais do mundo detinham 57% do total de reservas globais entre 1995 e 2001 e aumentaram essa parcela para 68% do total acumulado no mundo em 2004. Os casos mais críticos são os de Japão e China: juntos os bancos centrais destes dois países detêm quase 40% das reservas mundiais.

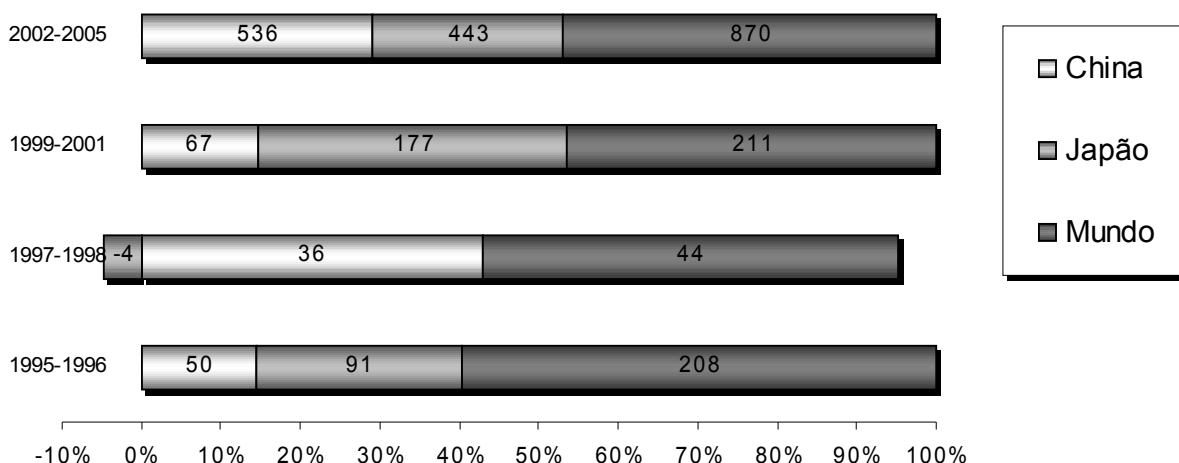


Gráfico 1 – Participação de China e Japão no aumento da acumulação de reservas (bilhões U\$)

Fonte: Elaboração própria com dados do relatório do Banco Central Europeu (2006)

Por último, os países exportadores de petróleo superaram as economias asiáticas em 2005 e emergiram como um novo grupo de acumuladores de reservas internacionais na economia mundial.

Entretanto, esses países têm diversificado suas formas de acumulação, não somente na forma tradicional em moeda, mas também negociando ativos atrelados a fundos ligados ao petróleo. Este fenômeno ainda não é visualizado claramente pelas estatísticas disponíveis e não se consegue mensurar a sua participação no financiamento do déficit dos EUA.

A tabela abaixo mostra o crescimento das reservas dos principais detentores e sua participação no total das reservas mundiais entre 1995 e 2005.

Tabela 1 – Crescimento das Reservas Mundiais

País	1995-1996		1997-1998		1999-2001		2002-2005	
	USD (bilhões)	Participação no crescimento mundial (%)	USD (bilhões)	Participação no crescimento mundial (%)	USD (bilhões)	Participação no crescimento mundial (%)	USD (bilhões)	Participação no crescimento mundial (%)
China	50	14,4	36	47,8	67	14,7	536	29,0
Japão	91	26,1	-4	-5,2	177	39,0	443	24,0
Taiwan	-5	-1,5	2	2,6	30	6,7	130	7,1
Rússia	9	2,6	-2	-2,8	26	5,6	114	6,1
Korea	8	2,2	21	27,7	49	10,8	102	5,5
Índia	0	0,0	7	9,4	18	3,9	92	5,0
Malásia	2	0,4	-1	-1,8	3	0,7	49	2,7
Singapura	18	5,2	-3	-3,4	1	0,3	41	2,2
Algeria	2	0,5	2	2,6	12	2,5	33	1,8
Brasil	22	6,2	-14	-19,0	2	0,3	19	1,0
Mundo	349	100	76	100	455	100	1849	100

Fonte: FMI e Banco Central Europeu (2006)

Há ainda a acumulação de reservas internacionais pelas Economias de Mercado Emergentes (EME), fenômeno que pode ser atribuído a três principais motivos, além da escalada dos preços do petróleo.

O primeiro deles é que muitas delas, em função das crises das últimas duas décadas, vêm acumulando reservas como forma de proteção a suas economias para possíveis crises futuras.

Em segundo lugar, após sua recuperação econômica depois da crise asiática em 1997 e a forte desvalorização de suas moedas, estes países têm buscado o crescimento sustentado através de políticas voltadas às exportações.

E por último, certas características das EME, como seus sistemas financeiros imaturos, que são dispendiosos e ineficientes, acabam dificultando o direcionamento da poupança privada para investimentos. Outra peculiaridade é a tendência que essas economias têm à dolarização oficial e privada de ativos internacionais pelos seus credores.

Sob um aspecto macroeconômico percebem-se disparidades, como o excesso de poupança doméstica e investimento de alguns países (principalmente China) e a escassez de investimentos em outros (outras economias emergentes da Ásia).

A acumulação de reservas está fortemente ligada às características mencionadas acima e, aparentemente, tem um aspecto em comum, o papel desempenhado pela acumulação de ativos estrangeiros. Um resultado da utilização do dólar como instrumento de integração das EME interessadas nos mercados financeiros globais.

Alguns países, principalmente asiáticos, conseguiram se transformar em grandes “players”⁶ no comércio internacional. Porém, ainda são considerados subdesenvolvidos sob aspecto financeiro.

Provavelmente, esta é uma das razões pelas quais eles detêm em torno de dois terços das reservas internacionais, enquanto essas reservas eram de apenas 30% no final do sistema de Bretton Woods, no início dos anos 70. Enquanto isso, os países desenvolvidos e com mercados financeiros mais maduros têm mantido suas reservas mais ou menos estáveis em torno de U\$ 500 bilhões, desde os anos 1990.

O contínuo aumento de reservas ao longo do tempo pode ocasionar riscos e custos, como por exemplo, pressões inflacionárias, bolhas especulativas, dificuldade de gerenciamento das políticas monetárias e possíveis ampliações nas perdas de capital das autoridades monetárias devido à desvalorização da moeda americana e custos de esterilização do mercado.

2.2 O Federal Reserve System - FED

O Federal Reserve System é uma instituição muito importante no sistema

⁶ Denominação dada a agentes ou economias com significativa importância no cenário internacional

monetário internacional, pois, atualmente, ele desempenha o papel de “banco central mundial”. Portanto será analisada sua formação, estrutura e independência.

2.2.1 Formação e Estrutura

O Federal Reserve (FED) é o banco central dos Estados Unidos, sendo criado pelo Congresso americano no ano de 1913. Seu papel, na época, era prover mais segurança, maior flexibilidade no manejo da política econômica e tornar o sistema monetário e financeiro mais estável.

De acordo com o relatório da própria instituição “*Purposes and Functions*” (2005), os objetivos do FED, atualmente, são: conduzir a política monetária americana influenciando as condições da oferta de moeda e crédito na economia; permitir melhores condições de emprego; manter os preços estáveis e uma taxa de juros relativamente baixa; supervisionar e regular as instituições bancárias para garantir segurança e confiança do povo americano no sistema bancário e financeiro; manter a estabilidade do sistema financeiro, evitando os riscos de crises sistêmicas que possam atingir os mercados financeiros e, por último, fornecer o serviço de depósitos financeiros às instituições governamentais dos EUA e instituições estrangeiras oficiais, desempenhando um papel importante no sistema de pagamentos.

Segundo seu relatório *Purposes and Functions* (2005), a instituição é comandada por uma *Mesa de Governadores* (Board of Governors) sediada em Washington D.C., a qual é composta por sete membros indicados pelo presidente e aprovados pelo Senado.

Os membros da mesa cumprem mandatos escalonados de 14 anos e não podem ser indicados novamente. Isso evita que os nomeados sofram pressões políticas para se manterem nos cargos, garantindo autonomia em suas decisões.

O presidente americano ainda escolhe dentre os membros um presidente e um vice-presidente da mesa para um mandato de 4 anos. Essa designação é aprovada pelo Senado e pode ser renovada por mais um mandato, sujeito à aprovação também dos senadores.

Em âmbito menor, abaixo da *Mesa dos Governadores*, há 12 bancos distritais subordinados, com sedes localizadas em Boston, Nova Iorque, Filadélfia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas, Dallas e São Francisco, e, ainda, mais 25 filiais espalhadas em outras cidades americanas.

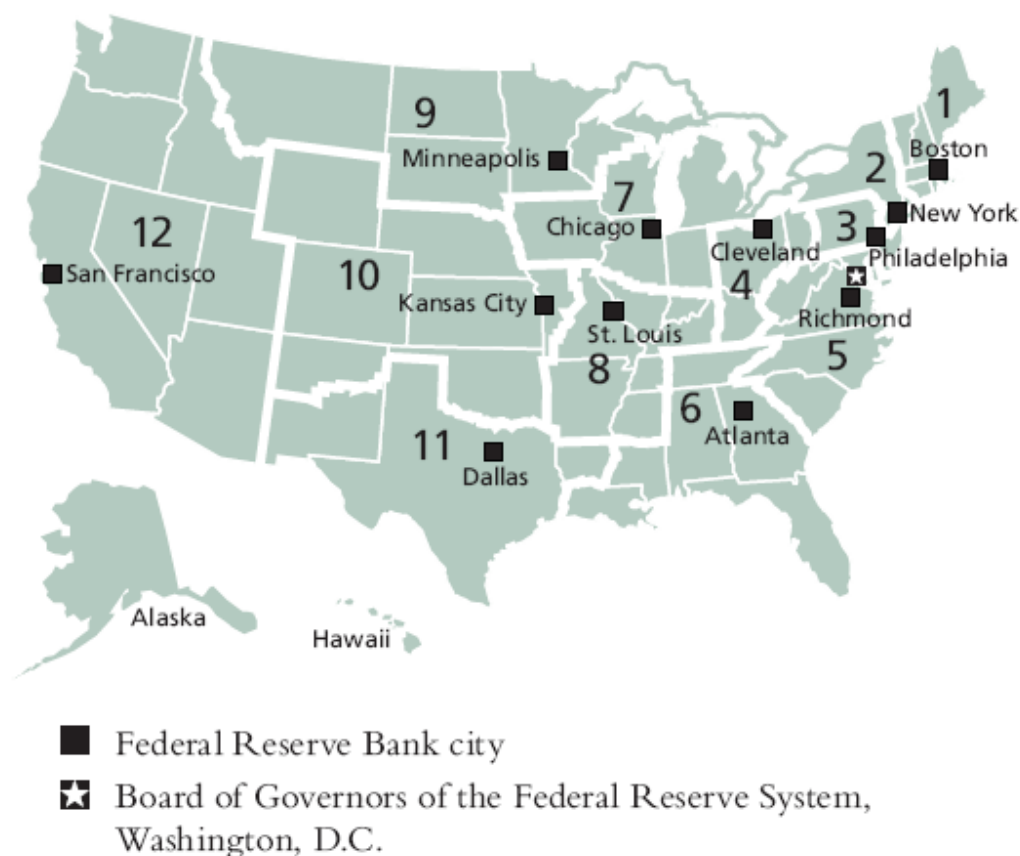


Figura 1 – Distritos e Sedes do FED

Fonte: The Federal Reserve System (2005)

Em todas as sedes, há uma *Mesa de Diretores* (Board of Directors) contendo nove diretores distritais, que escolhem um presidente distrital responsável por

orientar e dirigir as operações locais, sendo submetido à aprovação da Mesa dos Governadores e ficando subordinado a ela.

Os diretores distritais são igualmente divididos em três grupos: classe A, representando os bancos comerciais associados ao FED; e classes B e C representando o interesse público, que não podem ter qualquer vínculo empregatício com instituições financeiras. Os diretores classes A e B são eleitos pelos bancos comerciais associados, enquanto os diretores classe C são eleitos pela Mesa de Governadores.

O papel da mesa de diretores é prover o *Federal Reserve System* com o máximo de informações sobre as condições econômicas de seus distritos. Esta informação será utilizada pelo Federal Open Market Committee (FOMC)⁷ para tomada de decisões sobre os rumos da política monetária.

Os encontros do FOMC para decidir sobre a economia ocorrem 8 (oito) vezes por ano. Após a reunião, é publicado um relatório, informalmente chamado de *livro bege*, o qual contém uma compilação das informações apresentadas pelos diretores distritais e as decisões tomadas sobre a taxa de juros e política monetária.

2.2.2 A Independência do FED

Para Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), a independência do FED é bem maior que a geralmente atribuída a outros órgãos do governo americano, pois, apesar de ser o Presidente dos Estados Unidos, com a aprovação do Senado, que escolhe quais os membros da mesa de governadores serão nomeados, depois que isso acontece o mandatário não tem qualquer poder “oficial” sobre eles.

Portanto, depois de nomeado, não precisa seguir ordens do presidente. Isso

⁷ Comitê de política monetária americano, formado pelos 7 membros da mesa de governadores, mais 5 presidentes das mesas de diretores.

possivelmente ocorre, pois quando o novo membro da mesa assume, tende a seguir o pensamento dominante dos demais membros.

De uma forma geral, o único poder que tem algum controle sobre o FED é o Congresso Americano, já que foi uma criação sua. Porém, esse controle não ocorre frequentemente e nem a legislação o permite. Dessa forma, apesar do dever de comunicar ao Congresso as metas de inflação e variações no estoque de moeda, as reações dos congressistas podem ser ignoradas até certo ponto.

Embora não seja estabelecido legalmente o poder do presidente americano e do Congresso sobre o FED, isso não significa que ambos não tenham influência em suas decisões.

Devido à sua posição de maior poder dentro do governo e de sua legitimação pelo povo, o Presidente exerce grande influência através da persuasão moral. Raramente os membros da mesa se opõem a um Chefe de Estado que foi eleito pela maioria dos americanos.

Os membros da mesa acabam se alinhando com o Presidente, pois precisam manter boas relações e conseguir seu apoio, com o objetivo de aprovar no Congresso leis que ajudem a regulamentar o setor bancário, ou então para frear outro projeto de lei que não seja de seu interesse. Outro motivo para estar do lado do presidente, está relacionado com a nomeação dos novos membros, pois assim será escolhido alguém da preferência dos membros da mesa.

Entretanto, cada caso é singular. A influência do Congresso e do presidente possui certos limites e o FED tem um poder muito grande sobre as instituições financeiras, conseguindo mobilizá-las em seus distritos para pressionar o governo a manter sua independência.

Segundo Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), somente em casos extremos o Congresso intervém na condução da política monetária, principalmente porque não tem conhecimento mais profundo sobre política monetária. Os membros da mesa têm um maior conhecimento nessa área e são eles que evitam grandes choques e surtos inflacionários. Os congressistas teriam um retorno político muito pequeno caso se informassem o bastante sobre a política monetária a ponto de questionar o FED.

O fato de se opor à posição do BC americano pode até receber elogios de alguns redutos eleitorais, mas geralmente é demonstrado pelos membros da mesa que não passam de ataques sem fundamento.

Eventualmente, quando as taxas de juros permanecem altas por muito tempo e começam a incomodar os eleitores, acaba-se criando uma certa vulnerabilidade em relação à independência e o Congresso tem apoio para pressionar os membros da mesa. Esse poderia ser caracterizado como um caso extremo, mas raramente tem ocorrido, pois esses períodos passam antes que a opinião pública tenha tempo de se mobilizar.

A independência em relação às pressões em geral e ao governo é mantida através da “desinformação”, ou seja, fornecendo o mínimo possível de informações. Uma das qualidades necessárias de um presidente do FED é a habilidade de não fornecer ao público respostas claras e objetivas. (GREENSPAN, 1987⁸ apud MAYER; DUESENBERRY; ALIBER, 1993, p.202):

Desde que me tornei um banqueiro central, aprendi a murmurar com grande incoerência. Se eu lhe parecer excessivamente claro, você não deve ter entendido o que eu disse.

⁸ GREENSPAN, Allan. Wall Street Journal, New York, p.31, 22 Oct. 1987.

2.3 Contágio Global e Crises Sistêmicas

Ao longo deste capítulo, será traçada a relação do atual sistema monetário internacional com a crise monetária e financeira internacional que se abateu sobre a economia mundial. Serão vistas as origens (créditos “podres” do Subprime) e os desdobramentos (do contágio da economia global à necessidade de reformas) que acabaram suscitando.

2.3.1 A crise do Subprime

No ano de 2007 ocorreu uma das piores crises desde 1930. Os mercados financeiros foram surpreendidos por notícias de perdas no mercado imobiliário norte-americano. Crises em geral são até determinado ponto comuns, entretanto, essa crise em especial ameaçava grandes bancos e fundos de investimento.

Para Borça Junior e Teixeira Filho (2009), a crise teve dois períodos distintos. Em um primeiro momento, se pensava que era um problema localizado e que logo seria superado, mas com passar do tempo o aprofundamento da crise tornou-se evidente.

O FED, por algum tempo, declarou que os problemas no segmento Subprime⁹ do mercado imobiliário teriam perdas limitadas, sem muitas consequências significativas. Porém, alguns meses depois, o então presidente da instituição, Bernanke, demonstrou certa preocupação com os desdobramentos dos últimos meses, que apontavam para um risco de crédito maior e mais pulverizado do que se imaginava.

Ocorreu então uma fuga dos investidores internacionais dos fundos

⁹ Hipotecas de alto risco por oferecerem poucas garantias, por isso não recebem a taxa “prime”, antes da crise eram consideradas seguras, pois tinham o valor dos imóveis como garantia, porém depois do estouro da bolha imobiliária as garantias não valiam quase nada e as hipotecas subprime acabaram se transformando em créditos “podres”.

imobiliários e créditos hipotecários, prejudicando o funcionamento de vários mercados. Como resultados, nos Estados Unidos, os títulos de curto prazo tiveram redução de liquidez e, na Inglaterra, houve uma corrida a grandes bancos nacionais, como o Northern Rock.

Nos mercados interbancários internacionais, as taxas de juros começaram a aumentar, sinalizando que os bancos internacionais estavam receosos em emprestar dinheiro.

Com desenrolar da crise, os Bancos Centrais de alguns países começaram a intervir e injetar liquidez para que a crise não tomasse proporções maiores. Mas as medidas foram insuficientes e a crise aprofundou-se ainda mais.

Já no ano de 2008, o quinto maior banco de investimentos americano, o Bear Stearns, estava sob risco de falência. Então o FED resolveu tomar uma atitude mais enérgica, mudando assim sua postura diante dos acontecimentos. Foi aberta uma linha especial de crédito de cerca de U\$ 30 bilhões, para que o JP Morgan Chase adquirisse o Bear Stearns.

Além disso, o FED declarou que garantiria liquidez ao mercado americano, diminuindo momentaneamente os temores acerca da crise. O secretário do Tesouro Americano Henry Paulson, além de economistas conceituados, como Paul Krugman e Anatole Kaletsky, chegaram a anunciar que o pior da crise já havia passado.

Com decorrer dos meses, novos problemas de liquidez reapareceram, dessa vez atingindo as agências de fomento com garantia do governo americano, a Fannie Mae e Freddie Mac¹⁰. Após algumas tentativas de recapitalização dessas agências, o governo decidiu, em setembro de 2008, assumir o controle acionário, ou seja, estatizando essas instituições.

¹⁰ Agências americanas de fomento ao financiamento imobiliário para famílias de baixa renda.

Neste mesmo mês, o quarto maior banco de investimentos americano, o Lehman Brothers, anunciou um prejuízo de U\$ 3,9 bilhões de dólares no terceiro trimestre. Apesar do interesse dos bancos Barclays e Bank of América pela instituição, o FED negou recursos para operação e o banco acabou falindo.

A posição do FED em não intervir foi muito criticada e acabou agravando a crise e levando pânico aos mercados financeiros. Bancos e empresas, independentemente de sua saúde financeira, tiveram dificuldades para obter recursos no mercado financeiro. (BORÇA JUNIOR; TEIXEIRA FILHO, 2009)

A dúvida quanto à solvência das instituições financeiras americanas aumentou e não havia mais previsão do impacto que poderia causar no lado real da economia.

Diante da situação, uma série de medidas foram adotados pelo FED, entre elas o apoio financeiro à American International Group (AIG)¹¹, suporte financeiro ao processo de fusões entre bancos e sua transformação em *holding banks*, pacote de ajuda ao sistema financeiro *Troubled Asset Relief Program* (TARP) com aporte de recursos inicial de U\$ 700 bilhões de dólares, criação de uma linha de crédito de curto prazo para fornecer capital de giro as empresas, e por fim, uma linha de crédito para os financiadores do mercado monetário.

Outra medida foi a ampliação da liquidez, seguindo dois caminhos. Um primeiro, trocando títulos do Tesouro Americano por créditos privados menos líquidos e, um segundo, ampliando o volume total de crédito ao setor privado.

¹¹ Empresa americana do ramo de seguros de créditos e outros segmentos.

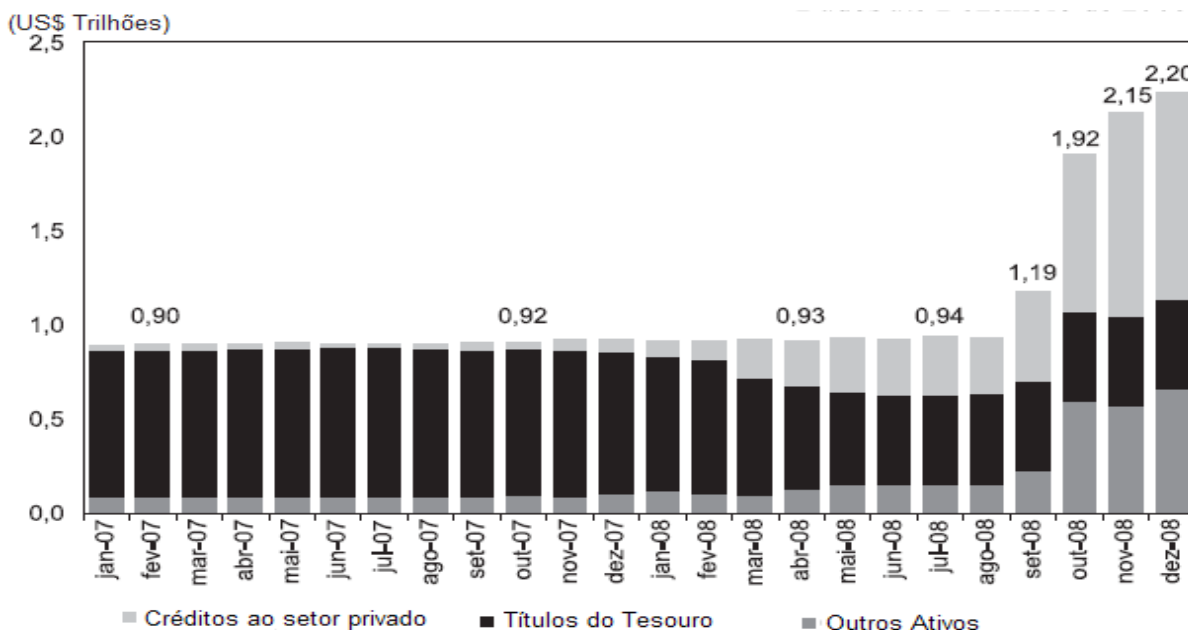


Gráfico 2 – Composição da ampliação da liquidez realizada pelo FED.

Fonte: Borça Junior; Teixeira Filho (2009, p.154).

Em dezembro de 2008, com o agravamento da crise que influenciou negativamente os indicadores econômicos americanos e seu contágio para o resto do mundo, Ben Bernanke¹² reconheceu a gravidade da situação e declarou que as condições da economia continuariam pouco favoráveis. Previu um aumento significativo no desemprego e a desaceleração da atividade econômica, além de consumo deprimido, diminuição da renda e, conseqüentemente, recessão da economia mundial.

2.3.2 Contágio Global

Muito antes da crise atingir a economia no final de 2008, o crescimento do PIB nos países desenvolvidos já havia perdido o fôlego. Essa desaceleração foi um dos fatores que colaborou para o mundo entrar em recessão. As perspectivas de crescimento no ano de 2009 caíram mais de 2,5%. (UNCTAD, 2009)

O evento que se iniciou nos Estados Unidos com o Subprime se espalhou

¹² Presidente do FED desde 2006, precedido por Alan Greenspan

quase simultaneamente para o resto do mundo, contaminando todos os mercados, sem poupar nenhum, desde os mercados de capitais e imobiliários dos países desenvolvidos e emergentes, até os mercados de câmbio e produtos primários.



Gráfico 3 – Reflexo da quebra do Lehman Brothers nas principais bolsas mundiais

Fonte: Elaboração própria, com base de dados e software Bloomberg (2010).

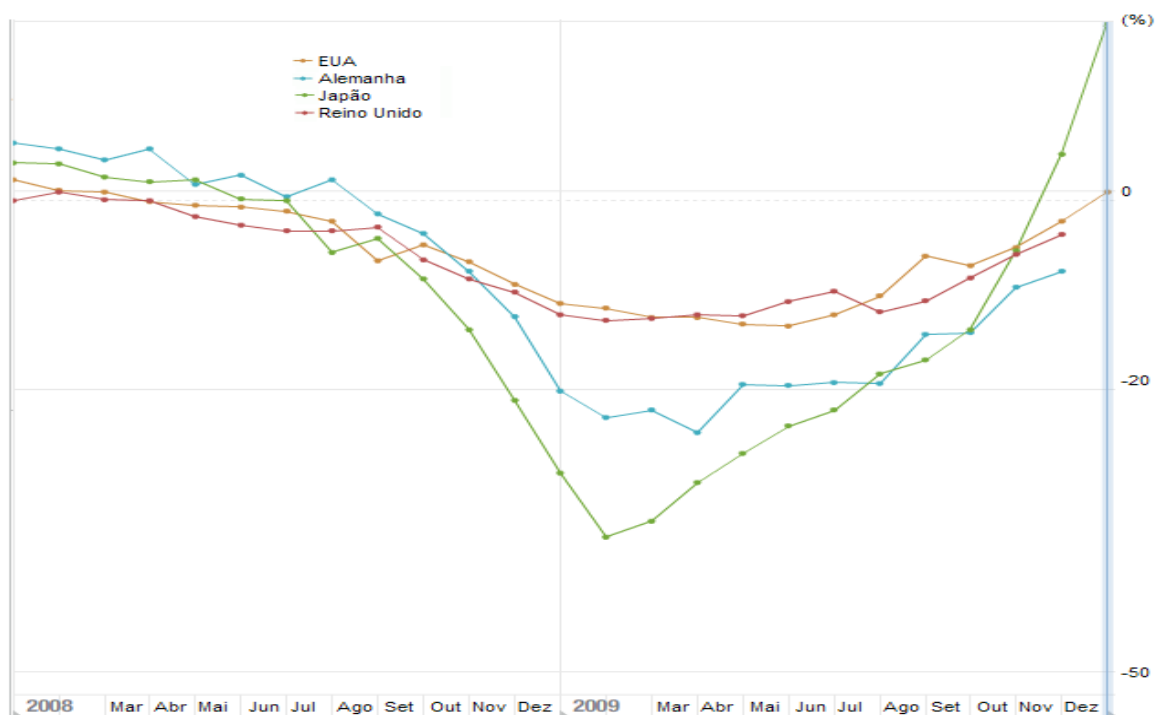


Gráfico 4 – Produção Industrial

Fonte: Elaboração própria, com base em dados e software do FMI (2010).

A contração da oferta de crédito, devido à falência do Lehman Brothers, acabou afetando o lado real da economia, diminuindo o consumo das famílias e provocando a maior recessão desde a Grande depressão de 1930.

As empresas mais atingidas foram as ligadas ao setor financeiro, mas também foram afetados os setores de construção, bens de capital e bens de consumo duráveis, todos estes dependentes do mercado de crédito.

No primeiro trimestre de 2009, a formação bruta de capital fixo (FBKF) chegou a ter queda na casa de dois dígitos na maioria das principais economias do mundo. Enquanto isso, problemas de solvência atingiam setores não-financeiros em muitos países.

São muito remotas as possibilidades de que, nos próximos anos, as economias desenvolvidas cresçam suficientemente para manter o crescimento mundial no mesmo ritmo de antes da crise. Isso porque não se espera que o consumo e o investimento se recuperem tão cedo devido à baixa utilização da capacidade produtiva e aumento do desemprego.

Outro problema é a descapitalização dos bancos e a necessidade de esterilização de ativos “podres” para que eles possam retomar sua atividade normal de prover crédito para investimentos em capital fixo.

Até isso ocorrer e a contração do PIB ser detida serão necessárias políticas monetárias e fiscais expansivas. Dessa forma, é possível que a economia mundial se recupere ainda em 2010.

2.3.3 Reforma do Sistema Monetário e Financeiro Internacional

Segundo o relatório da UNCTAD (2009), o predomínio de atividades

puramente financeiras sobre atividades realmente produtivas foi o principal fator a desencadear a crise financeira global. A crença inabalável do livre mercado seduziu governos e reguladores que subestimaram o risco e a excessiva desregulamentação. O resultado foi que os agentes privados se alavancaram tanto que criaram um caos nos sistemas financeiros nacionais e internacionais.

Para evitar futuras crises, os instrumentos financeiros sem benefício social devem ser eliminados através da regulamentação da atividade dos mercados financeiros. Esta regulamentação deve ocorrer em âmbito global com a reformulação do sistema monetário e financeiro internacional.

Inovações financeiras geralmente fornecem pouco benefício social e podem desestabilizar as atividades do lado real da economia, pois grande parcela dos novos “produtos financeiros” dos mercados em geral é desvinculada das atividades “reais” da economia.

Muitos destes “produtos financeiros” diminuem a capacidade das instituições de percepção e gestão do risco e isso tem ocasionado um sistema pouco transparente e desregulamentado, como foi o caso das hipotecas Subprime.

O bem-estar social trazido pelos mercados financeiros é altamente questionável. Muitas vezes mais crédito disponível não significa necessariamente crescimento sustentado e, em certo ponto, o tamanho excessivo do sistema financeiro prejudica o crescimento das atividades produtivas.

Geralmente os participantes dos mercados reagem de forma muito semelhante diante de alguma nova informação e, conseqüentemente, essa especulação afeta os preços tanto para cima quanto para baixo, mesmo sem nenhuma justificativa fundamentada.

A recente crise experimentada reacende questões tomadas como resolvidas, como por exemplo, a abertura total dos mercados e o livre fluxo dos capitais privados para alcançar o desenvolvimento econômico. Até o momento, esta era a visão de economias ortodoxas e das instituições financeiras das últimas décadas.

Promover o controle da conta capital na balança de pagamentos poderia dar mais flexibilidade e autonomia as políticas macroeconômicas a fim de alcançar o desenvolvimento e a estabilidade.

Dessa forma, poderiam ser evitados os fluxos especulativos de capitais privados, a diminuição da volatilidade do câmbio e distorções que são desestabilizadoras dos sistemas monetários nacionais e internacionais.

Outro aspecto a ser melhorado é a confiança na estabilidade das condições econômicas, o que torna possível uma alocação mais eficiente dos investimentos de longo prazo.

Portanto, para alcançar maior estabilidade é necessária uma remodelagem de todo o sistema monetário e financeiro internacional. Começando pelo fato do principal ativo de reserva internacional ser uma moeda nacional.

Atualmente, todas as decisões de política monetária dependem do banco que emite o ativo de reserva internacional, neste caso o FED. Certamente, essas decisões são tomadas em função das preferências de sua política nacional. Não são levadas em consideração as necessidades da economia mundial e do sistema de pagamentos internacionais.

Ainda há o problema dos desequilíbrios em conta corrente, pois todo ônus do ajuste dos fluxos de capitais fica com os países que estão enfrentando déficit, que geralmente são as economias já fragilizadas e que estão passando por algum problema.

Essa situação foi enfrentada por muitos países emergentes e ainda agravada pela posição do Fundo Monetário Internacional (FMI), que exigia dos países deficitários o ajuste da sua balança de pagamentos como condição para liberar empréstimos ao invés pressionar os países superavitários a realizar políticas mais expansionistas.

Em situação privilegiada se encontram os Estados Unidos, pois, como podem emitir a moeda de reserva internacional, ficam livres de ter que equilibrar sua balança de pagamentos, podendo assim manter déficits em sua conta corrente por período indeterminado.

Contudo, o gerenciamento da conta capital e a adoção de uma nova moeda de reserva internacional não acabariam com todos os problemas e desequilíbrios globais, em especial nos países emergentes. Ressalta-se a importância das taxas de câmbio, que afetam a absorção de choques externos e, para ser mais eficientes, não podem ser totalmente flexíveis, nem rígidas.

A melhor alternativa, conforme relatório da UNCTAD (2009), seria os países adotarem um sistema de taxas de câmbio que fossem flexíveis, embora administradas.

O objetivo deste sistema é manter as taxas de câmbio reais em patamares equivalentes a posição da conta corrente, minimizando os possíveis desequilíbrios como a sobrevalorização ou subvalorização cambial.

Como a taxa de câmbio é uma variável que depende de pelo menos duas moedas distintas, a possibilidade das taxas de câmbio serem administradas multilateralmente têm muito mais chances de alcançar a estabilidade.

A UNCTAD afirma que o novo sistema monetário internacional com base em

regras e acordos multilaterais é a forma mais eficiente de alcançar a estabilidade macroeconômica de forma igualitária no comércio internacional sem privilegiar ou onerar nenhuma nação independente da sua posição, seja emergente ou desenvolvida.

É imprescindível manter taxas reais de câmbio em um nível sustentável. O sistema deve evitar ao máximo os fluxos de capitais especulativos que geram incerteza e volatilidade no sistema financeiro, prejudicando assim o lado real da economia e os fluxos comerciais.

Para conseguir taxas de câmbio reais sustentáveis de forma competitiva alguns objetivos devem ser focados:

- Frear a especulação, pois ela é resultado da exploração de diferenças e distorções nos preços, que naturalmente seria compensada por mudanças nas taxas nominais de câmbio.

- Evitar crises monetárias. Assim, o incentivo para especular com moedas de países com alta inflação não ocorreriam mais e, um dos fatores da desestabilização - a sobrevalorização - também seria resolvido.

- Prevenir desequilíbrios globais duradouros e evitar déficits frequentes na balança de pagamentos.

- Diminuir o excesso de exigências do FMI para liberação de recursos para países em dificuldades, como cortar gastos públicos e aumentar a taxa de juros.

- Reduzir a necessidade de manter reservas internacionais em consonância com a utilização dos *Direitos Especiais de Saque* (DES) do FMI. Isso ajudaria a estabilizar as taxas reais de câmbio multilateralmente.

2.4 Considerações em Relação ao Sistema Atual

No decorrer deste capítulo foi apresentado como se formou o sistema atual, desde seu nascimento e desenvolvimento até a atual estrutura e instituições que o administram. Ficaram claros os motivos que levaram à sua concepção, deixando de lado aspectos econômicos e de suma importância para o sucesso de uma nova ordem monetária internacional para adotar critérios puramente políticos.

Discorre-se também sobre as relações desse sistema com os desdobramentos da crise de 2008, que apontam para inabilidade de uma instituição nacional em exercer um papel que deve ser desempenhado imparcialmente sem interferência do governo.

Todos estes fatos trazem implicações importantes para definição sobre a possibilidade de adoção de uma nova moeda de reserva internacional, pois denotam falhas e anomalias ao longo de sua formação, que acabaram desencadeando enormes desequilíbrios e instabilidade econômica.

3 OS BANCOS CENTRAIS E A POLÍTICA MONETÁRIA

Uma das instituições mais importantes na nossa economia para a condução da política monetária é o banco central e, embora, use a palavra banco na sua denominação, desempenha um papel muito mais amplo e diferente dos bancos comuns. (MAYER; DUESENBERRY; ALIBER, 1993).

Enquanto bancos comerciais visam o lucro e fazem a intermediação entre o credor e o tomador, o banco central tem seu objetivo baseado em metas para economia, como evitar falências bancárias, manter altos níveis de emprego, baixos níveis de inflação, entre outros.

Os bancos centrais como os conhecemos hoje são resultado da evolução do sistema monetário ao longo das décadas e, basicamente, se desenvolveram de duas formas.

O primeiro exemplo é o *Bank of England*, que inicialmente era um banco comercial, mas com decorrer do tempo foi recebendo novas atribuições e acabou transformando-se em um banco central.

Uma segunda forma de evolução é o FED, que, desde seu início, foi concebido como banco central, tendo sido criado legalmente pelo Congresso americano, como já mencionado.

3.1 Funções de Um Banco Central

Entre as atribuições de um banco central, as mais importantes, segundo Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), são controlar o meio circulante e a taxa de juros e, ainda, evitar falências bancárias.

Outro papel que geralmente é assumido pelo BC é o de dar assistência e assessoramento ao governo, principalmente em assuntos relacionados à área de finanças internacionais. Por isso, muitos bancos centrais possuem grandes quadros de pesquisadores.

3.1.1 Emissão de moeda e controle do meio circulante

De acordo com Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), a emissão de moeda em geral é feita pelo banco central, embora em alguns países esta tarefa seja dividida com o Tesouro. No entanto, o BC tem o monopólio sobre o controle do meio circulante.

Quando os bancos comerciais obtêm reservas, eles aumentam seus depósitos e também sua capacidade de empréstimo. Caso não houvesse alguma forma de controle, a quantidade de moeda poderia crescer de forma inadequada.

Para realizar o controle sobre o a taxa de crescimento da moeda, o governo pode determinar que os bancos comerciais tenham alguma mercadoria valiosa, como o ouro, em quantidade equivalente ao valor de seus depósitos.

Outra opção mais convencional, atualmente, é criar um “banco central” responsável por guardar as reservas de outros bancos e exercer o controle sobre o meio circulante.

3.1.2 Evitar Falências Bancárias

Evitar a falência de bancos e instituições financeiras é, talvez, dentre suas atividades, a tarefa mais importante do banco central, pois, se falhar, pode levar não só a economia local, mas também a do resto do mundo, a uma crise sistêmica. Evidentemente, isso dependeria do peso dessa economia no cenário mundial.

Portanto, o banco central deve assegurar proteção aos bancos e instituições financeiras para evitar falências generalizadas, principalmente, se houver muitos bancos pequenos na economia. Segundo Mayer, Duesenberry e Aliber (1993, p.188):

[...] um banco central deve agir como emprestador de última instância, ou seja, como uma instituição capaz e disposta, numa crise, a conceder empréstimos a bancos quando outros bancos não podem ou não querem emprestar.

O banco central pode intervir em situações de crise sem risco de falir, já que tem o poder de criar reservas. Porém, deve agir com parcimônia no uso desse privilégio, pois corre o risco de conduzir a economia a um surto inflacionário.

Apesar da atribuição do BC de emprestador de última instância ser uma função de extrema importância, poucas vezes ela é utilizada. Ele somente entra em ação quando o pânico financeiro atinge os mercados. Nessas situações, o banco central deve estar pronto para agir. Caso isso não ocorra, podem-se desencadear falências em massa e ele próprio pode perder o controle sobre a situação.

3.1.3 Outras Atividades Rotineiras dos Bancos Centrais

Além das funções já citadas, também há alguns outros serviços rotineiros que o banco central presta ao sistema financeiro. Como por exemplo, “banco dos bancos”, pois a maior parte dos bancos comerciais mantém suas reservas depositadas nele.

Essas reservas não estão necessariamente depositadas fisicamente, já que podem estar na forma de lançamentos contábeis. Além disso, como o BC tem todos esses registros, eventualmente compensa cheques para os bancos comerciais.

Outra atividade que o BC exerce é ser o “banco do governo”, prestando uma

série de serviços. O governo pode ter uma conta semelhante a uma conta corrente, onde emite seus cheques contra essa conta. Em alguns países, o governo ainda vende seus títulos por intermédio do seu banco central.

De acordo com Lundberg (2000), em alguns casos, além das atividades ligadas a política monetária e cambial, a supervisão bancária também é feita pelo banco central, ou seja, o controle de fusões, regulação e fiscalização do sistema financeiro.

Geralmente nos países menos desenvolvidos, o banco central cumpre ainda uma atribuição adicional, a de conceder empréstimos ao Tesouro. A evolução de vários bancos centrais se deu justamente pelo fato de emprestarem dinheiro ao governo em troca de certos privilégios, como o caso do Bank of England.

Porém, o fato de serem concedidos empréstimos ao Tesouro pode resultar em inflação, pois procedendo desta forma, na realidade se está criando moeda nova, e, conseqüentemente, há um aumento do meio circulante.

3.2 Independência dos Bancos Centrais

Segundo Freedman (2003), entre os aspectos mais interessantes da evolução dos bancos centrais no século XX, está a difusão da independência dos bancos centrais (IBC) em relação ao governo e a importância de um objetivo claro ou delegação da política monetária para o banco central.

Estas características foram motivadas pelo período de alta inflação vivida na década de 1960. A literatura teórica e empírica ainda atribui à IBC uma relação do “*viés inflacionário*” com o modelo de “*inconsistência temporal*”, que desempenhou um papel fundamental para garantia da independência dos bancos centrais pelos seus governos.

O objetivo deste capítulo é analisar as relações entre a inflação alta e o modelo de inconsistência temporal para justificar a IBC e sua relação com delegação da política monetária.

3.2.1 O Modelo de Inconsistência Temporal

As altas taxas de inflação atingiram muitas economias desenvolvidas na década de 1960 e início de 1980. Esse fenômeno resultou no desenvolvimento de uma literatura voltada a explicar este viés inflacionário na economia. (FREEDMAN, 2003)

Um simples modelo elaborado por Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983) citados por Freedman (2003, p.91), mostrou-se capaz de gerar inflação sistemática mesmo quando a inflação era considerada de custos. Duas equações foram necessárias:

$$L=(p - p^*)^2 + \beta(Q - Q^*)^2 \quad (1)$$

$$Q - Q^N = \gamma(p - p^e) + \varepsilon \quad (2)$$

A primeira equação representa a perda da função da autoridade (ou público). Esta é uma função quadrática da diferença entre a inflação real (p) e a inflação desejada (p^*), geralmente considerada zero nos modelos teóricos, mais a diferença entre o nível de produção real (Q) e o nível de produção desejado (Q^*).

Na segunda equação, tem-se a função de oferta agregada relacionando a diferença entre a produção e seu nível natural (Q^N), que é igual a diferença entre a inflação real e esperada ($p - p^e$). Há também o termo (ε) que é interpretado como um choque de oferta na função de oferta.

A dinâmica das equações ocorre da seguinte forma: primeiro, os agentes

formam suas expectativas e, depois, o banco central altera a taxa de inflação. Finalmente o choque (ϵ) acontece e, somado à inflação surpresa, determinam o nível de produção.

Supondo que $Q^*=Q^N$ e que o governo queira alcançar um produto maior do que o compatível com sua capacidade ($Q^*>Q^N$). Este desejo do governo pode ser motivado por alguma ineficiência no sistema, tais como distorções nos impostos, desemprego ou ambos.

Se a política se ajusta sobre bases discricionárias e se os agentes conhecem a estrutura do modelo e ajustam suas expectativas racionalmente e o resultado será um aumento da inflação ($p>p^*$), com a capacidade de produção no mesmo nível.

Isso se explica da seguinte forma: quando os agentes decidem sobre suas expectativas de inflação, o banco central tenta ajustar a taxa de inflação acima do esperado e busca causar uma surpresa inflacionária para gerar um aumento real no produto.

Porém, os agentes estão cientes do incentivo do BC em causar uma surpresa inflacionária e ajustam suas expectativas racionalmente. O resultado é uma taxa de inflação alta o suficiente para anular os incentivos criados para serem uma surpresa, com o custo ainda de inflação mais alta sem o benefício de qualquer aumento na produção. Ou seja, $p>p^*$ e $Q=Q^N<Q^*$.

Pode se resumir a uma cadeia de eventos o resultado da política adotado em um banco central independente ou suscetível à influência do governo.

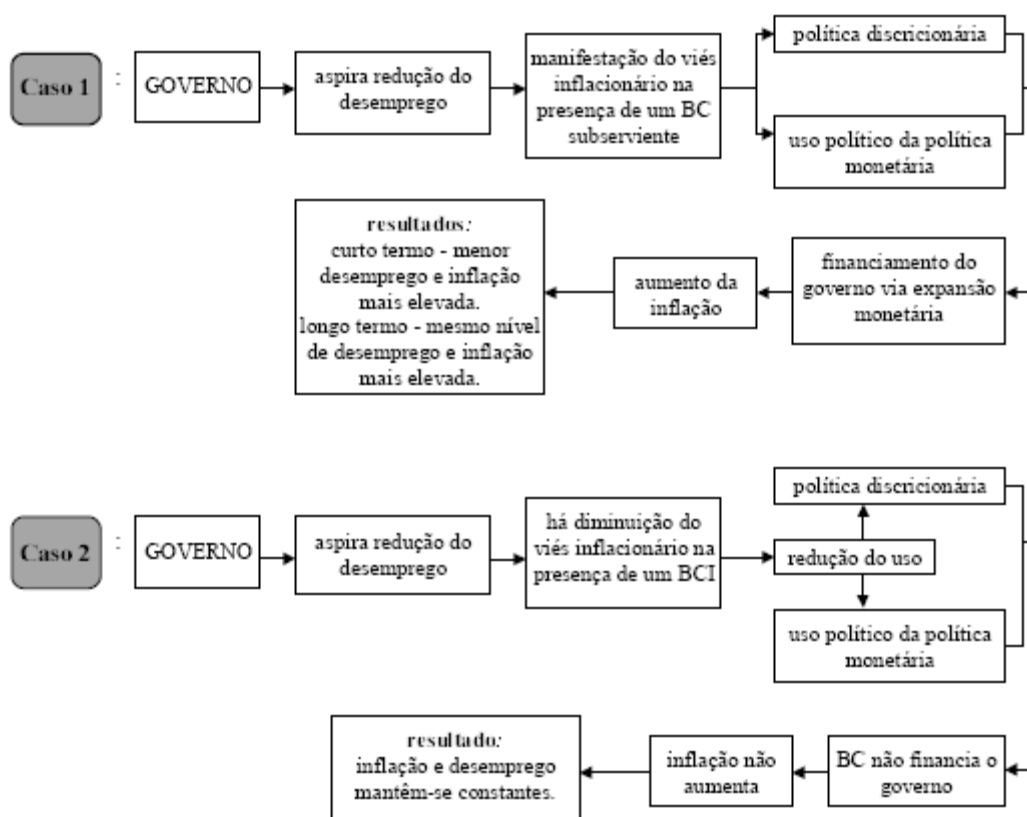


Figura 2 – Cadeia de eventos com e sem IBC

Fonte: Mendonça (2000, p.104)

Uma série de soluções foram propostas para resolver o viés inflacionário. A primeira e mais simplista é que o banco central deveria comprometer-se em evitar a inflação.

Alguns críticos argumentam que o banco central não teria credibilidade suficiente para comprometerem-se com tal regra, outros, como McCallum (1995, 1997) citado por Freedman (2003, p.93), argumentam que, pelo simples fato de ter uma meta de inflação, a autoridade monetária desenvolveria sua reputação à medida que se comprometesse com a baixa taxa de inflação e, com isso, suas políticas ganhariam credibilidade, conseguindo eliminar o viés inflacionário.

Uma segunda solução seria nomear para presidente do banco central alguém

conservador (ROGOFF, 1985¹³ apud FREEDMAN, 2003, P.93), que desejasse níveis de crescimento do produto menores que os do governo e dos agentes, ou seja, um β menor que o esperado.

Isto resultaria em uma taxa de inflação baixa, porém menor do que o nível ótimo para responder aos choques de oferta. Essa solução implicaria uma troca entre conseguir baixas taxas de inflação e a capacidade de responder a choques. Também é chamada como trade-off credibilidade-flexibilidade.

Uma terceira solução proposta (PERSSON; TABELLINI, 1993¹⁴ apud FREEDMAN, 2003, P.93; WALSH, 1995, p.378) baseia-se em um contrato entre o governo e o banco central, que pune as políticas adotadas que possam estimular o viés inflacionário.

O contrato pode envolver penalidades, como multas, caso o presidente do banco central não mantenha a taxa de inflação na faixa pré-estabelecida, ou, até mesmo, a perda do cargo.

Nas duas últimas propostas, a independência do banco central tem um papel importante, diminuindo ou eliminando o viés inflacionário. Na segunda, ela dá liberdade ao presidente do banco central de conduzir a política monetária de forma a conseguir taxas de inflação mais baixas. Já a terceira solução estabelece amarras contratuais entre o governo e o presidente do BC. Através desse contrato, fica garantido que as metas sejam cumpridas.

A primeira solução, no entanto, não envolve necessariamente a IBC, desde que a autoridade responsável pela política monetária, tanto o governo quanto o banco central, esteja disposta consistentemente a alcançar determinada taxa de inflação.

¹³ ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. The Quarterly Journal of Economics, November 1985.

¹⁴ PERSSON, T. & TABELLINI, G.. Monetary and fiscal policy, Massachusetts: MIT Press, 1993.

3.2.2 A Independência do Banco Central - IBC

Segundo Freedman (2003), o argumento para independência dos bancos centrais foi baseado na tendência dos governos em exagerar na emissão de moeda para financiar seus gastos.

O objetivo da IBC é separar o poder de emitir moeda do poder de gastá-la, atualmente é o que ocorre em algumas nações em desenvolvimento, onde a senhoriagem tem um papel significativo em suas economias.

Desconsiderando o modelo de inconsistência temporal, seria este argumento válido nas economias industrializadas em que a senhoriagem representa uma parcela insignificante de suas receitas?

Na visão de Freedman, a IBC depende da interação de três fatores: a natureza das defasagens nos mecanismos de transmissão da política monetária, a incerteza que paira sobre o processo de decisões na política monetária e o horizonte de visão do governo que tem o curto prazo como objetivo.

Estes fatores são responsáveis pela disposição do governo a se arriscar mais do que um banco central independente, estimulando a economia em excesso e tentando alcançar um nível de produto além do compatível com a sua capacidade.

Ao longo do tempo, com a experiência de altas taxa de inflação e o desejo de evitar sua tendência expansionista, os próprios governos promoveram maior independência aos bancos centrais na condução da política monetária.

Há uma defasagem entre a produção e a inflação, que decorrem do processo de transmissão da política monetária. Os efeitos da política monetária sobre a produção são sucedidos pelos efeitos sobre a inflação.

Assim, quando se utiliza uma política contracionista, os benefícios em termos de baixa inflação são sentidos depois dos custos em termos de baixo crescimento. O contrário também ocorre com políticas expansionistas: os resultados em termos de produto antecedem a aceleração da inflação.

Estima-se que, somente após 6 a 8 trimestres, as ações de política monetária terão refletido a totalidade de seus efeitos sobre a inflação, requerendo considerável paciência dos políticos antes do benefício ser sentido.

Um segundo elemento central é que a política é sempre executada sobre diversos tipos de incerteza em relação ao ambiente econômico interno e externo, sobre a taxa de crescimento, desemprego, taxa de juros, taxa de câmbio e, por fim, incerteza em relação aos mecanismos de transmissão dos efeitos das políticas e seus resultados.

Todos estes fatores geram certa divergência nas soluções a serem implementadas pelas autoridades monetárias, principalmente se a economia passa por um momento de dificuldade.

Fica claro que o governo e o banco central têm focos em diferentes horizontes, com o governo focando mais nas decisões de curto prazo e o banco central, nas de longo prazo. Porém, o governo dificilmente considera as consequências de longo prazo para não tomar nenhuma medida impopular.

Em ambientes de incerteza, o governo acaba evitando políticas que possam desacelerar a economia no curto prazo, enquanto o banco central procura evitar políticas que possam acelerar a inflação no médio e longo prazo.

As altas taxas de inflação que o mundo experimentou na metade da década de 1960, nas décadas de 1970 e 1980, acabaram convencendo muitos governos de

que o risco de manter a atividade econômica aquecida no curto prazo, podendo sofrer um surto inflacionário, não compensa. É preferível manter a inflação sobre controle e desacelerar a economia.

Este evento foi um dos fatores que contribuiu para a disseminação da delegação da política monetária para uma instituição independente como o banco central.

Segundo Freedman (2003), para garantir que o banco central esteja de fato a fim de evitar a inflação e deixar a atividade econômica em segundo lugar, deve-se estabelecer uma relação entre a delegação da política monetária e os objetivos sobre os quais será conduzida a política monetária.

3.3 O Papel da Política Monetária

Em relação aos objetivos da política monetária, é consenso entre os economistas a baixa taxa de desemprego, os preços estáveis e o crescimento econômico. (FRIEDMAN, 1968)

Porém, a consecução destes objetivos simultaneamente ou quando um deve ser substituído pelo outro gera discordância e, mais ainda, no papel dos instrumentos de política monetária para atingir suas metas.

O papel dos instrumentos de política monetária e como eles devem ser utilizados para atingir mais eficientemente seus objetivos são questões que nos levam a um leque amplo de respostas.

Segundo Friedman (1968), muitos economistas atribuíram à estabilidade do início da década de 1920 a capacidade do recém criado *Federal Reserve System* para promover ajustes precisos na economia.

Espalhou-se a idéia de que os ciclos econômicos haviam sido superados em função dos avanços na área de política econômica e que se tinha adquirido novas ferramentas que possibilitariam um maior controle sobre a economia.

Não obstante, esta presunção não perdurou por muito tempo. Anos mais tarde, com acontecimento da Grande Depressão de 1930, acabou frustrando quem pensava que os ciclos econômicos não mais existiam.

De acordo com Friedman (1968), diante da impotência da política monetária em impedir a depressão, surge uma nova visão não-monetária proposta por Keynes. A qual pressupunha a preferência pela liquidez absoluta ou quase, que se traduz na ineficiência da política monetária para reduzir as taxas de juros quando a taxa de desemprego está muito alta, efeito conhecido como armadilha da liquidez.

Portanto, o desaquecimento da economia não poderia ser evitado através da política monetária. Mas há uma saída proposta por Keynes, a política fiscal. Esta poderia contrabalançar a escassez de investimentos privados, com o aumento dos gastos do governo ou uma redução de impostos.

Inicialmente, a idéia de Keynes foi amplamente utilizada por muitos países, deixando a política monetária como uma ferramenta complementar, cujo objetivo deveria ser manter as taxa de juros baixas o suficiente para estimular o consumo e facilitar a rolagem da dívida pública.

No entanto, este modelo resultou em altas taxas de inflação, o que forçou os bancos centrais desses países a aumentar as taxas de juros e reavaliar o papel da política monetária.

Para Friedman (1968), Keynes e outros economistas acreditavam que o FED, apesar de suas políticas expansionistas, havia falhado em evitar a crise. Mas ao

contrário do que pensavam, a política seguida foi altamente deflacionária e reduziu a oferta de moeda em aproximadamente um terço.

3.3.1 Proibições à Política Monetária

Algumas limitações são colocadas por Friedman (1968) em relação à política monetária. A primeira delas é que não se pode controlar a taxa de juros por muito tempo.

Por exemplo, caso o banco central queira manter as taxas de juros baixas, primeiramente ele precisará recomprar títulos mobiliários. Desta forma, os preços dos títulos subirão, seus retornos serão reduzidos e aumentará a oferta de moeda.

Este aumento da oferta de moeda aparentemente reduz a taxa de juros, mas isso ocorre somente em um primeiro momento. Essa oferta adicional de moeda aumentará o consumo e o investimento. Segundo Friedman (1968):

Como o consumo de um indivíduo acaba sendo a renda de outros, a função crescente da renda aumentará a preferência pela liquidez e a procura por empréstimos, que elevará também os preços e reduzirá a quantidade real de moeda (M/P).

Os desdobramentos destes efeitos serão dissipados em cerca de um ano e, após aproximadamente dois anos, a taxa de juros estará novamente em seu ponto de partida ou ainda poderá se situar a um patamar acima do anterior por algum tempo, até que passe por um ajuste.

Além disso, a expansão monetária poderá ocasionar a aceleração da inflação, já que são criadas expectativas de que os preços continuem subindo, forçando a coibição da inflação através do aumento da taxa de juros. De acordo com Friedman (1968):

Os tomadores de empréstimos continuarão dispostos a se endividar e os emprestadores exigirão taxas de juros mais altas, esse efeito de expectativas de preços se desenvolve lentamente, mas demora também para se dissipar.

A autoridade monetária acaba tendo que comprar cada vez mais títulos públicos nas *operações de mercado aberto*¹⁵ para segurar as taxas de juros em níveis baixos por muito tempo.

Como exemplo, pode-se citar os casos do Brasil, em que as elevadas taxas de juros nominais eram concomitantes com o crescimento da oferta de moeda. Na ponta inversa, estão os EUA, que tinham taxas de juros muito baixas associadas a um crescimento lento da oferta de moeda.

Segundo Friedman (1968):

Paradoxalmente, a autoridade monetária poderia assegurar taxas baixas de juros nominais, mas, para fazê-lo, teria que iniciar pelo que parece ser a direção oposta, empenhando-se numa política monetária deflacionária. De forma semelhante, poderia assegurar taxas altas de juros nominais, empenhando-se numa política inflacionária e aceitando um movimento temporário das taxas de juros na direção oposta.

A segunda limitação apontada por Friedman (1968) está relacionada à taxa de desemprego. Não se pode adotar uma meta para este indicador e aumentar ou diminuir a oferta de moeda de acordo com a taxa desejada de desemprego.

Segundo Friedman (1968), o conceito de Wicksell sobre “taxa natural”¹⁶ de juros e sua diferença em relação a “taxa nominal”¹⁷ permite que a autoridade monetária possa através da inflação deixar a “taxa nominal” menor que a “taxa natural” e, através da deflação, conseguir o contrário.

Mas caso isso ocorra, a autoridade monetária acabará aumentando a taxa natural de juros à medida que as expectativas de inflação se adaptem e exigindo taxas de inflação ainda mais elevadas para manter a taxa nominal de juros abaixo da taxa natural.

De acordo com Friedman (1968), esse processo dinâmico de diferenças nas taxas naturais e nominais tem reflexo direto sobre as taxas de desemprego. No

¹⁵ Banco Central Europeu: Operações realizadas pelos bancos centrais para controlar as taxas de juros, gerir a situação de liquidez no mercado monetário e sinalizar a orientação da política monetária
<http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.pt.html>.

¹⁶ A taxa natural de juros é a qual a economia teoricamente estaria em seu equilíbrio de longo prazo.

¹⁷ A taxa nominal de juros é a estabelecida pela autoridade monetária por meio dos instrumentos de política monetária.

longo prazo, há uma *taxa natural de desemprego* que se encontra em equilíbrio com a estrutura das *taxas reais de salários*.

Quando a taxa de desemprego se encontra em seu nível natural, os salários reais aumentam à medida que a economia esteja crescendo em sua tendência de longo prazo.

Logo, caso a taxa de desemprego esteja acima ou abaixo de sua taxa natural, ocorrerão desequilíbrios nos salários reais que tenderão aumentar ou diminuir respectivamente, conforme a procura por trabalho.

Segundo Friedman (1968), supondo que os preços estejam estáveis e a taxa de desemprego um pouco acima da natural, caso a autoridade monetária tente manter a taxa de desemprego abaixo de sua taxa natural, ela aumentará a taxa de crescimento monetário.

A taxa de juros cairá e estimulará o consumo e, conseqüentemente, a renda também aumentará. Parte deste incremento da renda aumentará a produção e emprego e não os preços.

Em um primeiro momento, as expectativas em relação aos preços e os salários continuam as mesmas. Isso fará com que a produção aumente e sejam empregados mais trabalhadores.

Para Friedman (1968), depois dessa redução na taxa de desemprego e o aumento no consumo, os preços de bens de consumo finais acabam aumentando e, conseqüentemente, diminuindo o salário real, pois os salários estão ajustados às expectativas anteriores. Isso acontece porque os preços destes bens são mais sensíveis à demanda e acabam aumentando antes dos preços dos outros fatores de produção.

O declínio do salário real fará com que os trabalhadores demandem salários nominais maiores para repor a perda do poder de compra. A taxa de desemprego estará abaixo do seu nível natural, a procura por trabalho maior e o salário tenderá

alcançar seu nível inicial.

Portanto, para manter a taxa de desemprego em um nível abaixo da taxa natural, a autoridade monetária teria que aumentar ainda mais a expansão monetária, ocasionando inflação e aceleração inflacionária. Para Friedman (1968):

Apesar da expansão da oferta monetária continuar, os salários reais maiores inverterão a tendência de queda do desemprego, levando a taxa ao mesmo nível anterior.

O inverso também ocorre no caso de se estipular uma taxa de desemprego acima da natural. Entretanto, os efeitos são a deflação e a aceleração deflacionária.

Friedman (1968) ressalta que o resultado dessa política de estabelecer metas para o desemprego nos mostra que uma taxa de inflação crescente pode reduzir o desemprego, mas uma taxa somente elevada não afeta os níveis de emprego.

3.3.2 Ações Possíveis

De acordo com Friedman (1968), a política monetária não pode controlar diretamente variáveis como a taxa de juros e a taxa de desemprego, mas pode exercer forte influência sobre elas.

A autoridade monetária, ao fixar seus objetivos em relação à política monetária, deve evitar que seus instrumentos acabem se tornando fontes de desequilíbrios e instabilidades. Além disso, deve manter reservas adequadas como instrumento de proteção fornecendo liquidez em prováveis períodos de crises.

Outra questão é em relação à estabilidade. A economia funciona de forma mais eficiente e segura quando os agentes confiam que os preços permanecerão estáveis. Anteriormente, esta segurança era proporcionada pelo padrão-ouro, que garantia segurança nos preços.

Friedman (1968) ressalta que:

[...] a política monetária poderá contribuir para neutralização dos principais distúrbios do sistema econômico, que surgem de outras fontes. Caso o governo estoure seu orçamento e aumente o déficit público, a autoridade monetária pode assegurar que as pressões inflacionárias não ocorram, através de uma taxa mais baixa de crescimento monetário [...]

Para Friedman (1968), os instrumentos de política monetária são limitados, pois não se sabe o suficiente para prever futuros distúrbios e instabilidades, nem a magnitude com que nos atingiram; então fica difícil dizer qual a política mais eficaz para evitá-los. Então, se deve utilizar a política monetária somente em problemas já detectados, a fim de não causar mais desequilíbrios pela própria autoridade monetária.

3.3.3 A Condução da Política Monetária

A política monetária a ser seguida pelos bancos centrais deve levar em conta certos preceitos para que ela própria não seja fonte de instabilidades.

Segundo Friedman (1968), a autoridade monetária deve estabelecer uma “âncora nominal”, isto é, uma variável que o banco central exerça influência. Entre as “âncoras nominais” administráveis pelo banco central estão as taxas de câmbio, as metas de inflação e a quantidade de moeda.

A âncora nominal que se deve ter mais cautela dentre as citadas são as metas de inflação, pois o controle que a autoridade monetária exerce sobre ela é indireto. Ademais, as ações adotadas pelo banco central levam mais tempo para serem sentidas na economia e afetar os níveis de inflação. Já no caso das outras âncoras nominais, como o controle é direto, seus efeitos tanto em tempo quanto em magnitudes são mais eficazes.

Portanto, quando uma política monetária é executada pela autoridade monetária visando corrigir a aceleração da inflação não se pode ter certeza da

magnitude de seus efeitos e nem até quando eles serão sentidos. E, por isso, essa âncora pode acabar se tornando fonte de instabilidade e distúrbios econômicos.

Para Friedman (1968), uma âncora nominal adequada para política monetária seria o controle sobre a quantidade de moeda, já que o banco central consegue controlar esta magnitude diretamente.

A condução da política monetária deve ser seguida com muita cautela pelo banco central, principalmente em relação à forma como é executada, visto que oscilações bruscas podem causar instabilidade. Friedman (1968) ressalta que geralmente a autoridade monetária acerta na direção da política, porém age tarde demais ou exagera na “dosagem” e acaba freando ou acelerando a economia de forma brusca.

Essa tendência ao exagero tem uma razão simples: a autoridade monetária tem uma reputação a zelar e não pode perder credibilidade diante dos agentes e do governo. Caso o banco central não haja com parcimônia, os efeitos advindos de uma política monetária mal executada persistirão por um ano ou mais.

Segundo Friedman (1968), para evitar todos estes problemas descritos, a autoridade monetária deve fixar um compromisso com as metas de crescimento da quantidade de moeda.

Uma política firme nessas convicções acabaria proporcionando estabilidade econômica, evitando distúrbios da própria política monetária e também manteria as taxas de inflação sob controle. De acordo com Friedman (1968):

[...] o crescimento monetário constante produziria um clima monetário favorável e o funcionamento eficaz das forças básicas do empreendedorismo, da criatividade, da invenção, do trabalho duro e da poupança, que são as verdadeiras molas para o crescimento econômico.

3.4 Considerações Sobre os BCs e o Papel da Política Monetária

Frente ao exposto, foram colocados aspectos fundamentais em relação aos Bancos Centrais e a política monetária em relação a suas funções, objetivos e características essenciais para seu bom funcionamento.

Todos estes preceitos foram desenvolvidos ao longo das últimas décadas e são resultado de sua evolução. Em geral, quase todos os pontos são consenso entre os economistas, com exceção aos relacionados a taxas de câmbio fixo ou flutuante e em questões quanto a como conseguir a garantia da independência dos bancos centrais.

O papel da política monetária ressalta o modo como ela deve ser executada desde proibições e liberdades, até a forma como ela deve ser conduzida.

Através da compilação destas características fundamentais aos bancos centrais e a condução da política monetária tem-se subsídio para responder a questão central do estudo e avaliar qual alternativa será mais adequada.

4 ALTERNATIVAS EXISTENTES

Nesta seção, serão abordadas as alternativas que poderiam substituir o atual sistema monetário, que tem o dólar como principal moeda de reserva. A análise começará pela proposta de Keynes em Bretton Woods; em seguida, o DES do Fundo Monetário Internacional; e, por fim, a autoridade monetária multinacional sugerida por Mayer, Duesenberry e Aliber (1993).

4.1 A Proposta de Keynes em Bretton Woods

Conforme Szmrecsányi (1984), diante dos esforços para criação de um novo modelo para o comércio internacional, surge a proposta de criação da União Internacional de Compensação apresentada por Keynes em 1943 no Parlamento Inglês.

Sua principal função é permitir que os países possam trocar bens e serviços de forma mais eficiente, ou seja, um sistema de compensação multilateral que se pode definir como uma espécie de moeda universal.

Algumas denominações para essa nova moeda foram propostas por Keynes, como “*Unitas*”, “*Unitor*”, “*Delfim*”, “*Bezante*”, etc. No entanto, o nome que ficou mais conhecido na literatura foi “*Bancor*”.

4.1.1 A União Internacional de Compensação

Através da União Internacional de Compensação, os direitos de crédito de um país em relação aos outros poderiam ser usados livremente por meio de um sistema de compensação multilateral e seriam válidos para as operações comerciais em todo o mundo.

Uma moeda universal como o Bancor é fundamental para melhorar a eficiência do comércio internacional, pois os melhores mercados para um produto nem sempre coincidem com a melhor fonte de abastecimento.

Além disso, se os ganhos excedentes com o comércio de um país não podem ser utilizados para comprar bens em outro, dificilmente a balança comercial se equilibrará.

A união internacional de compensação permite que seja possível esse comércio entre os países de forma totalmente flexível, independentemente dos países compradores e vendedores terem trocas comerciais entre si, ou seja, A vende para B, que com os recursos pode comprar de C, que não compra nada de A.

Uma condição para o êxito do plano é que a oferta de Bancor seja proporcional à escala do comércio internacional e, também, que os países tenham inicialmente uma quantidade adequada correspondente a suas necessidades.

Segundo Keynes (1943) citado em Szmrecsányi (1984), não é necessário que se eliminem totalmente outros ativos de reserva. O simples controle sobre a oferta dos demais ativos em conjunto com o Bancor seriam suficientes.

Porém, não pode ocorrer a indexação do Bancor a outros ativos, pois isso exigiria proporções fixas da moeda em relação ao ativo em questão. Com isso, voltar-se-ia a um modelo ao estilo padrão ouro-dólar que já foi superado.

A implementação do plano, como já mencionado, exigiria uma reserva inicial. Para isso, as nações precisariam fazer um aporte na União Internacional de Compensação na forma de algum outro ativo de reserva ou em moeda doméstica, em troca de correspondente quantidade de Bancor.

Nesta fase inicial, há o risco de que o sistema entre em colapso caso muitos países esgotarem suas reservas de Bancor e outros ativos, não tendo mais com que negociar no mercado internacional.

A solução para este problema é muito delicada, pois envolve a interferência na política interna desses países. Para resolver essa questão, é necessária a criação de um conselho que realize consultas e faça as recomendações. Conseqüentemente, o país terá que adotar as medidas recomendadas, pois caso não as siga, possivelmente ficará privado de receber novos recursos.

De acordo com Keynes, os países devem ter consciência de que sua reserva inicial não deve ser gasta além da sua capacidade de pagamento. Não é aconselhável exaurir completamente esses recursos, pois os países ficariam sem recursos para o comércio internacional, prejudicando seu fluxo.

A reserva inicial fornecida pela União Internacional de Compensação deve ter um volume razoável e não deve ser utilizada para controlar a especulação cambial e a inflação, mas sim apenas para emergências temporárias permitindo um tempo para se recuperar.

No entanto, nem sempre a imprevidência de países devedores é atribuída aos seus gastos descontrolados. Há uma tendência dos países credores de acumular reservas, retirando moeda de circulação e entesourando-a ao invés de recolocá-la no mercado através de gastos com investimentos ou consumo interno.

Atualmente, compreende-se melhor a relação de emprego e renda adicional que são suportados pelos gastos em consumo e serviços realizados com base no período anterior.

Segundo Keynes (1943) citado em Szmrecsányi (1984), um país estrangeiro

que entesoura ativos de reserva além do necessário pode ser causador de desemprego. Logo, o novo sistema monetário internacional deve levar em consideração este tipo de distúrbio econômico.

Este é outro ponto delicado do plano, pois o país credor estará ainda menos disposto do que o devedor a sofrer interferência na sua política econômica.

Um aspecto interessante do novo sistema é que o problema descrito acima pode ser amenizado, pois os recursos entesourados por países credores não sai de circulação. Assim, como em um banco convencional, ele fica aplicado na União Internacional de Compensação e pode ser emprestado aos países que estiverem em dificuldades.

Portanto, todos os recursos entesourados proporcionam reservas equivalentes a algum outro país necessitado, fornecendo liquidez ao sistema financeiro, fazendo com que a produção e o comércio não se desacelerem.

Esse mecanismo pode diminuir os efeitos do entesouramento, mas somente por algum tempo, pois uma conta devedora crescente tem limites que não podem ser ultrapassados.

Entretanto, o país que resolver entesourar Bancor além do necessário possivelmente receberá críticas dos demais e será forçado a adotar medidas corretivas.

4.1.2 O Bancor e as Taxas de Câmbio

As bases para a construção do novo sistema já foram apresentadas: a moeda universal, a garantia de oferta inicial adequada, a divisão dessa oferta em quantidades equivalentes entre os países e, por fim, as precauções quanto à

imprevidência e o entesouramento.

Todas estas variáveis exercem grande influência sobre o comércio mundial e a riqueza dos países. Keynes ressalta que não é necessário voltar à rigidez do câmbio fixo, que muitas vezes tira o controle sobre o valor externo da moeda, forçando as nações a manterem uma relação de políticas salariais e sociais inadequadas.

A menos que as estruturas de remuneração do trabalho e outros custos de produção que dependem da política social sejam iguais em todos os países, não é coerente manterem-se as taxas cambiais fixas.

Portanto, o novo sistema não deve ser rígido quanto a esse aspecto. Ele deve ser flexível o suficiente para permitir correções necessárias para ajustes comerciais.

E ainda, quando houver a necessidade de serem administradas as taxas de câmbio, a magnitude dos ajustes deve ser negociada em acordos, já que mudanças desse tipo afetam todos os lados envolvidos. Por esse motivo, ações unilaterais são condenáveis.

A negociação das taxas deve ser mediada pelo “Diretor” da União Internacional de Compensação, que agirá da melhor maneira possível, a fim de preservar o equilíbrio do comércio mundial.

Contudo, se as taxas de câmbio administradas não inspirarem confiança aos países participantes, é possível reverter esse mecanismo e deixar as taxas de câmbio flutuarem livremente ou da forma que cada país bem entender.

Em relação às transações individuais, os países são livres para agirem de acordo com seus interesses, desde que as remessas de divisas para transações

correntes sejam livres. Já nos fluxos de capitais, o controle fica à livre escolha de cada país, conforme suas necessidades.

Apesar da necessidade de impedir as especulações cambiais, transferências de recursos e fuga de capitais, devido a motivos políticos, não é recomendável resolver estes problemas através do controle sobre os fluxos de capitais.

Por fim, a manutenção de uma baixa taxa interna de juros para empréstimos da dívida pública é muito importante para manter os investimentos públicos a níveis razoáveis. Somente com taxas menores, é viável financiar obras públicas necessárias ao desenvolvimento de cada nação sem subsídios excessivos.

4.2 Os Direitos Especiais de Saque do FMI - DES

A moeda escritural criada pelo FMI é pouco difundida atualmente, mas seria uma solução viável adotá-la como moeda de reserva. Serão vistos aspectos relevantes sobre o DES e o papel que ele poderia desempenhar no sistema monetário internacional.

4.2.1 Aspectos Relevantes Sobre o DES

Conforme os registros do site do FMI (2010), o Direito Especial de Saque (DES) não é uma moeda física, nem um crédito sobre o FMI. Pelo contrário, é um direito sobre a possibilidade de conversão em moedas livremente utilizáveis dos membros do FMI, ou seja, é uma moeda escritural, um registro contábil em favor do possuidor dos seus direitos.

Seus detentores podem obter essas moedas livremente conversíveis em troca de seu DES de duas maneiras: primeiro, através da organização de trocas voluntárias entre os membros; segundo, pela designação de membros do FMI com

fortes posições externas para comprar DES de membros com fracas posições externas.

Outra finalidade para o DES é servir como unidade de conta do FMI e de algumas outras organizações internacionais.

Após o colapso do sistema de Bretton Woods, o DES foi redefinido como uma cesta de moedas. Hoje composto do Euro, do Iene japonês, da Libra Esterlina e do Dólar Americano, sua cotação é publicada diariamente no site do FMI.

A cotação é calculada como a soma dos montantes específicos das quatro moedas avaliadas em dólares americanos, com base nas taxas de câmbio do meio dia cotado a cada dia no mercado de Londres.

A composição da cesta é avaliada a cada cinco anos pelo Conselho Executivo e deve refletir a importância relativa das principais moedas no comércio mundial e sistemas financeiros. Na última revisão, os pesos das moedas foram baseados no valor das exportações de bens e serviços e o montante das reservas expressas nas respectivas moedas que foram subscritas pelos membros do FMI.

A taxa de juros do DES fornece a base para calcular os juros cobrados dos membros (em caso de empréstimo). Os juros pagos e cobrados pelos membros sobre os seus haveres em DES são revertidos aos sócios proporcionalmente a subscrição de suas cotas no FMI.

Essa taxa de juro é determinada semanalmente e é baseada em uma média ponderada das taxas de juros representativa da dívida de curto prazo no mercado monetário da cesta de moedas do DES.

O FMI pode disponibilizar DES aos seus sócios em proporção as suas cotas.

No entanto, se ele tiver menos DES que o subscrito, ele paga juros; se tiver mais, recebe juros.

Existem duas formas de se adquirir DES: conforme a necessidade global de longo prazo para aumentar os ativos de reserva existentes proporcionalmente a suas cotas ou mediante proposta de alocação especial decidida pelo Conselho Executivo do FMI. Sua intenção é permitir que todos os membros do FMI participem do sistema DES numa base justa e correta, já que alguns países aderiram ao Fundo depois de 1971, quando já tinha sido distribuída sua dotação inicial.

Os sócios, muitas vezes, precisam comprar DES para cumprir obrigações com o FMI ou eles podem querer vender DES para ajustar sua posição em reservas. Então, o FMI atua como um intermediário entre os membros para assegurar que os DES possam ser conversíveis em qualquer moeda.

Por mais de duas décadas, o mercado de DES tem funcionado através de acordos de negociação voluntária. No caso em que sob o regime de negociação voluntária a capacidade for insuficiente, o Fundo pode ativar o mecanismo de designação. Com este mecanismo, os membros com fortes posições em reservas são designados pelo Fundo para comprar DES até determinado limite de membros com fracas posições. Este arranjo funciona como uma salvaguarda para garantir a liquidez e o caráter de ativo de reserva do DES.

4.2.2 Um Novo Papel para o DES

De acordo com relatório da UNCTAD (2009), o G-20, em seu encontro de abril de 2009, em Londres, sugeriu o fortalecimento do DES e a redução das necessidades de outras reservas, como proteção à volatilidade dos mercados financeiros.

Isto ocorreu em resposta ao aumento das necessidades por liquidez internacional na recente crise de 2008. Foi declarado o amplo apoio para uma nova alocação de DES, que iria injetar cerca de US\$ 250 bilhões na economia mundial aumentando a liquidez global.

A proposta foi apoiada pela Comissão de Peritos do Presidente da Assembléia Geral das Nações Unidas sobre a reforma do sistema financeiro e monetário internacional.

Porém, essa nova alocação não seria distribuída de forma equivalente ao peso de cada país na economia mundial, mas de acordo com as cotas dos países membros do FMI, ou seja, a maior parte da nova alocação ficaria nas mãos dos países do G-7. Justamente os países que não tem tanta necessidade de liquidez, pois, ou eles podem emitir reservas ou têm acesso fácil aos mercados de capitais internacionais.

Estes países receberiam mais de 55% da nova alocação de DES, enquanto menos de 37% ficariam com os países em desenvolvimento e economias em transição e menos de 8% seriam distribuídos aos países de baixa renda.

Tabela 2 – Cotas do FMI

Membro	Cota		Votos	
	DES (milhões)	Participação (%)	Número	Participação (%)
Argentina	2.117,1	0,97	21,421	0,96
Austrália	3.236,4	1,49	32,614	1,47
Brasil	3.036,1	1,40	30,611	1,38
China	8.090,1	3,72	81,151	3,65
França	10.738,5	4,94	107,635	4,85
Alemanha	13.008,2	5,98	130,332	5,87
Índia	4.158,2	1,91	41,832	1,88
Itália	7.055,5	3,24	70,805	3,19
Japão	13.312,8	6,12	133,378	6,01
México	3.152,8	1,45	31,778	1,43
Rússia	5.945,4	2,73	59,704	2,69
Espanha	3.048,9	1,40	30,739	1,38
Grã-Bretanha	10.738,5	4,94	107,635	4,85
Estados Unidos	37.149,3	17,09	371,743	16,74

Fonte: FMI (2010)

Na formatação atual do FMI as nações que mais precisam de recursos para suprir a escassez de reservas recebem a menor parcela e são as menos favorecidas. Isso levanta questões quanto ao modo e a frequência de distribuição dessas novas alocações de DES.

Segundo a UNCTAD (2009), sob o ponto de vista de uma distribuição mais justa, o DES deveria ser distribuído conforme as necessidades de cada país e tornar-se a principal moeda de reserva internacional. Um critério apropriado para definir as necessidades de cada país deve ser trabalhado, mas sem dúvidas o critério atual conforme as cotas do FMI não atende às necessidades da economia internacional.

Uma alternativa consiste em permitir que todos os países incondicionalmente tenham acesso aos recursos do FMI em quantidade suficiente para estabilizar suas taxas de câmbio em um nível determinado por um acordo multilateral.

Um segundo caminho seria atribuir a alocação de DES às necessidades de investimentos dos países em desenvolvimento, permitindo ao FMI alocar recursos através de sua moeda escritural em títulos dos bancos de desenvolvimento locais. Esta proposta foi feita pela UNCTAD em 1960, antes da liberalização dos mercados financeiros, quando o acesso aos mercados internacionais de capitais não estavam bem desenvolvidos.

Em relação à frequência com que essas alocações devem ser feitas, a UNCTAD sugere que elas sejam de forma a estabilizar o PIB mundial, ou seja, ela deve ser realizada em momentos que a economia caminha para o desaquecimento, quando se vê no horizonte um período de crise em potencial ou em caso de superaquecimento da economia sejam feitas alocações menores ou até mesmo retirar do mercado o excesso de liquidez.

Um aspecto relevante e de grande utilidade sobre o uso do DES é o modo

como ele pode ser utilizado em momentos de desequilíbrios cíclicos, visto que pode evitar a depreciação excessiva de países em crise. Mas as condições e regras para o acesso devem ser formuladas com muito cuidado, principalmente em relação aos níveis das taxas de câmbio, que preferencialmente devem se manter estáveis.

No entanto, a substituição da moeda de reserva atual pelo DES não resolveriam todos os problemas, como a acúmulo excessivo de reservas por alguns países e a instabilidade cambial devido a ataques especulativos.

A adoção do DES como moeda de reserva só será possível se houver regras claras para todos os países, principalmente em relação à determinação das taxas de câmbio. O sistema de Bretton Woods e o Sistema Monetário Europeu são exemplos de soluções adequadas para o câmbio determinado multilateralmente.

Em ambos os sistemas, a regra geral atribuída ao câmbio é que a moeda nacional, em termos de moeda internacional, era definida pelo poder de compra dessa moeda em relação a todas as outras moedas. Inicialmente, seria difícil utilizar este mecanismo em escala mundial, principalmente devido à dificuldade de mensurar o poder de compra de cada moeda. Mas, posto em marcha o plano, seria uma maneira simples e justa de definir as taxas de câmbio.

Diante da complexidade de colocar em prática um plano mundial que se ajuste às necessidades dos países e coerente sob o aspecto da igualdade entre os participantes, talvez haja a necessidade de adotar mais alguns critérios que reflitam as diferenças de desenvolvimento entre os países.

Atualmente, muitos países, em especial as economias de mercado emergentes, enfrentam problemas no gerenciamento de suas taxas de câmbio. Isso ocorre porque países com a conta capital aberta não absorvem tão bem choques externos adotando câmbio totalmente flexível, nem câmbio fixado rigidamente.

Em um sistema de câmbio flutuante, supondo que o mercado determinará eficientemente as taxas de câmbio adequadas, certamente ocorrerão grandes variações, pois a especulação faz com que as flutuações se afastem da realidade das variáveis econômicas, causando sobrevalorizações e déficits em conta corrente.

Já nos regimes de câmbio fixo, assim como em regimes de garantia de conversibilidade, acabam distorcendo os preços dos bens entre os países e aumentam a especulação contra a paridade da moeda, caso o país dê sinais que não pode sustentar as taxas pré-estabelecidas.

Nesta situação, também ocorre a sobrevalorização e, conseqüentemente, perda de competitividade devido aos diferenciais de inflação entre os países, refletindo-se em déficits na conta corrente, terreno fértil para a especulação, já que despertam a desconfiança do mercado em relação a manutenção das taxas de câmbio.

Para resolver estes problemas relacionados ao câmbio, segundo a UNCTAD (2009), a melhor alternativa é a adoção de um sistema de taxas de câmbio administradas, cujo objetivo seria manter as taxas compatíveis com uma posição sustentável em conta corrente.

Não obstante, muitos outros caminhos são possíveis, visto que a taxa de câmbio é uma variável que envolve muitas moedas. É possível alcançar um padrão estável para taxa de câmbio com outros arranjos e que sejam administrados multilateralmente.

4.3 A Autoridade Monetária Internacional

Neste capítulo, será abordada a alternativa apontada por Mayer, Duesenberry e Aliber (1993) sobre a criação de uma autoridade monetária multinacional e perspectivas de como seria um possível novo sistema monetário internacional.

4.3.1 A criação de uma instituição internacional

De acordo com Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), a criação de uma autoridade monetária internacional para produção de um novo ativo de reserva é uma alternativa frente ao problema resultante da utilização de moedas nacionais para esta função.

Esta autoridade seria reconhecida oficialmente por todos os países participantes e estes manteriam suas reservas na forma de depósitos na instituição. Caso houvesse déficit na balança de algum país, ele transferiria o saldo para o país superavitário.

A criação dessa instituição traria muitas vantagens, como a produção de reservas sem sobrevalorizar qualquer moeda. Também a senhoriagem advinda da emissão de moeda poderia ser distribuída a todos os países participantes e, por fim, o crescimento da oferta do ativo de reserva poderia ser administrado de forma a evitar o excesso de moeda no mercado, afastando a possibilidade de superaquecimento da economia.

Para Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), o FMI pode ser considerado como uma instituição precursora de uma autoridade monetária internacional, responsável por gerir o ativo de reserva internacional. Mas ainda não está desempenhando esse papel por uma série de motivos.

Em relação à taxa de aumento das reservas, possivelmente ela será determinada pelos países propensos a terem inflação mais alta. Portanto, os países com maior controle sobre a inflação estariam sujeitos a terem superávits em sua balança de pagamentos além do desejável e acumulariam passivos de instituições internacionais ou teriam que enfrentar valorizações crescentes da moeda doméstica.

Caso o aumento das reservas ocorresse em um ritmo acima do considerado

razoável, os países superavitários relutariam em aumentar seus depósitos na Autoridade Monetária Internacional, sob o risco de monetização da dívida dos países devedores.

O ponto crucial a ser analisado em relação à adoção de uma nova moeda de reserva é saber se esta medida irá beneficiar os países e se trará uma melhora efetiva das relações comerciais e econômicas entre as nações. Para Mayer, Duesenberry e Aliber (1993, p.644):

Do ponto de vista de cada país considerado isoladamente, a questão relevante é saber se o alcance de objetivos nacionais será facilitado pelas atividades de uma instituição internacional produtora de reservas.

Caso seja adotada uma nova moeda, é importante ressaltar que os Estados Unidos perderiam sua posição privilegiada (privilégio exorbitante como já mencionado) de manter déficits em conta corrente sem maiores problemas.

Isso porque à medida que outra moeda de reserva for adotada, os outros países não estarão propensos a adquirir ativos denominados em dólares e os Estados Unidos teriam que direcionar sua política para redução do déficit. Caso o governo americano revertesse o quadro e incorresse em superávits de pagamentos, teria que conceder empréstimos a países deficitários.

A adoção de uma nova moeda de reserva internacional através da autoridade monetária internacional é bem vista principalmente por países com tendência à inflação alta e déficit na balança de pagamentos, principalmente por acreditarem que com a criação dessa instituição seria mais fácil, no futuro, o financiamento de seus déficits.

Os países com contas equilibradas e que em geral têm uma posição mais estável em relação à inflação e balança de pagamentos, não vêem tanta vantagem na criação deste tipo de instituição, visto que teriam que disponibilizar seus saldos

positivos aplicados na autoridade monetária internacional para o financiamento da dívida dos deficitários.

4.3.2 Um Novo Sistema Monetário Internacional

Desde o fim do acordo de Bretton Woods, não houve um consenso ou organização do mercado de câmbio para a criação de uma moeda internacional e o estabelecimento de um padrão monetário internacional.

A organização e o comprometimento das nações são necessários para este tipo de acordo, elaborados conjuntamente e baseados em um tratado internacional. Há algumas propostas pedindo uma maior ordem monetária para melhorar o funcionamento das taxas de câmbio ou ainda sugerindo o retorno das taxas fixas de câmbio.

Para uma mudança desse tipo no sistema monetário internacional, é importante saber como a política monetária dos países participantes seria afetada individualmente. Desde a necessidade de independência dos bancos centrais nacionais até a capacidade dos países para adotarem as políticas inerentes a sua situação particular.

Esta necessidade advém das diferenças e defasagens com que ocorrem os ciclos econômicos em cada país, ou seja, enquanto um país precisa de políticas expansivas para evitar a desaceleração, outro está precisando controlar o superaquecimento da economia.

Ainda que os ciclos estivessem correlacionados, os países diferem nas prioridades dos objetivos das políticas nacionais em relação ao pleno emprego e à estabilidade dos preços.

Ainda assim, caso os países busquem isoladamente independência em sua política monetária, encontrarão fortes resistências externas, pois suas decisões podem causar um impacto além do seu controle sobre os fluxos de capitais e sobre o valor cambial de sua moeda.

Para chegar a um acordo monetário internacional, é preciso garantir que os países possam atingir seus objetivos de política monetária sem abrir mão das vantagens de abertura da economia. Ou ainda, chegar a um meio termo entre independência e movimentos e irrestritos de bens e capitais.

A adoção de uma nova moeda de reserva e reforma do sistema monetário internacional implica um conjunto de regras que devem ser formalizadas em um acordo, assim como ocorreu em Bretton Woods. Este novo acordo afetaria as políticas adotadas pelos bancos centrais no mercado de câmbio.

Os países participantes do novo sistema teriam que se comprometer a adotar medidas sobre a intervenção no mercado de câmbio e os depósitos em reservas internacionais. Para o plano obter sucesso, a adesão por parte dos países não pode incorrer em nenhum custo significativo.

O ponto que causa apreensão é a dúvida sobre o grau de comprometimento e sujeição dos países ao plano, uma vez que as obrigações aumentariam, e ao seguirem o acordo, estariam automaticamente abrindo mão de suas políticas nacionais.

Um acordo monetário deste tipo acabaria gerando um impacto muito grande sobre a forma como são conduzidas as políticas monetárias nacionais. De acordo com Mayer, Duesenberry e Aliber (1993, p.646):

A pergunta relevante é por quanto tempo os esforços dos bancos centrais para fixar ou administrar o valor cambial de suas moedas podem fazer com que a taxa de câmbio seja bastante diferente dos valores que elas teriam se não houvesse o acordo.

O fator que resultará no sucesso do acordo será determinado pelo conjunto de regras implícitas e as relações monetárias entre os participantes, incluindo o comprometimento de suas políticas monetárias.

Algumas peculiaridades do momento em que se encontra a economia também determinarão seu sucesso, isto é, em um período inflacionário, dificilmente um sistema de taxas fixas de câmbio funcionaria, pois as taxas de câmbio são determinadas pelas diferenças dos níveis de preços relativos. Logo, os custos econômicos em manter as taxas fixas de câmbio seriam demasiadamente altos.

Outro ponto importante é a distribuição coerente do poder político e econômico entre os países participantes. No passado, o padrão-ouro obteve êxito durante o período hegemônico da Grã-Bretanha, que garantia estabilidade dos preços mundiais, assim como no acordo de Bretton Woods, em que os Estados Unidos possuíam o poder econômico dominante, garantindo a estabilidade dos preços globais. Ambos os sistemas acabaram justamente quando houve um desequilíbrio do poder econômico com a emergência de outros países.

Sendo assim, para a criação de um novo sistema monetário internacional, o acordo a ser firmado entre as nações deve levar em consideração o poder econômico de pelo menos três grandes centros econômicos: os Estados Unidos, a União Européia e o Japão. Um acordo, que centralizado, provavelmente não terá sucesso enquanto houverem outras forças econômicas pressionando.

Acordos internacionais deste tipo envolvem uma série de interesses entre os países, em que cada um quer estabelecer condições que lhes beneficiem. Portanto, em uma mesa de negociações, o que realmente interessa aos participantes, segundo Mayer, Duesenberry e Aliber (1993), é “O que eu ganho com isso?”.

É feita uma análise minuciosa da relação entre os custos econômicos e benefícios decorrentes da proposta em relação ao bem-estar social de seus eleitores

e a capacidade do governo de atingir seus objetivos nacionais. Naturalmente, poucos governos estariam dispostos a aceitar um acordo que tivesse elevado custo social para seus eleitores.

Frequentemente, problemas relacionados à política monetária internacional são ocasionados por interesses nacionais destoantes. As diferenças entre os objetivos econômicos dos países acabam gerando distúrbios. Portanto, para solucionar essa questão, é necessário que as autoridades nacionais tentem coordenar suas políticas. Segundo Mayer, Duesenberry e Aliber (1993, p.647):

[...] esses interesses só se alteram devagar, o problema é saber como criar um conjunto de acordos internacionais que melhor atenda aos interesses de muitos países diferentes.

4.4 Considerações Sobre as Alternativas Existentes

Neste último capítulo, foram expostas algumas das alternativas existentes, suas características, limitações e pontos fortes que poderiam resolver muitos problemas em relação à política monetária internacional.

Diante destes fatos, pode-se agora comparar essas alternativas com o sistema atual e concluir se é possível adotar uma nova moeda de reserva internacional ou se continuar com sistema atual é uma boa opção.

Naturalmente, muitos dos desdobramentos decorrentes de uma futura intervenção no modelo atual do sistema monetário internacional não podem ser mensurados sem que, de fato, ocorra a mudança. Mas a racionalidade econômica e experiências de sucesso dos bancos centrais nacionais ao longo dos últimos anos podem nos dar pistas do que fazer.

É preciso considerar o que se tem de concreto em relação aos bancos centrais e o papel da política monetária e avaliar objetivamente quais alternativas atendem melhor aos preceitos expostos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do trabalho foi abordada uma série de questões relacionadas ao nosso sistema monetário atual, desde sua criação até os motivos que levaram a sua adoção. Fica evidente que os interesses de países mais fortes se sobrepõem às necessidades da maioria. Soluções para a anomalia, criada em que uma moeda nacional desempenha o papel de moeda de reserva, já estavam disponíveis desde seu nascimento.

Este sistema desencadeou uma explosiva acumulação de reservas por diversas economias, principalmente em função do medo de uma possível crise.

Bem na verdade, esta acumulação de reservas nada mais é do que a troca de bens e serviços por nada, isto é, há anos, os países estão recebendo somente promessas de pagamentos, o que pode ser considerado um ponto de ineficiência econômica. Tem-se que, ao invés dos países fazerem trocas de bens e serviços utilizando a moeda como meio de pagamento, estão entesourando a moeda americana e ainda correndo um enorme risco, já que, diante do volume imenso de dólares e a impossibilidade de cumprimento dessas obrigações, pode ocorrer a monetização da dívida dos Estados Unidos.

A instituição que hoje presta o serviço de banco central mundial claramente atende às necessidades e interesses de seu país de origem e não do mundo em geral. Apesar de cumprir quase todos os preceitos necessários a um banco central e ao seu papel na política monetária em alguns requisitos cruciais, deixa sérias dúvidas.

Pode-se citar a relação de dependência do seu próprio governo. Aparentemente, o FED não é tão autônomo quanto parece e tende a ser influenciado. Pode-se até suspeitar que a crise pudesse ter sido evitada ou pelo menos minimizada, caso um banco central mundial realmente independente fosse

mais comprometido com a regulação do sistema financeiro internacional ou intervisse fortemente na economia, evitando o contágio global pela crise do subprime.

Outra questão pertinente, ainda em relação ao FED, são seus objetivos de política monetária, que visam o bem-estar social de seu país de origem e não do mundo, ou seja, caso os Estados Unidos estejam passando por um ciclo de aceleração econômica e o resto do mundo por um momento de desaquecimento da economia, dificilmente o FED fará algum esforço para estimular a economia global, como aumentar a oferta monetária, sob pena de enfrentar um surto inflacionário nos Estados Unidos.

Em relação aos bancos centrais, pode-se perceber que o modelo a ser seguido por uma futura autoridade monetária mundial não foge muito dos padrões de bancos centrais convencionais. A única diferença é o comprometimento do mesmo com o todo e não com algum país ou região em especial.

Desde seus objetivos, até a condução da política monetária, difere muito pouco de um banco central convencional. Em relação à independência, talvez seja até mais fácil de ser alcançada, já que não há um governo central acima dele, mas devem ser levadas em consideração as pressões das economias dominantes as quais estará sujeito o “Presidente” do banco central mundial.

As experiências que se tem com instituições internacionais, como a Organização das Nações Unidas (ONU), Organização Mundial do Comércio (OMC) e Organização Internacional do Trabalho (OIT) e outras, são boas e em geral não estão sujeitas à interferência de países com maior peso no cenário internacional. Porém, eventualmente, sofrem alguma pressão em questões específicas.

É imprescindível uma instituição internacional imparcial para cuidar de um assunto tão sério como o sistema monetário internacional. Deve haver consenso e

todas as vozes precisam ser ouvidas. O objetivo de uma moeda de reserva internacional deve ser somente o de facilitar a troca de bens e serviços entre os países de forma mais eficiente, rápida e segura e não o entesouramento como em arcaicos períodos históricos.

O banco central mundial deve ser independente o suficiente para coibir ações dos mercados financeiros que possam causar distúrbios e trazer instabilidade a economia através de uma atuação enérgica e autônoma, regulando o mercado em pontos essenciais, como os movimentos de capitais especulativos e a regulação de operações de alto risco.

A proposta de Keynes em Bretton Woods pressupõe a criação de uma autoridade monetária central responsável pela política monetária. Este é um ponto crucial para a implementação do seu plano, pois somente como uma autoridade independente internacionalmente será possível adotar políticas imparciais.

Com relação ao câmbio, o plano de Keynes é bem flexível. Embora recomende taxas administradas, também é possível que as taxas flutuem livremente. Caso os países não se adaptem as taxas administradas, poderiam voltar para a livre flutuação. Inclusive, nada impede que sejam adotadas taxas fixas de câmbio.

De acordo com os preceitos vistos sobre os bancos centrais e o papel da política monetária, o plano de Keynes é possível que seja contemplado por todos eles. Na realidade, isso vai depender de como a União Internacional de Compensação e o Bancor serão concebidos. Os preceitos podem ou não ser observados dependendo de seus gestores.

O FMI com sua moeda escritural, desde que passe por uma reformulação, também atenderia às características necessárias aos bancos centrais e o papel da política monetária. Principalmente, em relação à acessibilidade da sua moeda de

forma equilibrada a todos os países participantes. Atualmente, a distribuição dos DES proporcionais às cotas do FMI tende a deixar a instituição agindo em favor dos participantes de maior peso.

Quanto às taxas de câmbio, o DES é baseado em uma cesta de moedas que não é rígida, isto é, as taxas são flexíveis, mas também podem ser administradas sem nenhum problema.

A criação de uma autoridade monetária internacional proposta por Mayer, Duesenberry e Aliber segue a mesma linha de Keynes e do FMI. Inclusive admitem que o FMI seria uma instituição precursora da autoridade monetária internacional. Ressaltam que o principal obstáculo para criação de uma instituição multipolar é em relação aos custos e benefícios para os países participantes. Este é um aspecto que certamente pesa muito para todos os países, pois não valeria a pena mudar para um sistema que trouxesse mais custos do que benefícios para os países em geral.

Mayer, Duesenberry e Aliber não fazem referência a um regime de câmbio fixo, flutuante ou administrado, mas denotam certa tendência a um controle maior sobre o câmbio.

As alternativas apresentadas essencialmente são muito semelhantes, visto que estabelecem uma autoridade monetária internacional e uma moeda de reserva acessível a todos os membros. Em relação às taxas de câmbio, os planos alternativos sugerem câmbio flutuante, porém com taxas administradas para garantirem maior estabilidade econômica, além de evitar que um país se beneficie dos efeitos de uma depreciação de sua moeda nas exportações, criando assim um artifício cambial para baratear seus produtos no comércio internacional.

No entanto, em relação às taxas de câmbio, há inteira liberdade dos países definirem se o melhor é câmbio flexível, fixo ou administrado e os sistemas monetários alternativos não impõem nenhuma barreira quanto a esse aspecto.

Chama a atenção a esses planos a racionalidade e simplicidade com que eles foram concebidos. Tanto o Bancor quanto o DES e a Autoridade Monetária Internacional são propostas objetivas e claras em relação à política monetária e não exigem nenhum arranjo muito complexo, apenas aplicam preceitos já consolidados em relação aos Bancos Centrais, só que em um âmbito global.

Diante de todos os fatos expostos, a alternativa que destoa como mais próxima do que seria considerado adequado e que seja exequível é o DES do FMI, principalmente pelo fato de que ele já existe e esta disponível para quase todas as nações, embora precise de muitos ajustes, ele tem todas as características essenciais a uma moeda de reserva.

Com a reformulação do sistema monetário internacional, aplicando os preceitos fundamentais dos bancos centrais ao FMI e, levando em conta o papel desempenhado na economia mundial por todos os países em um mundo atualmente multipolar, é possível uma substituição do sistema atual por uma nova era na economia monetária internacional, sem grandes distúrbios e turbulências.

Seja qual for o futuro do sistema monetário internacional, o importante é termos um sistema equilibrado, que priorize a estabilidade econômica e que seja incisivo em situações adversas, sem privilégios a qualquer país. Um sistema que faça a moeda cumprir seu objetivo maior que é possibilitar as trocas de bens e serviços de forma eficiente.

Aparentemente, há certa resistência entre os países diante da possibilidade de adoção de uma nova moeda de reserva. Talvez um de seus maiores motivos seja o excesso de dólares que circula no mundo e fazem parte das reservas desses países. O que acontecerá com essas reservas caso seja adotada uma nova moeda? Será a confirmação de que por muitos anos foram trocados bens e serviços por promessas de pagamento que nunca serão cumpridas?

Por isso o que se vê hoje são tentativas tímidas de substituição do dólar, geralmente realizadas em acordos bilaterais, mas que efetivamente só atenuam o problema da moeda de reserva, pois esta solução continuaria a utilizar moedas nacionais como moeda de reserva e, aplicada em grande escala, ficaria pouco viável gerir reservas em diversos tipos de moedas.

A mudança em nosso sistema monetário internacional, sob o ponto de vista lógico e racionalmente econômico, é fundamental para o desenvolvimento da economia global e continuidade da evolução de nossa economia. Perante todas as exposições desde o nascimento do sistema atual e seu descompasso com os preceitos desenvolvidos ao longo das últimas décadas, fica contundente a necessidade de reforma do sistema monetário internacional.

REFERÊNCIAS

BLANCHARD, Olivier Jean. **Macroeconomia**. 4ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BORÇA, Gilberto Rodrigues Junior; TEIXEIRA FILHO, Ernani Torres. **As Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf> Acesso em: 6 mar. 2010.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Bretton Woods aos 60 anos**. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/bretton_woods_aos_60_anos.pdf> Acesso em 2 de outubro de 2009.

CONFERÊNCIA MONETÁRIA E FINANCEIRA DAS NAÇÕES UNIDAS, 1944, Bretton Woods, N.H. **Ata final**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1944.

CUKIERMAN, Alex. **Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence**. 4ª ed. Massachusetts: The MIT Press, 1998.

DILLARD, Dudley. **A teoria econômica de John Maynard Keynes** : teoria de uma economia monetária. São Paulo: Pioneira, 1971.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **The accumulation of foreign reserves**. Berlim: International Relations Committee Task Force. 2006. (Occasional paper series, n.43) Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>> Acesso em: 10 mar. 2010.

FEDERAL RESERVE SYSTEM. **Purposes and functions**. 9. ed. Washington: The Staff Publications Committee, 2005. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>> Acesso em: 15 abr. 2010.

FREEDMAN, Charles. Central Bank Independence. In: MIZEN, Paul (Coord.). **Central banking, monetary theory and practice**: essays in honour of Charles Goodhart. Massachusetts: Edward Elgar, 2003. p.90-110.

FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy In: **The American Economic Review**, Vol. 58, No. 1. Nashville: American Economic Association, Vol. 58, 1968. p.1-17. Disponível em: <<http://www.scribd.com/M-Friedman-The-Role-of-Monetary-Policy/d/8420007>> Acesso em: 22 mai. 2010.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Reinventing the System (1972-1981)**. [2005] Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_rs_01.htm> Acesso em: 5 out. 2009.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Special drawing rights**. [2010] Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdr.pdf>> Acesso em: 5 fev. 2010.

GOODHART, Charles Albert Eric. **Money, information and uncertainty**. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 1991.

HILLBRECHT, Ronald Otto. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1999.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. Diniz, Eliezer Martins. **Economia internacional: teoria e política**. 6. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.

LA EVEN, Luc; VALENCIA, Fabian. **Systemic banking crises: a new database**. International Monetary Fund Working Paper 08/224. 2008.

LUNDBERG, Eduardo. **Política monetária e supervisão do sistema financeiro nacional**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (Trabalhos para Discussão, n.2) Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/default.asp#2000> > Acesso em: 8 fev. 2010.

MAGNOLI, Demétrio (coord.). **História da paz: os tratados que desenharam o planeta**. São Paulo: Contexto, 2008.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 6. ed. Rio de Janeiro: LTC, c2008.

MATTOS, Fernando Augusto Mansor de. Elementos Explicativos da Expansão Econômica Virtuosa dos Anos Dourados (1945-1973). **Revista de Economia Política**, São Paulo: v. 25 n.1. 2005. p.28-49.

MAYER, Thomas, DUESENBERY, James, ALIBER, Robert. **Moeda, bancos e a economia**. São Paulo: Campus, 1993.

NETO, Mario Rubens de Mello; ARAÚJO, Victor Leonardo de. **Instabilidade Internacional e Hegemonia: Notas Sobre a Evolução do Sistema Monetário Internacional**. 2007.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Trade and development report**. New York: United Nations Conference On Trade And Development, 2009. Disponível em: <www.unctad.org/en/docs/tdr2009_en.pdf> Acesso em: 18 abr. 2010.

PERSSON, T. & TABELLINI, G.. **Monetary and fiscal policy**, Massachusetts: MIT Press, 1993.

ROGOFF, K. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target**. The Quarterly Journal of Economics, November 1985.

SZMRECSÁNYI, Tamás (Org). **John Maynard Keynes: Economia**. Tradução Miriam Moreira Leite. São Paulo: Ática, 1984.

TRIFFIN, Robert. **El oro y la crisis del dólar : el futuro de la convertibilidad**. México: Fondo de Cultura Económica, 1962.

WALSH, Carl E. **Monetary theory and policy**. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 2003.