UNIVERSIDADE DE TRÁS-OS-MONTES E ALTO DOURO - UTAD

VULNERABILIDADES FISCAIS DECORRENTES DA ADOÇÃO DE PADRÕES MONETÁRIOS NACIONAIS COMO MEIO DE PAGAMENTO INTERNACIONAL: A EXPERIÊNCIA DO PADRÃO-DÓLAR

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM GESTÃO

ALIPIO REIS FIRMO FILHO

VILA REAL, 2013

ALIPIO REIS FIRMO FILHO

VULNERABILIDADES FISCAIS DECORRENTES DA ADOÇÃO DE PADRÕES MONETÁRIOS NACIONAIS COMO MEIO DE PAGAMENTO INTERNACINAL: A EXPERIÊNCIA DO PADRÃO-DÓLAR

Orientador: Prof. Doutor Francisco José Lopes de Sousa Diniz

UTAD

VILA REAL, 2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Filho, Alipio Reis Firmo.

Vulnerabilidades fiscais decorrentes da adoção de padrões monetários nacionais como meio de pagamento internacional: a experiência do padrão-dólar /Alipio Reis Firmo Filho. Vila Real: [s.n], 2013.

Orientador: Professor Doutor Francisco José Lopes de Sousa Diniz

Dissertação (Mestrado) Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro

PALAVRAS-CHAVE: Gestão Monetária; Gestão Cambial; Dólar; Modelo de Gestão.

Trabalho de Dissertação original apresentado à Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro – UTAD - Portugal, para obtenção do grau de Mestre em Gestão.

Dedico esta pesquisa aos meus pais, Alipio Reis Firmo (*in memoriam*) e Marina de Souza Firmo; aos meus irmãos José Joaquim, Maria Domingas e Maria Vanusa; aos meus sobrinhos Fábio, Letícia, Gilliard e Gllaucy.

“O Pai me ama porque dou minha vida para de novo a retomar. Ninguém a tira de mim. Sou eu mesmo que a dou. Tenho o poder de dá-la e o poder de retomá-la. Esta é a ordem que recebi de meu Pai” (Jesus Cristo)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, primeiramente, sem o qual nada seria possível.

Agradeço de todo o meu coração aos meus queridos e amados pais, Alipio Reis Fimo (*i.m*) e Marina de Souza Firmo, veículos da vida, que, em meio a tantas adversidades, não pouparam esforços para me proporcionar tão sublime riqueza: o caráter, o respeito, a honra, a educação, o trabalho, a dignidade e a fé.

Agradeço ao Zé, a Domingas, a Vanusa (irmãos), a Gllaucy, ao Gilliard, ao Fábio e a Letícia (sobrinhos) que, próximos ou distantes, no passado ou no presente, foram alicerces vivos a me sustentar em meio a alegrias e aflições.

Agradeço a Darcila, amiga e namorada, pela paciência e apoio.

Agradeço imensamente ao Carlos, a Patrícia, a Andrezza, a Helen, a Adrianne, a Auxiliadora, ao Antonio, a Dórrie, ao Rafael, a Heloisa e ao João, minha equipe de trabalho, pelo incondicional apoio e colaboração para esse exitoso desfecho.

Agradeço ao meu querido e amado Orientador, Professor Doutor Francisco José Lopes de Sousa Diniz, por ter me proporcionado carinho, sabedoria, conhecimento e amizade, motivos de orgulho para mim.

Especial agradecimento dispenso ao Oswaldo Demósthenes, ao Eduardo Nunan, e a Ana Maria que, ao compartilharem comigo suas valiosas experiências acadêmicas, ajudaram-me a dissipar dúvidas e incertezas.

Agradeço ao Professor Camilo, a Dorotéia, e a Arcanja pelo auxílio e inestimável apoio na construção deste trabalho.

Agradeço aos Conselheiros do Tribunal de Contas do Estado do Amazonas pela oportunidade de ampliar limites e desbravar fronteiras.

Agradeço ao Governo de Portugal e a Direção, aos Docentes e aos servidores da Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro – UTAD, por ter me proporcionado ensino, conhecimento e reflexão, ingredientes indispensáveis ao crescimento profissional, acadêmico e pessoal.

ÍNDICE GERAL

ÍNDICE DE QUADROS…….....i

ÍNDICE DE FIGURAS….....ii

LISTA DE SIGLAS…….....iii

RESUMO…….....v

ABSTRACT…….....vii

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO.....01

1.1 Justificativa e objeto de estudo.....05

1.2 Objetivos…….....…….....11

1.3 Problema e Hipóteses da pesquisa.....11

1.4 Estrutura do desenvolvimento dos capítulos.....11

CAPÍTULO II – METODOLOGIA DA PESQUISA.....13

2.1 Questões norteadoras.....15

2.2 Tipo de Pesquisa.....16

2.3 Unidade de Análise.....17

2.4 Instrumentos de Pesquisa.....18

2.5 Método de Investigação.....20

2.6 Unidades de Observação.....21

2.7 Categorias de Análise.....21

2.8 Procedimentos de coleta e análise de dados 22

CAPÍTULO III - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....26

3.1 O Sistema Monetário Internacional (SMI).....28

3.1.1 Generalidades.....28

3.1.2 Atores envolvidos na Gestão do Sistema Monetário Internacional.....29

3.1.2.1 O Fundo Monetário Internacional.....30

3.1.2.2 Os Bancos Centrais.....36

3.1.2.2.1 Política Monetária.....36

3.1.2.2.2 Política Cambial.....46
3.1.2.3 O Federal Reserve (Fed).....48
3.2 Padrões Monetários Internacionais e o Dólar como moeda de aceitabilidade universal.....52
3.2.1 O Padrão-Ouro Clássico.....52
3.2.2 O Padrão-Ouro Divisas.....56
3.2.3 O Padrão-Dólar.....61
3.3 Panorama sobre as principais vulnerabilidades envolvendo a Gestão do Sistema Monetário Internacional.....64
3.4 Gestão das reservas internacionais: conceito, origem e finalidade.....73
3.5 Gestão monetária e cambial americana e suas relações com o resto do mundo.....77

CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS.....82
4.1 O Programa Large-Scale Asset Purchases – LSAP do governo americano (Compra de Ativos em Larga Escala).....84
4.2 Impacto do Programa LSAP sobre a Gestão cambial dos EUA.....86
4.3 Gestão e comportamento da balança comercial americana.....96
4.4 Gestão e comportamento da balança comercial dos países integrantes da amostra (Brasil, China, Índia, África do Sul, Zona do Euro, Reino Unido e Japão).....102

CAPÍTULO V – CONCLUSÃO, CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES.....107
5.1 Conclusão.....107
5.2 Considerações finais e recomendações 115

REFERÊNCIAS.....118

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 – Composição percentual das Reservas Mundiais – 2000 a 2010.....72
Quadro 2 - Composição percentual das Reservas Brasileiras – 2003 a 2011.....73
Quadro 3 - Evolução do Saldo das Reservas Internacionais em alguns países.....74
Quadro 4 – Origem das Reservas Internacionais.....75
Quadro 5 – Liquidez Internacional.....76
Quadro 6 - Gestão monetária e cambial americana e suas relações com o resto do mundo.....80
Quadro 7 – PIB mundial – 2011.....87
Quadro 8 – Incidências das taxas de câmbio por país – Novembro (2010) a Junho (2011).....88
Quadro 9 – Incidências mensais das taxas de câmbio nos países selecionados – Novembro (2010) a Junho (2011).....90
Quadro 10 – Importação e Exportação dos EUA para o Brasil, a China e a África do Sul – Novembro (2010) a Junho (2011).....97
Quadro 11 – Importação e Exportação dos EUA para o Japão, o Reino Unido, a Zona do Euro e a Índia – Novembro (2010) a Junho (2011).....98
Quadro 12 – Metodologia de cálculo do impacto da desvalorização/valorização do Dólar sobre as importações/exportações dos EUA.....99

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Interdependência do Comércio Exterior.....78

LISTA DE SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
BEA	Bureau of Economic Analysis
BIS	Bank for International Settlements
BLS	Bureau of Labor Statistics
CCI	Câmara de Comércio Internacional
DDP	Data Download Program
EUA	Estados Unidos da América
FED	Federal Reserve Bank
FOMC	Federal Open Market Committee
FMI	Fundo Monetário Internacional
GTA	Global Trade Alert
LSAP	Large-Scale Asset Purchases
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
PIB	Produto Interno Bruto
SGS	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
SMI	Sistema Monetário Internacional
SOMA	System Open Market Account
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences

RESUMO

O objetivo geral da presente investigação foi identificar vulnerabilidades no atual modelo de gestão do Sistema Monetário Internacional a partir da investigação do Padrão-Dólar. A análise se desenvolveu em torno do Programa Large-Scale Asset Purchases-LSAP, escolhido como estudo de caso para o desenvolvimento da pesquisa. O Programa LSAP foi uma das soluções encontradas pelos EUA para estimular sua economia, em resposta à crise financeira de 2007. Através dele, o governo americano passou a injetar vultosas somas de recursos no setor privado, mediante a compra de títulos públicos. A investigação procurou analisar o impacto da gestão do Programa LSAP nos EUA e no resto do mundo buscando identificar: (1) vínculos entre o referido Programa e a cotação da moeda americana frente às principais moedas estrangeiras; (2) relações entre a oscilação do valor do Dólar e as importações e exportações americanas; (3) relações entre as importações/exportações dos EUA e as importações/exportações do resto do mundo; e (4) relações entre as importações/exportações do resto do mundo e a gestão dos mercados cambial e monetário estrangeiros, bem assim, seus níveis de endividamento externo e sua capacidade de pagamento. Para tanto, foi acompanhada a evolução da paridade do Dólar frente às moedas de alguns dos principais países do mundo: Brasil, China, África do Sul, Índia, países da Zona do Euro, Japão e Reino Unido. A análise ocorreu entre novembro de 2010 e junho de 2011, período no qual o governo americano injetou 600 bilhões de dólares em sua economia. Os resultados da pesquisa demonstraram que (1) a adoção de políticas monetárias expansionistas pelo governo americano interferiu nos modelos de gestão cambial e monetário - nessa ordem - adotados pelo grupo de países selecionados para análise, na medida em que tais políticas promovem oscilações no valor do Dólar; (2) a oscilação cambial da moeda americana se fez sentir diferentemente entre os países observados, mas, de uma maneira geral, prevaleceu a valorização das moedas estrangeiras (desvalorização do Dólar); (3) ficou constatado que o Dólar atua conjuntamente sobre (i) as gestões monetária e cambial estrangeiras; (ii) o estoque de reservas internacionais dos países; (iii) seu grau de endividamento externo e (iv) sua capacidade de pagamento perante a comunidade internacional; e (4) o Dólar funciona como meio transmissor dos desajustes da economia americana às nações estrangeiras. Os levantamentos realizados nos

permitiram concluir que, dada a sua condição de moeda universalmente aceita, o Dólar têm grande influência sobre os modelos de gestão adotados pelos governos estrangeiros, na medida em que os expõe a vulnerabilidades. A condição de vulnerabilidade desses governos expressa-se precisamente pelo fato de eles terem de adequar sua estrutura de planejamento às oscilações cambiais da moeda americana, boa parte das vezes ocasionadas por políticas monetárias adotadas pelos EUA. Em decorrência, os países acabam sendo pressionados a abandonarem os rumos de seus objetivos nacionais, ainda que momentaneamente, para trazerem suas paridades a níveis aceitáveis. A recuperação da paridade perdida passa também a representar, portanto, o alvo desses governos, concorrendo com os seus próprios planos, programas e projetos.

Palavras-chave: Gestão Monetária; Gestão Cambial; Dólar; Modelo de Gestão.

ABSTRACT

The overall objective of this research was to identify vulnerabilities in the current fiscal management model of the International Monetary System from the investigation of pattern-Dollar. The analysis is developed around the Program Large-Scale Asset Purchases - LSAP, chosen as a case study for the development of research. The LSAP Program was one of the solutions found by the U.S. to stimulate its economy, in response to the financial crisis of 2007. Through it, the U.S. government began to inject huge sums of resources in the private sector through the purchase of government bonds. The research sought to examine the impact of LSAP program management in the U.S. and around the world seeking to identify: (1) links between this Program and the price of the U.S. dollar against major foreign currencies; (2) relations between the oscillation of the value of the dollar and U.S. exports and imports; (3) relations between U.S. exports / imports and imports / exports from the rest of the world; and (4) relations between imports / exports from the rest of the world and manage your foreign exchange market, monetary, its level of indebtedness and ability to pay. Therefore, it was accompanied by the evolution of the parity of the dollar against the currencies of some major countries: Brazil, China, South Africa, India, countries in the Eurozone, Japan and the UK. The analysis took place between November 2010 and June 2011, during which the U.S. government injected $ 600 billion into its economy. The survey results showed that (1) the adoption of expansionary monetary policies by the U.S. government interfered in models of exchange rate management and monetary - in that order - adopted by the group of countries selected for analysis, to the extent that such policies promote changes in the value of the dollar; (2) the fluctuation of the U.S. dollar exchange rate was felt differently across countries observed, but, in general, the prevailing foreign currency appreciation (depreciation of the dollar); (3) was found that the Dollar operates jointly on (i) the managements monetary and foreign exchange; (ii) the stock of international reserves of the country, (iii) the degree of indebtedness and (iv) its ability to pay before the international community; and (4) Dollar serves as the transmitting medium of misfits of the U.S. economy to foreign nations. The surveys allowed us to conclude that, given his condition universally accepted currency, the Dollar has great influence on the management models adopted by foreign governments,

as it exposes them to vulnerabilities. The vulnerable condition of these governments is expressed precisely because they have to adjust their planning framework to exchange rate fluctuations of the U.S. dollar, most often caused by monetary policies adopted by the U.S. As a result, countries end up being pressured to abandon the course of their national goals, even momentarily, to bring their parities to acceptable levels. The recovery of lost parity now also represent, therefore, the target of these governments, competing with their own plans, programs and projects.

Keywords: Monetary Management, Foreign Exchange Management; Dollar; Management Model.

CAPÍTULO I

Introdução

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

As sucessivas crises financeiras que abalaram o mundo nas duas últimas décadas são uma ótima oportunidade para refletirmos sobre a forma como o Sistema Monetário Internacional tem sido gerido. Independentemente de como e onde elas se manifestam, as crises podem ser bastante úteis para acelerar o processo de desenvolvimento humano. A história da humanidade é próspera em relatar experiências nesse sentido.

Atualmente, as nações se vêem às voltas com importantes (e conflitantes) posicionamentos.

Em artigo publicado no Jornal britânico Financial Times no dia 21/09/2011, a Presidenta do Brasil, Dilma Roussef, chamou a atenção do mundo para alguns graves problemas que estão afetando a gestão das finanças públicas internacionais. Um deles consiste na desvalorização intencional das moedas nacionais por alguns países visando a elevar sua competitividade no mercado externo. Segundo ela, isso acaba desestabilizando a gestão cambial entre as nações.

Em visita à Alemanha no mês de março do corrente ano, a governante brasileira não poupou críticas à forma como a Europa vem injetando vultosas somas de recursos na tentativa de conter a onda de desequilíbrios que se abatia sobre algumas nações do velho continente. Em resposta, a chanceler alemã, Angela Merkel, disse que estava mais preocupada com as medidas protecionistas unilaterais que o governo brasileiro vinha adotando.

Outro problema que tem ocupado a pauta das discussões na atualidade foi a manutenção de taxas de juros elevadas por parte das nações emergentes. Para muitos governantes e especialistas, a medida compromete sobremaneira as gestões monetária e cambial no mundo, pois estimula a volatilidade dos capitais com todo o seu poder destrutivo.

Existem ainda aqueles que defendem a necessária reformulação dos papéis de algumas organizações multilaterais tradicionais, como o Fundo Monetário Internacional, a fim de torná-las mais eficazes na prevenção e combate às crises. Para estes, é preciso que tais instituições sejam dotadas de uma estrutura que lhes dê condições de responderem às

novas e grandes demandas da atualidade. Christine Lagarde, Diretora-Gerente do FMI, encabeça essa lista.

Diante de toda essa diversidade de opiniões, uma conclusão parece certa: nunca o processo de gestão monetária e financeira no mundo esteve tão exposto a vulnerabilidades como nos dias atuais. E a maior prova disso talvez seja o fato de que, no passado, os desequilíbrios se manifestavam apenas no interior das economias ditas "periféricas". Agora, ao contrário, alcançam também e, principalmente, os países que ocupam o topo do cenário mundial. Ao que tudo indica, a crise financeira por que passa o Sistema Monetário Internacional expôs vulnerabilidades que antes não eram percebidas.

Problemas como défices/superávits nos balanços de pagamento, valorização/desvalorização excessiva do Dólar norte-americano, falta/excesso de liquidez internacional passaram a ser temas recorrentes no cenário mundial e apontam para a necessidade de refletirmos sobre a forma como a política monetária internacional vem sendo gerida.

Nesta investigação, avaliamos o comportamento de algumas variáveis que, direta ou indiretamente, possam interfirir no processo de gestão monetária, financeira e cambial das nações; e que acabam concorrendo para torná-las mais frágeis.

Para tanto, partimos de uma situação prática – a injeção de US$ 600 bilhões de dólares na economia americana ocorrida no período de novembro de 2010 a junho de 2011 por iniciativa do Federal Reserve – Fed, no âmbito do Programa Large-Scale Asset Purchases – LSAP (Compra de Ativos em Larga Escala).

Através dela, procuramos observar como essa iniciativa impactou (1) as gestões monetária e cambial do Brasil, China, Índia, África do Sul, países da Zona do Euro, Reino Unido e Japão bem como (2) suas importações, exportações e capacidades de pagamento. Na análise, dedicamos especial atenção à maneira como os modelos de gestão desses países podem vir a ser afetados pelo referido Programa. Mas esse não foi o único propósito da pesquisa.

Procuramos avaliar também como um padrão monetário doméstico – no caso, o Dólar norte-americano - pode interferir em todo esse processo, dada sua condição de moeda de aceitabilidade universal. Essa foi, aliás, a tônica principal da investigação.

Ao final, extraímos alguns importantes elementos que, esperamos, possam servir de subsídios para futuros projetos de investigação.

1.1 Justificativa e objeto de estudo

O mundo está mergulhado numa profunda crise econômica e financeira. Segundo muitos especialistas, trata-se da primeira recessão de magnitude global que enfrentamos. Para a Presidente do Banco Central da Argentina, Mercedes Marcó Del Pont, quando comparado ao PIB mundial, o tamanho dos desequilíbrios globais, seja em termos absolutos, seja em números relativos, é muito superior aos verificados nas últimas três décadas (Pont, 2011).

Há pelo menos quatro anos muitas economias avançadas vem convivendo com três problemas principais: (1) altas taxas de desemprego, (2) baixíssima atividade econômica; e, (3) dificuldade de os governos honrarem suas dívidas soberanas. Países como os Estados Unidos, Grécia, Itália e Espanha encabeçam a fileira desses países.

Mas as economias do primeiro mundo não são as únicas afetadas. Conquanto experimentem uma situação bem mais confortável, com índices de crescimento econômico jamais vistos, as chamadas economias emergentes também não estão imunes aos revezes da crise. O medo é que no futuro elas sejam a "bola da vez", principalmente em decorrência do fenômeno da globalização, marcado pela forte dependência econômica e financeira entre os países. China, Rússia, Brasil, Índia e África do Sul protagonizam esse grupo de economias.

Na verdade, a crise atual parece ser um prolongamento de problemas mal resolvidos no passado. Ainda que louvável os esforços das autoridades para superá-los[1], o certo é que muitas questões foram deixadas "debaixo do tapete" desde a Depressão de 1929. Talvez

[1] As criações do Fundo Monetário Internacional (FMI), do Banco Mundial (BIRD) e do Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT) são bons exemplos desses esforços.

porque, conforme dito anteriormente, os desequilíbrios se limitassem, no passado, às economias não industrializadas. Agora, ao contrário, alcançam também e, principalmente, as nações avançadas.

Dathein (2005) assinala que historicamente o Terceiro Mundo nunca foi chamado a opinar nas discussões envolvendo a solução de problemas relacionados ao capital internacional. O mesmo autor já destacava que talvez fosse necessário ocorrer uma crise de grandes proporções para que algumas providências fossem tomadas. Da mesma forma, Baer, Cintra, Strachman e Rudinei (1995) ressaltavam que a ausência de crises ou, ao menos, a perspectiva de que alguma viesse a ocorrer, funcionava como um elemento inibidor de iniciativas visando à concepção de uma nova ordem financeira global.

Ao que tudo indica essa hora chegou.

De acordo com Salvatore (2007), o Sistema Monetário Internacional convive com dois grandes problemas. De um lado, a grande volatilidade e o desalinhamento das taxas de câmbio; e de outro, a incapacidade de o Sistema prevenir ou lidar com crises financeiras internacionais.

Paula, Fernando Filho e Alves (2000) afirmam que quase nada é feito para prevenir as crises que demandam socorro cambial; e que os custos de ajustamento nos balanços de pagamentos sempre recaíram apenas sobre os países com défices externos.

Enquanto a solução não vem, os governos vêm adotando algumas medidas para defenderem suas economias. Três delas merecem um destaque especial: as "guerras cambiais", os "tsunamis monetários" e a adoção de medidas protecionistas não muito amistosas e que passam ao largo dos acordos firmados pelos países com a Organização Mundial do Comércio. Todas, a uma só, são efeitos colaterais dos desequilíbrios e que, se não enfrentadas na atualidade mediante a adoção de soluções rápidas e eficazes, irão gerar novos desequilíbrios acompanhados de novos mecanismos de defesa, num círculo vicioso sem fim, rumo ao caos.

A "guerra cambial" foi uma expressão cunhada pelo Ministro da Fazenda do Brasil, Guido Mantega, no mês de outubro de 2010, para designar a atitude de alguns países – a China é um deles – de manterem suas moedas artificialmente desvalorizadas com o

propósito, de um lado, de tornarem competitivos os seus produtos no mercado internacional e, de outro, de manterem elevadas somas em reservas cambiais.

Em artigo publicado no Jornal britânico Financial Times, a Presidenta do Brasil, Dilma Rousseff, também fez referência a esse problema afirmando que alguns países recorrem a esse artifício para assegurarem sua participação nos mercados globais (Rousseff, 2011). O tema, inclusive, entrou na pauta do G20 no encontro realizado na cidade de Seul, Coréia do Sul, em novembro de 2011.

Segundo Goldbaum (2012), "tisunami monetário" relaciona-se com a elevação da oferta de moeda numa economia recorrendo, p. exemplo, à compra de títulos pela autoridade monetária. De acordo ainda com esse autor, o objetivo de tal medida é fortalecer as instituições bancárias, a fim de evitar o colapso do sistema financeiro. Seu efeito sobre a economia, contudo, é igual ao da "guerra cambial" pois acaba desvalorizando o câmbio e, em consequência, aumentando a competitividade dos produtos nacionais no exterior. Essa medida, aliás, foi tomada pelo governo americano, que no período de novembro/2010 a junho/2011 injetou 600 bilhões de dólares em sua economia através da compra de títulos do Tesouro (Federal Reserve Bank of New York, 2010).

Zorovich (2012) registra que desde 2008 há uma onda protecionista no mundo. Segundo ele, o aumento significativo de medidas protecionistas entre os países aparece nos relatórios da Câmara de Comércio Internacional - CCI de 2011e do Global Trade Alert (GTA), uma organização internacional que monitora as medidas protecionistas no planeta. A título exemplificativo, o autor destaca que no relatório da CCI as medidas discriminatórias aplicadas no âmbito do G20 já representam 10% do comércio global o que coloca em risco a competitividade entre os países. No tocante ao relatório do GTA, aponta que a entidade chama a atenção para uma postura comercial mais defensiva no mundo.

Urge, portanto, que seja repensada a gestão do Sistema Monetário Internacional. A crise econômica por que passa o mundo representa, na verdade, um sintoma de que algo vai mal. Que a gestão econômica, financeira e monetária mundial está precisando de reparos. Que os meios usualmente utilizados para gerir a economia global mostraram-se impotentes para prevenir e reprimir crises.

Muitas autoridades no mundo perfilham esse entendimento.

A Diretora do Fundo Monetário Internacional, Christine Lagarde, através do Comunicado n. 12/211, de 08/06/2012 (http://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2012/pr12211s.htm), pediu novas medidas para reformar o Sistema Financeiro global por meio do reforço das ferramentas de gestão de crises e o fortalecimento de sua arquitetura geral.

Mark Carney, Presidente do Banco Central Canadense, afirmou que a solução para a crise atual não virá sem que haja mudanças nos sistemas, monetário e financeiro mundial (Carney, 2011).

Christian Noyer, Presidente do Banco Central Francês, fala da necessidade de se garantir que os sistemas financeiros interajam harmoniosamente (Noyer, 2011).

Glenn Stevens, Presidente do Banco Central Australiano, diz que a solução virá no longo prazo e isso exigirá uma maior cooperação internacional, muito mais do que já fora no passado (Stevens, 2011).

Segundo Sergey Ignatiev, Presidente do Banco Central da Rússia, a atual crise revelou que a comunidade internacional não pode se limitar a remover as deficiências na regulação das instituições e mercados financeiros, mas encontrar uma solução para o problema dos desequilíbrios globais se quiser alcançar a estabilidade financeira (Ignatiev, 2011).

Mervyn King, Presidente do Banco Central da Inglaterra, entende que a crise atual é um reflexo da descentralização monetária e financeira do mundo. De acordo com ele, o que faz sentido para cada país individualmente nem sempre é positivo para o resto do mundo; e que a principal lição que aprendemos com os desequilíbrios globais é que o mundo precisa encontrar a melhor maneira de garantir resultados coletivos (King, 2011).

Há consenso também entre as autoridades que a economia mundial ressente-se de vulnerabilidades e que, se não forem tratadas convenientemente, suas consequências podem ser piores no futuro.

Mark Carney assinala que as vulnerabilidades cresceram a partir da combinação de macros desequilíbrios e micros falhas na administração de riscos, supervisão e regulação financeira (Carney, 2011).

Christian Noyer é da opinião que a crise financeira resultou de sintomas de fragilidades crescentes na economia mundial, e que é razoável assumir que algumas causas comuns estão por trás tanto da crise quanto dos próprios desequilíbrios (Noyer, 2011).

King (2011), Presidente do Banco Central da Inglaterra, prevê que a economia global continuará a ser vulnerável aos riscos trazidos pelos desequilíbrios se estes não forem solucionados em sua origem.

Em suma, o tema vulnerabilidades ganhou a atenção do mundo, exatamente por estar na base da presente crise monetária e financeira.

Ora, não é outro, também o tema tratado nesta pesquisa. Daí sua importância.

Sabemos que a economia é um grande sistema no qual interagem forças as mais diversificadas possíveis (cambiais, financeiras e monetárias). Cada uma dessas forças influencia e é influenciada pelas demais. Se uma variável econômica sofre alteração em determinado tempo e lugar, imediatamente seus efeitos se propagam em várias direções afetando outras variáveis. A gestão econômica precisa ter a habilidade necessária para lidar com essas variações, a fim de garantir o equilíbrio de todo o sistema, tornando-o menos vulnerável.

Na presente pesquisa, procuramos investigar como a injeção de 600 bilhões de dólares na economia americana, mediante a compra de títulos públicos pelo Fed, ocorrida no período de nov/2010 a jun/2011, influenciou algumas importantes variáveis econômicas nos EUA (transações correntes, câmbio, exportações/importações, dentre outros) e no resto do mundo, tais como liquidez internacional, transações correntes, endividamento externo junto ao Fundo Monetário Internacional e exportações/importações.

Tendo em vista que a moeda americana serve de referência para inúmeras transações econômicas no mundo - haja vista a sua ampla aceitabilidade no mercado internacional - sua valorização/desvalorização motivada por uma política de gestão monetária (nascida ou não no interior dos EUA) certamente irá influenciar outros modelos de gestão existentes em outros países, fazendo com que estes, muitas vezes, acabem alterando

todo o rumo de sua gestão econômica como forma de solucionar eventuais desequilíbrios domésticos.

Ora, este cenário foi o pano de fundo de nossos estudos. A partir dele, identificamos vulnerabilidades decorrentes da adoção da moeda americana como principal meio de pagamento internacional.

A pesquisa permitiu extrair alguns importantes elementos a respeito de como o Sistema Monetário Internacional convive com a moeda norte-americana, e de como ele a influencia ou é por ela influenciado.

De forma bem particularizada, estudamos o impacto da gestão monetária americana no contexto da economia brasileira. Em outras situações, todavia, foi possível estendermos essa observação a outros países.

Portanto a análise do modelo Padrão-Dólar no contexto dos meios de pagamento internacionais é apenas o meio escolhido para abordarmos o tema vulnerabilidades. Trata-se, evidentemente, de uma análise teórico-prática que, na atualidade, ganha especial importância dada a crise de credibilidade por que passa a moeda americana no contexto da economia mundial.

A par dessa abordagem poderemos oferecer importantes contribuições não apenas no campo teórico, mas também para o debate envolvendo a Gestão do Sistema Monetário Internacional, tais como:

a) o oferta de subsídios para a estruturação e configuração do Sistema Monetário internacional;

b) a identificação de pontos vulneráveis na gestão financeira e monetária global;

c) o amadurecimento das discussões envolvendo a adoção de padrões monetários domésticos como moeda de reserva internacional;

d) a apresentação de referências para a tese do uso de indicadores como meio de prevenção de crises nos mercados financeiro e monetário mundiais; e

e) a revisão dos papéis dos bancos centrais e do Fundo Monetário Internacional diante das novas demandas impostas pelos desequilíbrios globais.

Portanto, o escopo da investigação é de singular importância não apenas no meio acadêmico mas também para a comunidade internacional.

1.2 Objetivos

O objetivo geral da presente Dissertação foi identificar vulnerabilidades no atual modelo de gestão do padrão monetário internacional a partir da investigação do Padrão-dólar.

Para alcançar esse objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

1 – Investigar como as gestões monetária e cambial americanas afetam as políticas monetária e cambial do resto do mundo;

2 – Avaliar como uma valorização/desvalorização excessiva do dólar afeta as gestões monetária e cambial dos demais países;

3 – Analisar como o dólar influencia a gestão da dívida pública externa dos demais países;

4 – Descrever como os déficits nas transações correntes americanas interferem na gestão dos níveis de liquidez internacional;

5 – Analisar como os desajustes verificados na economia americana são transmitidos ao resto do mundo por intermédio do dólar.

1.3 Problema e Hipóteses da pesquisa

Todo o processo investigatório se desenvolveu em torno da seguinte problemática: *até que ponto a adoção de padrões monetários domésticos como meios de pagamentos internacionais tornam as economias vulneráveis?*

A par da problemática definida foram estabelecidas as seguintes hipóteses:

- As políticas monetária e cambial do resto do mundo são afetadas pelas gestões monetária e cambial americanas;

- A valorização/desvalorização do dólar norte-americano influencia as gestões monetária e cambial dos demais países;

- O dólar norte-americano contribui para elevar o nível de endividamente externo dos demais países;

- Há estreita relação entre o déficit nas transações correntes americanas e o nível de liquidez internacional;

- A moeda dos EUA funciona como meio transmissor dos desequilíbrios verificados na economia americana ao resto do mundo.

1.4 Estrutura do desenvolvimento dos capítulos

A Dissertação está dividida em cinco capítulos. O primeiro deles traz o conteúdo introdutório, no qual estão descritos: a justificativa, o objeto de estudo, os objetivos, o problema e as hipóteses da investigação. O segundo capítulo é reservado à metodologia da pesquisa cujo conteúdo compreende: as questões norteadoras, o tipo de pesquisa, a unidade de análise, os instrumentos de pesquisa, o método de investigação, as unidades de observação, as categorias de análise e os procedimentos de coleta e análise de dados. O terceiro capítulo trata da fundamentação teórica contendo três eixos principais: (1) as abordagens sobre o Sistema Monetário Internacional com ênfase nos atores envolvidos em sua Gestão (Fundo Monetário Internacional, bancos centrais e o Federal Reserve dos EUA); (2) considerações de ordem histórica e funcional relacionadas aos padrões monetários internacionais adotados pelo Sistema até a atualidade; e (3) um apanhado geral acerca dos pontos vulneráveis mais importantes envolvendo a gestão do Sistema Monetário Internacional. O quarto capítulo trata da apresentação, análise e interpretação dos dados. Seu conteúdo obedece à ordem de disposição das hipóteses da pesquisa. No quinto e último capítulo estão registradas a conclusão da investigação, as considerações finais e as recomendações.

De posse desses elementos introdutórios, passemos à abordagem da metodologia empregada nesta pesquisa, fundamental para que seja conferido a ela a natureza científica.

CAPÍTULO II

Metodologia da Pesquisa

CAPÍTULO II – METODOLOGIA DA PESQUISA

Gil (2010) define *pesquisa* como "o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos" (p. 01). Esse "procedimento racional e sistemático" referido por Gil em sua definição de pesquisa está diretamente associado ao que chamamos de *metodologia*.

Segundo Barañano (2008) a metodologia de uma pesquisa deverá indicar (i) o tipo de estudo a realizar, (ii) as técnicas para a obtenção de dados e (iii) os métodos aplicados para a exploração dos dados obtidos.

A partir dessas considerações, apresentamos a seguir as etapas de desenvolvimento da presente investigação.

2.1 Questões norteadoras

Yin (2010) aponta cinco elementos importantes que devem ser considerados nos processos investigativos dos estudos de caso. Um desses elementos são as *questões* do caso. Segundo ele, as questões auxiliam na montagem da estratégia de pesquisa adotada pelo investigador sendo, em consequência, de suma importância para o balizamento de todo o processo investigatório.

O problema suscitado nesta investigação foi – tomando por referência a influência do Dólar norte-americano enquanto moeda de aceitabilidade universal - identificar vulnerabilidades decorrentes da adoção de padrões monetários domésticos como meio de pagamento internacional. Para tanto, foram formuladas as seguintes questões norteadoras:

a. Como as gestões monetária e cambial americanas afetam as políticas monetária e cambial do resto do mundo?

b. Como uma valorização/desvalorização excessiva do dólar afeta as gestões monetária e cambial dos demais países?

c. Como o dólar influencia a gestão da dívida pública externa dos demais países?

d. Como os déficits nas transações correntes americanas interferem na gestão dos níveis de liquidez internacional?

e. Como os desajustes verificados na economia americana são transmitidos ao resto do mundo por intermédio do dólar?

2.2 Tipo de pesquisa

Santos (2000) propõe a seguinte classificação das tipologias de pesquisa aplicáveis às ciências sociais:

1. Quanto aos objetivos: **(1)** exploratórias, **(2)** descritivas e **(3)** explicativas;

2. Quanto aos procedimentos de coleta: **(1)** experimento, **(2)** levantamento, **(3)** estudo de caso, **(4)** pesquisa bibliográfica, **(5)** pesquisa documental, **(6)** pesquisa-ação, **(7)** pesquisa participante, **(8)** pesquisa *ex-post-facto*, **(9)** pesquisa quantitativa e **(10)** pesquisa qualitativa.

3. Quanto às fontes de informação: **(1)** pesquisa de campo, **(2)** pesquisa de laboratório e **(3)** pesquisa bibliográfica.

Com base nessa classificação, a presente investigação enquadrou-se como *descritiva*, quanto aos objetivos; *bibliográfica*, *estudo de caso* e *qualitativa*, quanto aos procedimentos de coleta; e *bibliográfica* quanto às fontes de informação.

Ela é uma pesquisa descritiva porque pretendeu identificar possíveis relações entre as variáveis objeto de suas questões norteadoras (Gil, 2010), tais como, entre a valorização/desvalorização da moeda americana e suas implicações para as gestões monetária e cambial dos EUA, do resto do mundo e da dívida externa das nações.

Ela se constitui numa pesquisa bibliográfica porque os levantamentos foram realizados com base em material já publicado (Gil, 2010). Importantes organizações no mundo mantém bancos de dados de livre acesso ao público, disponibilizados na rede mundial de computadores (*internet*), tais como o FMI, Banco Central do Brasil, Fed, Banco de Compensações Internacionais e Banco Mundial. A maior parte das informações recolhidas se deu por meio de pesquisas nesses bancos de dados.

Ela é um estudo de caso porque tratou de investigar como a injeção de 600 (seiscentos) bilhões de dólares na economia americana através da compra de títulos públicos pelo

Fed – ocorrida no período de novembro/2010 a junho/2011 -, impactou as variáveis envolvidas nas questões norteadoras da pesquisa.

Yin (2010) aponta três situações onde o estudo de caso é utilizado: (i) quando a forma das questões da pesquisa é do tipo “como” e “por que”; (ii) sempre que o pesquisador detiver pouco controle sobre os fenômenos pesquisados e (iii) todas as vezes em que o foco da pesquisa se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real.

Barañano (2008) complementa esse ponto de vista de Yin afirmando que o estudo de caso também se impõe quando o investigador não tem qualquer controle sobre o evento estudado.

Evidentemente que as situações apontadas por Yin e Barañano não precisam, necessariamente, fazerem-se presente, de forma cumulativa, no fenômeno estudado; bastando a incidência de pelo menos uma delas para que o pesquisador possa recorrer ao estudo de caso como estratégia de sua pesquisa.

Nada obstante, o fenômeno objeto do estudo de caso observado nesta investigação reúne todas as características apontadas por Yin e Barañano. Vejamos.

Ao tentar apreender a forma *como* se deu o impacto do ato manejado pelo Federal Reserve, foi satisfeita a primeira das situações apontadas por Yin. Conclui-se, igualmente, que o ato é genuinamente contemporâneo e inteiramente inserido no contexto da vida real dos EUA (gestão monetária americana). Da mesma forma, é nulo o controle exercido pelo investigador sobre o fenômeno estudado, já que se trata de um ato de gestão complexo, restrito à órbita de atuação de uma organização governamental.

Por último, trata-se de uma pesquisa de natureza qualitativa porque o emprego do instrumento estatístico não é empregado como base para a análise do processo do problema (Richardson, 1999). A decodificação do fenômeno, ao contrário, deflui do emprego de diferentes técnicas interpretativas.

2.3 Unidade de Análise

De acordo com Yin (2010) a unidade de análise nos estudos de caso refere-se ao “caso” em si. Gil (2010) prefere chamá-la de “unidade-caso”. Ambos concordam em dizer que a unidade de análise relaciona-se com um indivíduo situado num contexto definido.

Gil (2010) registra que o conceito de “indivíduo” foi estendido, passando a compreender também dimensões mais amplas, tais como “uma família ou qualquer grupo social, uma organização, uma comunidade, uma nação ou mesmo toda uma cultura” (p. 118). Yin (2005), por sua vez, pondera que o “caso” pode ser também um *evento*. Segundo ele, há relatos de estudos de caso “sobre decisões, programas, processos de implantação e mudança organizacional” (p. 44) ou mesmo “uma política econômica” (p.44).

No estudo de caso em questão, foi selecionada a compra de títulos públicos pelo Federal Reserve dos EUA - ocorrida no período de novembro/2010 a junho/2011 como unidade de análise.

2.4 Instrumentos de Pesquisa

Dada a natureza, complexidade e peculiaridade do estudo de caso tratado nesta investigação, a coleta das informações ocorreu essencialmente por meio da pesquisa bibliográfica.

Yin (2005) enumera a pesquisa bibliográfica como uma das fontes de evidências dos estudos de caso.

Abordando o tema, Barañano (2008), por sua vez, afirma que o conhecimento dos contributos já realizados numa determinada área de conhecimento é condição primeira para que os avanços aconteçam. Isso exigirá, de acordo com ela, que a pesquisa bibliográfica deverá ser (1) abrangente, (2) selectiva e (3) analítica.

A abrangência se põe quando a investigação não deixa de fora nenhuma obra relevante. É seletiva porque nem tudo o que ela encontra sobre o tema abordado pode ser considerado relevante o suficiente para ser acrescentado ao que já fora dito antes sobre ele. É analítica na medida em que exige do investigador o confronto crítico entre as ideias do passado e seus próprios pontos de vista.

Marconi & Lakatos (2011) afirmam que a investigação bibliográfica constitui-se numa forma indireta de obtenção de dados já que estes foram produzidos por terceiros, alheiros ao investigador. Barañano (2008) também é dessa opinião enfatizando que "os dados secundários ou estatísticos são dados previamente recolhidos por outros investigadores ou instituições e com objectivos diferentes dos dos posteriores utilizadores" (p. 79).

Gil (2010) assinala que a pesquisa bibliográfica assemelha-se à pesquisa documental, mas com esta não se confunde. Para ele, enquanto a pesquisa bibliográfica assenta-se em materiais produzidos para serem lidos por públicos específicos, a pesquisa documental, ao contrário, "vale-se de toda sorte de documentos, elaborados com finalidade diversas, tais como assentamento, autorização, comunicação, etc." (p. 30). O autor chama a atenção, entretanto, para o fato de que algumas fontes ora são consideradas bibliográficas, ora documentais sendo exemplos delas os relatos de pesquisas, os relatórios, os jornais de empresas, as compilações estatísticas, etc.

Gil (2010) registra que a principal vantagem da pesquisa bibliográfica é que ela permite ao investigador cobrir uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia ser pesquisada diretamente.

Yin (2005) menciona os seguintes pontos fortes da pesquisa bibliográfica:

a) a estabilidade, pois pode ser revisada inúmeras vezes;
b) a discreção, pois não é criada como resultado do estudo de caso;
c) a exatidão, pois contém nomes, referências e detalhes exatos de um evento;
d) a amplitude de cobertura, pois permite investigar, simultaneamente, um longo período de tempo, inúmeros eventos e ambientes distintos;
e) a precisão e a quantificação dos dados.

Como pontos fracos, aponta:

a) a baixa capacidade de recuperação das informações;
b) a seletividade tendenciosa, caso a coleta dos dados não se faça de forma completa;
c) o relato de vieses;
d) a impossibilidade de acesso por negativa deliberada de acesso;
e) a dificuldade de acesso por razões particulares.

De uma maneira geral, as situações de fragilidades enumeradas por Yin não comprometeram o processo investigativo.

Através da pesquisa bibliográfica foram levantados conceitos e definições relacionados à problemática investigada. Inicialmente, procuramos formar um arcabouço teórico sólido para sustentar a recolha e análise dos dados. Animados por esse propósito, procedemos ao levantamento de questões afetas às gestões das reservas internacionais, do mercado de câmbio, dos instrumentos de controle monetário, do Sistema Monetário Internacional, dos bancos centrais, dos balanços de pagamento, dentre outros. Em todos esses levantamentos a pesquisa bibliográfica mostrou-se bastante eficaz no processo de recolha das informações.

2.5 Método de Investigacão

O estudo de caso foi o método de investigação adotado nesta pesquisa.

Gil (2010) ressalta que, nas ciências sociais, fazer a distinção entre o fenômeno estudado e seu contexto é uma das grandes dificuldades enfrentadas pelos pesquisadores. Segundo ele, esse fato acaba inviabilizando, em muitas oportunidades, o tratamento de determinados problemas por meio de experimentos e levantamentos. Em razão dessa limitação, o recurso ao estudo de caso tem se tornado cada vez mais frequente nas ciências sociais como método de investigação.

Yin (2005) destaca que a opção pelos estudos de casos como estratégia de investigação deriva do desejo de compreendermos fenômenos sociais complexos. Sustenta ele que “o estudo de caso permite uma investigação para se preservar as características holísticas e significativas dos acontecimentos da vida real – tais como ciclos de vida individuais, processos organizacionais e administrativos, mudanças ocorridas em regiões urbanas, relações internacionais e a manutenção de setores econômicos” (p. 20).

Uma das críticas levantadas contra os estudos de caso é que eles dificultam a generalização. Gil (2010) observa, entretanto, que o objetivo dos estudos de caso não é de “proporcionar o conhecimento preciso das características de uma população, mas o de conferir uma visão global do problema ou de identificar possíveis fatores que o influenciam ou são por ele influenciados” (p. 38).

Na abordagem, tratou-se do estudo de caso único.

Yin (2005) enumera cinco fundamentos lógicos para processos investigatórios que adotam estudos de caso único. Um desses fundamentos lógicos é que o caso único selecionado seja representativo ou típico. Para o autor, a representatividade ou tipicidade funciona como meio para capturamos "as circunstâncias e condições de uma situação lugar-comum ou do dia-a-dia" (p. 63).

O caso único selecionado nesta investigação – injeção de 600 bilhões de Dólares na economia americana mediante a compra de títulos públicos -, evidentemente, revestiu-se da tipicidade e representatividade necessárias para a consecução dos propósitos definidos na pesquisa.

Ou seja, o fato de a moeda americana ter sido o padrão monetário adotado na compra dos títulos públicos já garante, de antemão, a tipicidade reclamada. Por outro lado, a elevada soma de recursos movimentados na operação, conjugada com o seu efeito multiplicador (próprios dessas intervenções), igualmente atendem ao quesito da representatividade.

Mencione-se, por fim, o fato de a injeção dos recursos produzir efeitos nos mais diversos setores (cambial, monetário, financeiro) oferecendo ao investigador a oportunidade de melhor avaliar sua repercussão nas gestões cambial, monetária e financeira, bem assim, como essa repercussão as expõe a vulnerabilidades.

2.6 Unidades de Observação

Na pesquisa, foram consideradas as seguintes unidades de observação: o Banco Central do Brasil, o Federal Reserve dos EUA e o Fundo Monetário Internacional. A razão da escolha desses atores decorreu do fato de eles participarem ativa e passivamente da problemática objeto desta pesquisa.

2.7 Categorias de Análise

Segundo Gil (2010) não há uma sequência de etapas pré-definidas para a análise e interpretação dos dados nos estudos de caso. Todavia, o autor ressalta que existem algumas fases que normalmente são observadas na maioria dos processos investigativos

que adotam esse método de pesquisa. Uma dessas fases consiste na definição das categorias de análise.

As categorias de análise - chamadas por Gil (2010) de *categorias analíticas* - são, de acordo com ele, “conceitos que expressam padrões que emergem dos dados e são utilizadas com o propósito de agrupá-los de acordo com a similitude que apresentam” (p. 122). Yin (2005) assinala que quanto mais proposições específicas um trabalho investigativo contiver, maiores serão as chances de ele não ultrapassar os limites do exequível. A definição das categorias analíticas conforma-se com esse ponto de vista.

As categorias de análise estabelecidas nesta pesquisa foram, em linhas gerais, (1) o processo de gestão monetária e cambial dos países frente à oscilação no valor da moeda americana; (2) o impacto dessa oscilação na gestão das reservas internacionais; (3) a gestão do endividamento externo das nações em vista do défice nos balanços de pagamento; (3) o contexto da gestão monetária internacional frente à condição da moeda americana como padrão mundialmente aceito; e (4) o grau de vulnerabilidade dos países decorrente das questões tratadas nas categorias analíticas anteriores.

2.8 Procedimentos de coleta e análise de dados

Yin (2005) afirma que a análise de dados consiste em “examinar, categorizar, classificar em tabelas, testar ou, do contrário, recombinar as evidências quantitativas e qualitativas para tratar as proposições iniciais de um estudo” (p. 137).

Ao contrário dos outros métodos de pesquisa, a análise de dados nos estudos de caso ocorre durante a sua coleta (Gil, 2010).

Tanto Yin (2005) quanto Gil (2010) concordam que a análise das evidências de um estudo de caso não é tarefa fácil. Yin (2005) recomenda que cada estudo de caso estabeleça suas próprias prioridades de análise e as razões para tal. Segundo ele, há poucas fórmulas ou receitas fixas para servir de subsídios. Todavia, o autor oferece três estratégias gerais analíticas: (1) a análise pode basear-se pelas proposições teóricas do estudo de caso, (2) pode recorrer a explanações concorrentes ou (3) desenvolver uma descrição de caso.

Através da primeira estratégia o investigador analisará os dados tomando por referência os mesmos delineamentos que balizaram sua pesquisa em seu início, tais como os objetivos traçados, as questões formuladas e as hipóteses sugeridas. Pela segunda estratégia, a análise dos dados será orientada a partir do confronto de proposições teóricas típicas da avaliação e suas concorrentes diretas. Já a terceira estratégia oferece ao investigador a possibilidade de analisar os dados coletados seguindo uma descrição do caso estudado.

Os procedimentos de coleta e análise de dados desta pesquisa seguiram a primeira das estratégias gerais formuladas por Yin (2005). Desta feita, foi a partir do escopo da problemática investigativa que os dados foram coletados e analisados. Essa estratégia de procedimento se revelou bastante útil no cotejo das informações, além de servir de meio seguro para que os levantamentos não se desgarrassem dos objetivos inicialmente traçados.

Dada a natureza das variáveis envolvidas, os dados foram essencialmente numéricos-quantitativo, com forte predomínio dos números-índice. Em algumas situações, tivemos de reduzi-los a percentagens, a fim de melhor representá-los.

Para a coleta das informações visitamos alguns importantes bancos de dados no mundo, entre eles:

a) o *Bureau of Economic Analysis (BEA)*, do Departamento de Comércio dos Estados Unidos da América;

b) o *Data Download Program (DDP)*, do Sistema Federal Reserve (Fed);

c) o *IMF Data Mapper*, do Fundo Monetário Internacional (FMI);

d) o Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS), do Banco Central do Brasil;

e) o Portal Brasileiro de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC);

f) o *BIS Web Stats*, do Banco de Compensações Internacionais (BIS);

g) o Sistema de Dados e Pesquisas disponível no site do Banco Mundial (BIRD);

h) o *Bureau of Labor Statistics (BLS)*, do Departamento do Trabalho dos Estados Unidos da América.

Os dados assim coletados receberam tratamento através do software estatístico SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*, versão 15.0. De forma complementar, alguns dados também foram tratados por intermédio do Microsoft Office Excel 2007 para a construção de gráficos e tabelas.

Em seguida, procedemos ao confronto das informações obtidas no sentido de identificar possíveis relações entre elas; e como essas relações concorreram (ou não) para tornar as gestões monetária e cambial mais vulneráveis. Esse cruzamento de dados nos permitiu extrair importantes conclusões acerca das vulnerabilidades das nações.

Quanto ao quesito relacionado à validade e confiabilidade dos dados, Yin (2005) e Gil (2010) sugerem a técnica da triangulação de dados como artifício para a sua consecução. Basicamente, a triangulação consiste no confronto de uma fonte de evidência com outras, igualmente admissíveis no estudo de caso. Havendo convergência das informações assim obtidas, os resultados da investigação poderão ser corroborados. Caso contrário, o investigador poderá rejeitar os dados ou obter informações adicionais (Gil, 2010).

No caso específico desta pesquisa, a fonte de informação utilizada foi a pesquisa bibliográfica[2]. Ora, a princípio, essa particularidade inviabilizaria o recurso à triangulação dos dados como meio de se avaliar o grau de validade e confiabilidade do processo investigativo. Um detalhe importante, contudo, afasta essa limitação: a coleta de dados realizou-se através de múltiplos e diferentes bancos de dados, pertencentes a importantes organizações internacionais cuja credibilidade é notória. Nesse particular Gil (2010) pontua que a credibilidade dos estudos de caso passa pela qualidade dos dados obtidos. Com efeito, "dados de primeira mão, relatados por informantes que praticaram as ações, são preferíveis aos relatados por informantes que apenas detêm as informações" (p. 124).

Ora, não restam dúvidas de que os dados constantes no BEA, DDP, MDIC e SGS revestem-se dessa qualidade já que foram produzidos a partir da atuação de seus respetivos administradores. Supre-se, com efeito, este importante quesito da pesquisa científica.

---

[2] Vide item 2.4 (Instrumentos de Pesquisa) desta Dissertação.

Feitas estas considerações acerca da metodologia de pesquisa empregada neste processo investigatório, a próxima etapa é apresentarmos sua fundamentação teórica onde reuniremos os conceitos, definições, teorias e pontos de vista que irão conferir sustentabilidade à análise, coleta e apresentadação dos dados.

CAPÍTULO III

Fundamentação Teórica

CAPÍTULO III – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 O Sistema Monetário Internacional (SMI):

3.1.1 Generalidades

Não podemos precisar uma data na História Econômica mundial onde teve origem o Sistema Monetário Internacional. Ao que tudo indica, ele é tão antigo quanto o comércio entre os países. Na verdade, todo o Sistema foi ganhando forma com o passar do tempo, desde um estágio embrionário até assumir a feição atual, caracterizada por uma gigantesca e complexa rede de instrumentos, informações e entidades internacionais.

Sabemos que o comércio mundial experimentou um forte crescimento a partir do instante em que a moeda assumiu a função de intermediária de trocas. A nova função foi tão importante que marcou o fim da economia de escambo e inaugurou a economia monetária (Lopes & Rossetti, 2005). Isso ocorreu na segunda metade do segundo milenio antes de Cristo, precisamente na China e na Anatólia (Rivoire, 1991).

O comércio entre os agentes econômicos evoluiu. Deixou de ser realizado apenas no plano doméstico, alcançando uma escala internacional. Com isso, houve a necessidade de serem estabelecidas regras e procedimentos que equacionassem melhor os problemas daí advindos, já que não mais estavam em jogo os interesses dos agentes econômicos comuns, mas de nações localizadas em todas as partes do globo.

O Sistema Monetário Internacional – SMI "refere-se a regras, práticas, instrumentos, instalações e organizações voltadas para a realização de pagamentos internacionais" (Salvatore, 2007, p. 298). Já por aí se vê que o Sistema desempenha um papel fundamental na gestão dos pagamentos internacionais.

Se todos os países adotassem uma só moeda, certamente que em suas relações comerciais não teriam que conviver com os complexos problemas decorrentes da convercibilidade monetária.

Muito pelo contrário. O mundo registra uma multiplicidade de padrões monetários.

Refletindo sobre essa problemática Carvalho & Silva (2007) afirmam que "podemos levantar ao menos duas questões:

1. Se as mercadorias não são trocadas diretamente, mas pagas em dinheiro, como são feitos os pagamentos internacionais?

2. Se cada país tem uma moeda diferente, quais delas são aceitas como meio de pagamento, e em que proporção são trocadas umas pelas outras?" (p.150).

O primeiro dos problemas apontados por Carvalho e Silva demanda uma estrutura de pagamento internacional segura o suficiente para que cada credor (num país) receba de seu devedor (noutro país) a importância monetária correspondente aos bens e serviços transacionados.

O segundo ponto evidenciado pelos autores demonstra a necessidade de serem eleitos critérios para a escolha do padrão monetário doméstico que servirá como meio de pagamento internacional e, a partir dessa escolha, a fixação da maneira como as demais moedas devam ser trocadas entre si.

Caberá ao Sistema Monetário Internacional o equacionamento dessas duas problemáticas.

Ele funciona como um grande e poderoso gestor das trocas monetárias internacionais colocando-se de maneira equidistante entre agentes econômicos situados em diferentes nações.

Desta feita, um Sistema Monetário Internacional suficientemente seguro e ao mesmo tempo capaz de realizar a convercibilidade entre as moedas de maneira criteriosa são requisitos indispensáveis ao equilíbrio da economia global, é dizer, da gestão econômica mundial.

3.1.2 Atores envolvidos na Gestão do Sistema Monetário Internacional

O Sistema Monetário Internacional é constituído por um grande número de organizações, cada uma delas com papéis bem definidos no contexto da gestão monetária mundial. Como todo sistema, ele se apresenta de forma hierarquizada, essencialmente constituído por um organismo central - o Fundo Monetário Internacional

- ladeado pelos bancos centrais dos diversos países signatários do Fundo. Dentre estes últimos, destaca-se o Federal Reserve (Fed), americano, por sua forte influência no contexto monetário global e por ser o órgão gestor da moeda que serve como o parâmetro para a grande maioria dos negócios internacionais: o Dólar norte-americano.

3.1.2.1 O Fundo Monetário Internacional (FMI)

Até a eclosão da Primeira Grande Guerra Mundial a Gestão do Sistema Monetário Internacional foi garantida por uma coordenação de caráter intervencionista, conduzida por Londres, Berlim e Paris. Isso garantiu a existência de um Sistema coordenado e integrado. O modelo também propiciou o progresso econômico vivido no período entre 1870 e 1914, que ficou conhecido como *Belle Époque* (Fernandes, 2012).

Esse eixo de coordenação e integração foi quebrado com o início da Guerra, precisamente porque Berlim (Alemanha) rompeu relações tanto com o Império Britânico (Londres) quanto com a França (Paris). A ruptura trouxe consequências negativas para todo o mundo, sendo a principal delas a Grande Depressão ocorrida em 1929.

Em 1944, na tentativa de reequilibrar as finanças internacionais, um grupo de 44 países realizaram a Conferência de Bretton Woods, localidade de New Hampshire, EUA. Foi nesse encontro que foi costurado o que ficou conhecido como o Acordo de Bretton Woods. Através dele foi estabelecida uma nova forma de gestão do Sistema Monetário Internacional capitaneada por uma nova organização: o Fundo Monetário Internacional.
O órgão foi concebido em julho de 1944. Na oportunidade, todos os 44 países reunidos assinaram o acordo de criação. Em dezembro de 1945 ele foi formalmente constituído pela assinatura de seus primeiros 29 membros. No entanto, somente em 01 de março de 1947 é que o órgão iniciou efetivamente suas operações. Atualmente o Fundo conta com a adesão de 188 países no mundo.

O Fundo Monetário Internacional nasceu com a responsabilidade de gerir o Sistema de Bretton Woods. Esse Sistema foi construído sobre três pilares.

Primeiramente, o preço do ouro foi fixado em US$ 35 a onça. Além da responsabilidade de manter essa paridade, os EUA tinham a incumbência de trocar dólares por ouro com base naquele preço, sem qualquer limitação ou restrição.

O segundo pilar era o seguinte: o dólar norte-americano passou a servir de referência para o preço das moedas dos demais países. A paridade assim definida funcionava dessa maneira: sempre que as forças de mercado rompessem essa paridade, no sentido de alterar o preço da moeda doméstica em relação à moeda americana num percentual acima ou abaixo de 1% daquela paridade, as nações teriam de intervir no mercado de câmbio, a fim de trazer a paridade para os níveis antes fixados. Nessa operação, os países recorriam às suas reservas internacionais. Para tanto, eles poderiam adotar um dos seguintes procedimentos:

Se o objetivo fosse corrigir depreciações excessivas da moeda doméstica, eles deveriam comprar a sua própria moeda utilizando o estoque de suas reservas; caso contrário, comprariam Dólares dando em troca a moeda nacional. Até o final da década de 1950 e início da década de 1960 – quando as demais moedas se tornaram inteiramente conversíveis em dólares – a moeda americana era a única moeda de intervenção.

Contudo, se o volume de reservas não fosse suficiente para realizar a operação intervencionista, o Fundo Monetário Internacional então concedia empréstimos às nações – em Dólares -, a fim de ajudá-las na solução dos desequilíbrios temporários em seus balanços de pagamento. Tais empréstimos ficaram conhecidos como *empréstimos compensatórios*. Era, portanto, através deles que as nações conseguiam quitar suas obrigações junto aos demais países. Daí sua nomenclatura.

Nisto consistia o terceiro e último postulado do Sistema de Bretton Woods.

Em síntese, era esse o primeiro papel imposto ao FMI no contexto do Sistema de Bretton Woods. Além dele, foi-lhe ainda atribuída mais duas funções: a de órgão supervisor dos países beneficiários pelos financiamentos compensatórios; bem como, a de ficar responsável pela aprovação na alteração do valor da paridade inicialmente fixado na hipótese de ocorrência de um *desequilíbrio fundamental* nos balanços de pagamentos das nações.

Em contrapartida aos empréstimos compensatórios concedidos, o FMI exigia que os países corrigissem suas políticas macroeconômicas mediante a observação de modelos de gestão impostos pelo Fundo. Era uma forma de a organização por fim aos desequilíbrios domésticos, tidos por ele como a gênese dos defices nos balanços de pagamento. A função supervisora do Fundo se manifestava precisamente aqui.

Portanto, para fazer jus aos empréstimos, a nação beneficiária assumia a responsabilidade de observar um conjunto de regras de conduta postas pelo Fundo. Caberia à organização internacional, então, fiscalizar-lhe o cumprimento.

Baer *et al*. (1995) possuem uma visão crítica desse papel. Enfatizam que na "dinâmica do padrão-dólar nos anos 50 e 60, o FMI não exerceu função na gestão da ordem monetária internacional, cabendo-lhe o papel relativamente marginal, de ponto de vista da ordem capitalista, de financiar desajustes de balanço de pagamentos em economias em desenvolvimento e orientar seus governos nos programas de ajuste externo e de estabilização" (p. 83).

A última das funções impostas ao FMI como órgão gestor do Sistema de Bretton Woods foi, talvez, a mais relevante de todas. O organismo ficou responsável por aprovar um eventual realinhamento das taxas de câmbio, motivado por *desequilíbrios fundamentais*.

O problema é que não ficou definido exatamente em que consistiria esse desequilíbrio fundamental. Krugman e Obstfeld (2010) assinalam que os Artigos do Acordo de Bretton Woods não definiram o significado do termo, mas que a cláusula significava uma garantia para os países signatários que viessem a sofrer mudanças internacionais adversas permanentes na demanda por seus produtos. Nesse cenário, tais países poderiam desvalorizar as suas moedas. Para Salvatore (2007), todavia, um desequilíbrio fundamental corresponderia a um grande e persistente défice ou superavit no balanço de pagamento.

Nada obstante sua importância, o FMI nunca exerceu essa última função. Talvez por isso seu papel à frente da gestão monetária internacional tenha assumido apenas uma feição marginal, conforme assinalam Baer *et al*. (1995).

O Sistema de Bretton Woods ruiu, conforme veremos oportunamente; mas o FMI continuou a desempenhar o papel de órgão gestor do Sistema Monetário Internacional.

Seu principal objetivo é assegurar a estabilidade monetária global. Para atingir essa meta ele dispõe de 3 ferramentas básicas: (1) o monitoramento; (2) a assistência técnica; e (3) a concessão de empréstimos compensatórios (http://www.imf.org).

O monitoramento exercido pelo FMI compreende dois aspectos principais: a supervisão bilateral e a multilateral. Por meio da primeira, o Fundo acompanha a evolução econômica de cada país membro; pela segunda, ele examina a situação da economia mundial.

As supervisões bilaterais são realizadas mediante visitas dos técnicos do FMI a cada um dos países membros, ao menos uma vez por ano. Os diálogos acontecem com os governos locais e com os bancos centrais, mas também deles participam membros do parlamento, representantes de empresas, de sindicatos e da sociedade civil em geral. Nesses encontros são discutidos temas relacionados às políticas de câmbio, monetária, fiscal e financeira. O objetivo é avaliar se há riscos para a estabilidade interna dos países membros.

As supervisões multilaterais, por sua vez, apresentam tendências econômicas regionais e em escala mundial. Ela se manifesta através de três relatórios básicos: o relatório do World Economic Outlook; o relatório sobre a estabilidade financeira global (Global Financial Stability Report) e Monitor Fiscal.

O primeiro relatório traça um esboço sobre as perspectivas da economia mundial com destaque para os problemas de maior significado global como, na atualidade, a desacelaração econômica por que passam os países; e a turbulência financeira mundial. O segundo faz uma leitura atualizada dos mercados financeiros globais colocando em relêvo os desequilíbrios e as vulnerabilidades que possam representar riscos para a estabilidade do mercado financeiro. Por fim, o Monitor Fiscal atualiza as projeções fiscais de médio prazo, ao mesmo tempo que avalia os principais fatos que marcam a evolução das finanças públicas.

Em 2010 o Fundo procedeu à revisão de sua estrutura de monitoramento. O resultado promoveu a integração das três ferramentas – bilaterais, multilaterais e financeiras - visando a tornar mais eficaz o processo de monitoramento da economia mundial. Foi

uma resposta do órgão às críticas levantadas no período que atencedeu às sucessivas crises financeiras dos últimos anos.

Em outubro de 2011 o FMI concluiu um estudo sobre o grau de eficácia de seu monitoramento. Foram identificados importantes avanços mas também alguns problemas, tais como:

a) o monitoramento se realiza de forma fragmentada;
b) as avaliações de risco carecem de profundidade, não levando em conta as interligações e transmissões de choques;
c) os países de baixa renda são mais impactados pelo monitoramento do que as economias desenvolvidas.

A partir desse diagnóstico, em julho de 2012 o FMI adotou a vigilância integrada, fundamentada nas supervisões bilaterais e multilaterais. Também analisou um relatório-piloto para a estabilidade externa, destinado a avaliar de forma mais abrangente e coerente as maiores economias do mundo.

Desde 2011 o FMI elabora relatórios sobre os efeitos dos contágios. Neles são analisados o impacto das políticas econômicas adotadas pelas cinco maiores economias do planeta (China, EUA, Japão, Reino Unido e países da Zona do Euro) sobre a economia dos países membros.

Por meio da assistência técnica o Fundo promove o desenvolvimento dos recursos humanos e institucionais dos países membros, a fim de que estes projetem e implementem políticas macroeconômicas e de gestão financeira mais eficazes. Cerca de dois terços da assistência técnica prestada pelo FMI destinam-se a países de baixa e média renda. Ela desempenha um papel importante para que as duas outras ferramentas – vigilância e concessão de empréstimos compensatórios – alcancem mais rapidamente os seus objetivos. Exemplificativamente, é através da assistência técnica que os paises membros recebem as orientações necessárias para melhor gerirem os empréstimos compensatórios por eles tomados, bem assim, para que implementem a contento o rol de exigências formuladas pelo Fundo.

A assistência técnica incide sobre todas as áreas de atuação do FMI: política macroeconômica, política fiscal e administração da receita, gestão da despesa, política

monetária, regimes de taxas de câmbio, estabilidade do setor financeiro, quadros legislativos e estatísticas macroeconômicas e financeiras.

A assistência técnica é realizada de várias maneiras, tudo dependendo da natureza do enfoque. Por vezes, ela é prestada através de missões de duração limitada compostas por técnicos da Sede do órgão. Outras vezes, são enviados consultores e peritos para atuarem juntamente com técnicos locais por um período que pode durar de algumas semanas a alguns anos. Mas também existem outros canais por meio dos quais ela é realizada, como por intermédio do fornecimento de relatórios técnicos, cursos de capacitação, seminários, além de suportes on line.

Cada vez mais o FMI está conferindo um enfoque mais regional à assistência técnica. Nesse sentido, fixou 08 (oito) centros regionais para a prestação do serviço localizados no Pacífico; Caribe; África oriental, ocidental, central e meridional; Oriente Médio e América Central. Para 2013 está previsto a abertura de mais um centro na África Ocidental para os países de língua francesa.

A concessão de empréstimos continua a perseguir os mesmos objetivos desde quando fora concebida no Sistema de Bretton Woods, ou seja, visa a solucionar desequilíbrios temporários nos balanços de pagamento dos países signatários do Fundo. Os recursos correspondentes são disponibilizados por meio de um acordo firmado entre o FMI e o país solicitante. Dependendo da linha de crédito, o país signatário poderá se comprometer a implementar medidas recomendadas pelo Fundo para reequilibrar a sua balança de pagamento. A concessão de novas linhas de crédito dependerá da execução dessas medidas.

O Fundo coloca à disposição de seus membros diversas linhas de empréstimos, dependendo da necessidade de cada um. Três modalidades são destinadas aos países de baixa renda, conhecidos como empréstimos concessionais: Facilidade de Crédito Alargado (SCA), Linha de Crédito Stand-by (SCS) e a Facilidade de Crédito Rápido (SCR). Eles possuem taxas de juros iguais a zero até o final de 2013, exceto os empréstimos ao abrigo do SCS cujo prazo é até 2012.

Ao lado dessas linhas de crédito existem ainda os chamados empréstimos-não concessionais, destinados a atender necessidades de médio prazo ou de prazos mais

longos. São eles: os Acordos Stand-by (SBA), a Linha de Crédito Flexível (FCL), a Linha de Precaução e de Liquidez (LPL) e o Fundo de Facilidade Alargada (FEP). Os empréstimos não-concessionais diferenciam-se dos concessionais pelo fato de serem mais onerosos que estes, já que nas operações o FMI aplica uma taxa de juros própria. Poderá ser cobrada ainda uma taxa adicional de juros, caso o volume emprestado ultrapasse certos limites o que torna essas linhas de créditos mais dispendiosas. O Fundo criou ainda uma nova linha de empréstimo, denominado Instrumento de Financiamento Rápido (IFR), destinado a todos os países-membros que enfrentam necessidades urgentes em suas balanças de pagamento.

É em torno dessas funções que se levantam as críticas de inúmeros especialistas e governantes no mundo, ao colocarem em dúvida o real papel do FMI como órgão gestor do Sistema Monetário Internacional. Conquanto o Fundo tenha procurado adaptar seus instrumentos de auxilio à conjuntura atual, decorrente da crise por que passa o mundo globalizado, muitos são da opinião que seu papel precisa ser revisto, pois o órgão não dispõe de instrumentos de prevenção de crises. E as poucas ferramentas de que dispõe para reprimi-las não têm-se mostrado eficazes o suficiente. Ou seja, elas não são capazes de por fim à proliferação dos desequilíbrios. Daí a necessidade de que seja concebida uma nova arquitetura para o Fundo, dotando-o de instrumentos dinâmicos e eficazes a fim de garantir a solidez de todo o Sistema.

3.1.2.2 Os Bancos Centrais

Os Bancos Centrais são os responsáveis pela gestão das políticas, monetária e cambial dos países. Veremos primeiramente como os bancos centrais conduzem a política monetária numa nação para em seguida expor detalhes sobre a administração da política cambial.

3.1.2.2.1 Política Monetária

Fortuna (2010) define a gestão monetária como o controle exercido pelos governos sobre a oferta da moeda e sobre o nível das taxas de juros de curto prazo, a fim de que seja alcançada uma liquidez ideal no sistema econômico de cada país.

Para Lopes e Rossetti (2005) a gestão monetária compreende a atuação das autoridades monetárias, por intermédio de instrumentos de efeito direto ou induzido, objetivando controlar a liquidez do sistema econômico; ou, ainda, refere-se ao controle, tanto da oferta de moeda quanto da taxa de juros, a fim de alcançar os objetivos da política econômica global do governo.

Segundo Nabais e Ferreira (2012) gestão monetária vem a ser o controle da oferta de moeda e da taxa de juros visando a atingir os objetivos da política económica do governo.

Já Vasconcellos e Garcia (2011) entendem que a gestão monetária refere-se à atuação do governo sobre a quantidade de moeda e títulos públicos existentes numa economia.

Conforme se vê, há uma certa unanimidade entre os autores ao afirmarem que a gestão monetária desenvolve-se em torno do equilíbrio da oferta de moeda e das taxas de juros numa economia. Assim, moeda e juros são termos fundamentais a marcar essa importante atividade governamental.

O termo *moeda* designa qualquer coisa aceita pelos agentes econômicos em troca de bens e serviços fornecidos (Pinho,Vasconcelos & Toledo, 2011). Também pode ser definida como qualquer ativo usado regularmente para a aquisição de bens e serviços (Mankiw, 2010). Ou, ainda, como qualquer ativo que pode ser usado facilmente para a aquisiçao de bens e serviços (Krugman & Wells, 2011).

Facilmente percebemos que o conceito de moeda está estreitamente ligado à ideia de consumo. Ela funciona como uma intermediária de troca; um meio para que os agentes econômicos adquiram os bens e serviços que satisfaçam as suas necessidades. Com efeito, podemos concluir que o consumo depende fundamentalmente da disponibilidade monetária numa economia. Quanto maior for essa disponibilidade maior também será o consumo de bens e serviços; havendo queda na oferta monetária inevitavelmente as taxas de consumo também cairão.

Ora, nesse contexto o controle exercido sobre a disponibilidade monetária, é dizer, sobre a oferta de moeda em suas mais variadas formas ganha singular importância numa economia. Surge como uma das responsabilidades mais importantes a cargo dos bancos

centrais, pois afeta diretamente o dia-a-dia da população em geral e o nível da atividade econômica como um todo.

É por meio do controle das disponibilidades monetárias que eles (1) combatem os surtos inflacionários ou deflacionários; (2) estimulam ou desestimulam o crescimento e o desenvolvimento econômico; (3) elevam ou reduzem o nível geral do consumo numa economia, gerando equilíbrio e bem-estar social.

Em suma, parte da política monetária a cargo dos bancos centrais centra-se no controle da oferta monetária. Ela é complementada pelo controle sobre as taxas de juros, também de grande importância, que agora passaremos a considerar.

Samuelson e Nordhaus (2012) definem a taxa de juros como o preço de pedir emprestado ou de emprestar dinheiro. Na verdade, a taxa de juros representa o custo da moeda. É em razão desse custo que os bancos centrais, como órgãos gestores do sistema, procuram mantê-la dentro de padrões domésticos aceitáveis. Ou seja, não poderá ser muito elevada, a ponto de tornar o crédito mais oneroso e comprometer o volume de investimentos internos; nem muito baixa pois poderá desestimular a poupança doméstica e gerar inflação.

As taxas de juros oscilam de maneira inversamente proporcional ao volume das disponibilidades monetárias numa economia. Assim, quanto maior for a quantidade de moeda à disposição dos agentes econômicos, menores serão os níveis das taxas de juros, e vice-versa.

Para gerir a política monetária os bancos centrais contam com quatro instrumentos clássicos:

a) os depósitos compulsórios;

b) a compra e a venda de títulos públicos governamentais no mercado aberto;

c) o controle e a seleção de créditos;

d) os empréstimos de liquidez.

Vejamos quais as características de cada uma dessas ferramentas.

Depósitos compulsórios: os bancos centrais são depositários de uma parcela das cédulas e moedas que a rede bancária recebe do público em geral. Os recursos assim depositados formam uma parte das chamadas reservas bancárias. A outra parte, conforme sabemos, é constituída pelos recursos registrados no caixa das instituições bancárias (Lopes & Rossetti, 2005).

Os valores depositados nos bancos centrais têm dupla origem. Ou nascem a partir de depósitos voluntários realizados pelos próprios bancos; ou são provenientes de determinações dos próprios bancos centrais. Na primeira hipótese, a operação dará origem às reservas bancárias voluntárias; na segunda, às reservas bancárias compulsórias ou *depósitos compulsórios*, como são mais popularmente conhecidas. Mankiw (2010) afirma que os depósitos compulsórios correspondem ao nível mínimo de reservas que os bancos comerciais devem manter sobre o volume de cédulas e moedas que eles recebem das pessoas físicas e jurídicas.

É através dos depósitos compulsórios que os bancos centrais evitam que o sistema bancário entre em colapso, mantendo sua solidez e segurança. Isso é feito da seguinte maneira.

Conforme é sabido, os bancos auferem suas receitas a partir dos empréstimos que fazem ao público. Assim, quanto mais empréstimos fizerem, miores serão também sua capacidade de elevar seus ganhos. Nessa perspectiva, os bancos são dotados de uma tendência nata de emprestar todos os recursos que eles recebem do público em geral, especialmente nos períodos em que as taxas de juros estão elevadas e/ou há pressões inflacionárias (Lopes & Rossetti, 2005). A par disso, eles deixariam uma quantidade minima de recursos depositados nos cofres dos bancos centrais.

Ora, conquanto essa medida seja uma ótima alternativa de faturamento para os bancos o mesmo não se pode afirmar quando a contemplamos no contexto do sistema bancário. Se implementada por todos os bancos, toda a rede bancária poderia quebrar por falta de liquidez e isso representaria um risco não apenas para os bancos comerciais mas para todos os agentes econômicos.

Pois bem, os depósitos compulsórios funcionam como um freio a esse ímpeto bancário. Através deles os bancos centrais podem exigir que as instituições bancárias depositem

até 100% (cem por cento) dos recursos que elas recebem do público. É a chamada taxa de reservas dos bancos comerciais (Lopes & Rossetti, 2005). Ela é um poderoso instrumento de gestão monetária que os bancos centrais podem contar para influenciar o volume dos meios de pagamentos numa economia e, ao mesmo tempo, conter o ímpeto de empréstimos dos bancos. Isso confere liquidez a todo o sistema bancário.

Para tanto, os bancos centrais fixam um percentual sobre os depósitos recebidos pelos bancos para que eles, compulsoriamente, depositem o valor correspondente nos seus cofres. Esse mecanismo atua diretamente sobre o volume dos empréstimos que os bancos podem conceder ao público em geral. Seu funcionamento é relativamente simples. Vejamos.

Uma elevação nos níveis das taxas de reserva compulsórias representará uma redução na capacidade de os bancos comerciais oferecerem empréstimos aos agentes econômicos; enquanto sua queda provocará um aumento dessa capacidade. A adoção desse procedimento fará com que o consumo de bens e serviços se reduza ou se eleve, respectivamente, na economia. Na primeira hipótese haverá contração da atividade econômica; enquanto na segunda ocorrerá uma expansão na produção e no consumo de bens e serviços. Muitos problemas macroeconômicos poderão ser solucionados a partir dessa iniciativa, a exemplo do combate a surtos inflacinários/deflacionários; e ao estímulo/desestímulo da atividade econômica.

Foi a solução encontrada pelos bancos centrais para forçarem as instituições bancárias a guardarem reservas superiores àquelas normalmente indicadas por sua experiência e prudência no trato e manejo da atividade financeira (Pinho,Vasconcelos & Toledo, 2011).

Um importante aspecto a ser considerado na gestão dos depósitos compulsórios é sua influência sobre o multiplicador bancário.

O multiplicador bancário consiste na capacidade de os bancos comerciais expandirem os meios de pagamento, mediante a concessão de novos empréstimos ao público em geral, a partir de um depósito inicialmente recebido. Os novos empréstimos assim concedidos correspondem a um múltiplo do depósito inicial (Lopes & Rossetti, 2005; Mankiw, 2010; Pinho,Vasconcelos & Toledo, 2011).

O multiplicador equivale ao inverso do coeficiente do encaixe compulsório:

$$D = 1/R$$

Onde:

D: multiplicador bancário

R: encaixe compulsório

Desta feita, quanto maior for o percentual fixado pelos bancos centrais para os depósitos compulsórios, menor será a capacidade de expansão dos depósitos bancários, e vice-versa. A relação é, portanto, inversamente proporcional (Mankiw, 2010).

Compra e venda de títulos do governo no mercado aberto: dentre todos os instrumentos de gestão monetária, a compra e venda de títulos do governo é, sem dúvida, a que apresenta resultados mais imediatos (Fortuna, 2010; Lopes & Rossetti, 2005). Talvez por isso o Fed recorra a ele com mais frequência (Mankiw, 2010). À maneira dos demais instrumentos, ele atua diretamente sobre o movimento das taxas de juros e sobre o volume dos meios de um pagamento de uma economia representados, em sua maior parte, pelas cédulas e moedas em poder do público e pelos depósitos realizados por este nos bancos comerciais.

Basicamente, Fortuna (2010, p. 52) enumera quatro benefícios dessa medida:

a) o controle permanente do volume de moeda ofertada ao mercado;

b) a manipulação das taxas de juros de curto prazo;

c) que as instituições financeiras realizem aplicações a curto e curtíssimo prazos de suas disponibilidades monetárias ociosas;

d) a garantia de liquidez para os títulos públicos.

Os títulos públicos são papéis emitidos pelos governos dos países que conferem a quem os adquire juros, garantias e outros rendimentos, tudo dependendo de suas características. Há títulos públicos que pagam rendimentos pré-fixados; outros pós-fixados. Existem aqueles com prazo de resgate de alguns dias; enquanto outros cujo

prazo de resgate ocorrerá após diversos anos. Há títulos que podem ser utilizados por seus detentores como moeda em algumas operações governamentais como, p. exemplo, nos processos de privatizações promovidos pelo governo. Outros, todavia, não dispõe dessa prerrogativa. Também o risco envolvido em cada operação confere aos títulos públicos maior ou menor mobiidade no mercado. Enfim, dependendo da finalidade com que os títulos públicos são lançados no mercado, poderão existir uma multiplicidade de particularidades.

Fortuna (2010) assinala que os títulos públicos funcionam como um referncial para o setor privado. Haja vista que o governo é um agente econômico poderoso, é difícil a iniciativa privada concorrer com ele. Assim, dependendo das condições dos títulos governamentais colocados no mercado, as empresas se sentirão mais ou menos confortáveis para lançarem títulos privados visando à captação de recursos próprios.

Exemplificativamente, nos períodos em que o governo resolve lançar títulos públicos com rendimentos atrativos, as empresas se sentirão menos propensas a captarem recursos emitindo papéis privados. Se, todavia, os rendimentos pagos pelo governo caem, abre-se então uma boa oportunidade para a inciativa privada concorrer com ele, mediante a oferta de papéis dotados de rendimentos, benefícios e condições mais sedutoras. Ou seja, dependendo da política governamental adotada, o poder público poderá estimular ou inibir a setor privado.

Dentre os quatro benefícios - suscitados por Fortuna (2010) - gerados no processo de emissão dos títulos públicos, os dois primeiros estão diretamente relacionados com a compra e venda de títulos do governo no mercado aberto. Conforme dissemos, é por meio das operações de compra e venda que o governo influencia a trajetório da taxa de juros numa economia, assim como o volume dos meios de pagamento. Todo o processo se realiza da seguinte maneira.

Se desejar elevar a atividade econômica, isto é, estimular o crédito, a produção e o consumo, o governo realiza compras maciças de títulos públicos. Em troca, as reservas bancárias aumentam significativamente, elevando os meios de pagamento dos agentes econômicos. O resultado imediato dessa medida é que o consumo aumentará e, com ele, um séria de efeitos em cascata, como a geração de emprego e renda no plano doméstico.

Outra importante consequência dessa operação é sentida nos níveis das taxas de juros.

Dada a elevação no volume das reservas bancárias os juros cobrados em cada operação experimenta uma trajetória de queda, tornando o custo da moeda menos oneroso para os agentes econômicos. Esse fato estimulará a tomada de empréstimos pelas empresas para a realização de investimentos fato que também contribuirá para elevar o nível da atividade econômica doméstica.

Por outro lado, as transações envolvendo a venda de títulos traz desdobramentos diametralmente opostos às verificadas nas operações de compra. Diferentemente destas, as vendas reduzem o nível das reservas bancácias. Em decorrência, as taxas de juros se elevarão tornando a tomada de empréstimos mais onerosa para os agentes econômcos. Também os níveis de consumo, produção, emprego e renda cairão, reduzindo a atividade econômica como um todo.

Em suma, a compra e venda de títulos públicos no mercado aberto confere aos bancos centrais a possibilidade de adequar a economia às reais necessidades das políticas econômicas definidas pelos governos. Em períodos inflacionários, por exemplo, as vendas de títulos se apresentam como uma ótima oportunidade de reduzir o consumo interno. Já os períodos deflacionários podem ser debelados recorrendo às compras desses papéis.

Segundo Mankiw (2010) a compra e venda de títulos públicos possuem o benefício de poderem alterar a oferta monetária doméstica sem que as leis ou regulamentos sejam igualmente alterados. Isso conferirá rapidez e precisão na condução da gestão monetária.

Controle e seleção de créditos: diferentemente das demais ferramentas de controle que incidem indiretamente sobre as operações bancárias, esse instrumento de gestão monetária atua *diretamente* sobre as condições dos empréstimos ofertadas pelas instituições financeiras ao público em geral. Precisamente por isso, a corrente monetarista ortodoxa não o considera como um legítimo instrumento de gestão monetária manejado pelos bancos centrais (Lopes & Rossetti, 2005). Fortuna (2010) assinala que “o controle e a seleção de crédito constituem um instrumento que impõe

restrições ao livre funcionamento das forças de mercado, pois estabelece controles diretos sobre o volume e o preço do crédito" (p. 53).

Para a corrente monetarista ortodoxa as condições em que os empréstimos são realizados devem ser influenciadas apenas pelas forças do mercado; não devendo se sujeitarem à discricionariedade dos bancos centrais. Talvez por isso o Fed não recorra a ele no processo de gestão monetária nos EUA (Mankiw, 2010).

O controle e a seleção de créditos pode se manifestar em três hipóteses:

a) mediante o controle do volume dos créditos concedidos pela rede bancária e sua destinação;

b) por intermédio do controle das taxas de juros;

c) através da determinação dos prazos, limites e condições dos empréstimos.

Nos países que adotam essa sistemática de intervenção no mercado o controle poderá ocorrer de forma generalizada, isto é, sobre qualquer natureza de créditos concedidos pela rede bancária; ou, ainda, de maneira seletiva, de modo a alcançar apenas alguns setores estratégicos da economia.

No Brasil, o controle e seleção do crédito é utilizado de forma generalizada (Lopes & Rossetti, 2005). Outra característica é que os controles instituídos pelas autoridades monetárias brasileiras são bastante mutáveis ao longo do tempo, o que dificulta a sua sistematização.

Importante consignar, por último, que também os depósitos compulsórios e as operações de compra e venda de títulos públicos no mercado aberto também influenciam o crédito e as taxas de juros da economia, conforme vimos. Todavia, essa influência se faz sentir de forma indireta; não diretamente como ocorre com o controle e seleção do crédito.

Os empréstimos de liquidez: diariamente, a rede bancária recebe vultosas somas de recursos sob a forma de depósitos. Ao mesmo tempo, elas também entregam grandes somas de valores para atender às retiradas realizadas por seus correntistas. É possíve que em determinados períodos os bancos comerciais não disponham de recursos suficientes para atender às retiradas ocorrendo, pois, uma momentânea necessidade de

caixa de curtíssimo prazo (Fortuna, 2010; Lopes & Rossetti, 2005). Basicamente, essa situação defitária tem duas origens: realização de empréstimos além do prudencialmente permitido pela rede bancária; ou porque houve retiradas recentes (Mankiw, 2010).

Em tais situações, uma primeira solução será tentar captar recursos na própria rede bancária, recorrendo aos empréstimos interbancários. Havendo dificuldades em obter recursos por essa via, os empréstimos de liquidez oferecidos pelos bancos centrais surgem como uma alternativa para a falta de liquidez enfrentada. Ao concedê-los, os bancos centrais funcionam como o "banco dos bancos" ou, como preferem alguns autores, como *prestamista de última instância*.

Importante destacar que, ao contrário do que possa parecer, os empréstimos de liquidez não se predispõe a servir como uma linha de financiamento para os bancos comerciais. São, antes de tudo, uma forma de penalizar os bancos pelo fato de eles não terem gerido convenientemente as suas carteiras de empréstimos. Prova disso são os juros cobrados pelos bancos centrais em cada operação, nitidamente superiores àquelas cobradas pelo mercado interbancário.

Os empréstimos de liquidez funcionam como um instrumento de gestão monetária porque os bancos centrais podem elevar os custos da operação ou, em outras situações, reduzi-los o que, respectivamente, desestimulará ou estimulará as tomadas de empréstimos. O objetivo é fazer com que os bancos administrem com as cautelas necessárias os créditos que oferecerem.

Em períodos onde há forte procura pelos empréstimos de liquidez os bancos centrais acabam elevando o volume das reservas bancárias ou, inversamente, haverá a redução das reservas nos períodos de pouca procura. Tudo dependerá do nível dos juros cobrados na operação, popularmente conhecidos como *taxas de redescontos* (Mankiw, 2010). Desta feita, quanto mais onerosa for a taxa de redesconto, menores serão as possibilidades de os bancos comerciais recorrerem aos empréstimos de liquidez. Se, todavia, os bancos centrais sinalizarem com uma taxa menos onerosa, maior será a probabilidade de a rede bancária lançar-mão dessa linha de crédito.

De acordo com Lopes e Rossetti (2005) a maior ou menor onerosidade dos empréstimos pode ser alcançada (1) pela alteração das taxas de juros cobradas na operação, (2) pela

modificação dos prazos para a quitação dos empréstimos tomados, (3) pelo estabelecimento de limites aos recursos emprestados e (4) pela restrição aos títulos dados em garantia pela rede bancária na operação.

Outro dado importante é que tais condições também influenciarão na forma como a rede bancária tratará suas reservas bancárias voluntárias depositadas nos bancos centrais.

Nos períodos em que os custos dos empréstimos de liquidez estiverem mais elevados, muito provavelmente os bancos comerciais irão elevar o volume de suas reservas voluntárias nos bancos centrais o que reduzirá a quantidade de moeda em circulação na economia. O inverso ocorrerá caso as condições dos empréstimos se tornem mais atrativas.

3.1.2.2.2 Política cambial

A administração cambial é a segunda das responsabilidades a cargo dos bancos centrais. Assim como a gestão monetária, ela tem importância singular nas políticas de crescimento e desenvolvimento econômico de qualquer país.

Como é sabido, cada nação é livre para adotar a sua própria moeda. Também sabemos que nenhum país consegue viver isoladamente visto que nem tudo que nele é consumido é também nele produzido. Boa parte dos bens e serviços consumidos num país tem origem fora dele. Portanto, as nações precisam umas das outras, a fim de satisfazerem as suas próprias necessidades. O comércio entre os países tem origem precisamente nesse plano de necessidades e complementariedades mútuas, funcionando a multiplicidade de moedas como um problema de primeira ordem que precisa ser vencido, sob pena de as relações entre os governos serem frustradas. A gestão do câmbio presta-se exatamente a isso, isto é, a controlar a paridade entre as moedas, a fim de que o fluxo de bens e serviços realize-se com o mínimo de dificuldades entre os governos.

Fortuna (2010) define a taxa de câmbio como o preço, em moeda nacional, de uma unidade monetária estrangeira. Por sua vez, Vasconcellos & Garcia (2011) conceituam uma política cambial como a atuação do governo sobre a taxa de câmbio.

Muito embora a atividade cambial tenha suas próprias características e procedimentos, ela mantém estreita relação com a gestão do mercado monetário. Essa é a razão,

inclusive, por que ambas estão sob o comando de um mesmo órgão gestor. Em boa parte das situaçoes, a administração do câmbio repercutirá na administração dos juros e da oferta monetária, e vice-versa. As duas modalidades de gestão – monetária e cambial – comunicam-se entre si e influenciam-se mutuamente.

Uma entrada muito forte de divisas no mercado nacional pode expandir a oferta monetária já que o órgão gestor do sistema – o banco central – é obrigado a trocar as divisas estrangeiras pelo padrão monetário doméstico, elevando a quantidade de moeda em circulação na economia e fazendo com que os juros internos declinem na mesma proporção (Fortuna, 2010). A queda nos juros pode representar fugas de capitais para o exterior e instalar uma situação de desequilíbrio no balanço de pagamentos. A fim de reduzir as disponibilidades monetárias e trazer os juros para níveis aceitáveis, a saída será o endividamento governamental, mediante a emissão de títulos públicos para retirar o excesso de moeda, a fim de prevenir eventuais pressões inflacionárias.

Por outro lado, a saída em demasia de divisas do território nacional também não se apresenta como uma situação desejável, já que isso poderá determinar a queda nas disponibilidades de moedas estrangeiras no país, frustrando os interesses dos importadores e de todos aqueles que transacionam com o exterior e necessitam de divisas para as realizarem. Não bastasse isso, a carência de divisas poderá conduzir ainda a uma situação de desequilíbrio cambial, decorrente da elevação de sua paridade frente à moeda nacional.

Por todo o exposto, não há como negar a importância e a complexidade da gestão cambial no âmbito da atividade governamental.

Fortuna (2010) pontua que a gestão cambial “está, fundamentalmente, baseada na administração da taxa de câmbio e no controle das operações cambiais” (p. 64). Essa administração visa, essencialmente, a fazer com que não haja uma valorização excessiva da moeda nacional em relação à moeda estrangeira, e vice-versa. Nisso consiste a gestão do mercado de câmbio pelos bancos centrais.

Um capítulo à parte no processo de entendimento de como as taxas de câmbio funcionam refere-se ao regime cambial de um país.

Krugman & Wells (2011, p. 804) conceituam o regime cambial de uma nação como "uma política governamental de regras em relação à taxa de câmbio". Segundo esses autores, há dois regimes principais de taxas de câmbio no mundo: a taxa de câmbio fixa e a taxa de câmbio flutuante.

O primeiro regime ocorre quando um país estabelece como meta específica de seu governo que o valor de sua moeda se situe num nível específico ou muito próximo a ele. Como exemplo desse regime cambial temos o governo de Hong Kong que fixou o valor de sua moeda em HK$ 7,8 por Dólar norte-americano. O segundo regime cambial tem origem quando uma nação permite que o valor de sua moeda seja determinado pelas forças do mercado. É o regime praticado pelos EUA, Canadá e Reino Unido.

Ao lado dessas duas modalidades de regimes cambiais existem ainda outras, que foram praticados pelos governos em determinados períodos, como as taxas de câmbio por bandas e as taxas de câmbio administradas. Nas taxas de câmbio por bandas o governo permite que o valor de suas moedas flutuem dentro de um limite mínimo e outro máximo. Essa flutuação é determinada pelas forças do mercado. Quando percebem que o nível de flutuação extrapola tais limites, eles intervém no mercado de câmbio, a fim de trazer a paridade para os níveis desejados.

Já as taxas de câmbio administradas, muito embora não contem com nenhum limite (máximo ou mínimo) para flutuarem, não podem se distanciarem em demasia de um certo valor fixado. Do contrário, sofrem logo a ação das autoridades monetárias, a fim de evitarem flutuações indesejáveis.

Na verdade, essas duas últimas modalidades de regimes cambiais – assim como, qualquer outra modalidade - acabam sendo uma variação das duas primeiras. Pinho, Vasconcelos & Toledo (2011) afirmam que não há taxas de câmbio fixas e flutuantes puras. O que existem são regimes cambiais que reúnem características de uma ou de outra em maior ou menor grau, dependendo da circunstância econômica desejada.

3.1.2.3 O Federal Reserve (Fed)

O Fed é o banco central dos EUA. Sua criação deu-se a partir da quebra de vários bancos americanos ocorrida em 1907. Isso fez com que o Congresso dos EUA refletisse

sobre a necessidade de a rede bancária ser supervisionada por uma autoridade monetária central. Sete anos depois - em 1914 – foi criado o Fed.

O Federal Reserve não é propriamente um único banco mas um conjunto de doze bancos, constituídos sob a forma de um Sistema, o Sistema do Federal Reserve. Todo o Sistema é composto por duas estruturas: uma autoridade central, conhecida como Conselho de Governadores, localizada em Washignton, D.C.; e um conjunto de doze unidades descentralizadas, espalhadas por todo o País (www.frbsf.org).

O Conselho de Governadores é constituído por sete membros com mandatos de catorze anos cada. Os sete membros são indicados pelo Presidente dos EUA e confirmados pelo Senado americano. A presidência do Fed recai sobre um dos sete membros que é escolhido pelo Presidente dos EUA para um mandato de quatro anos.

Os doze distritos de responsabilidade das unidades descentralizadas são: Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas e São Francisco.

O banco nasceu com duas responsabilidades principais (Mankiw, 2010):

a) regular as atividades dos bancos e garantir a saúde do sistema bancário americano; e

b) controlar a quantidade de moeda que circula na economia americana.

A primeira dessas responsabilidades é essencialmente de competência das unidades descentralizadas. Ela é realizada mediante a supervisão de diversas instituições e transações, tais como bancos, companhias financeiras e operações bancárias internacionais. Através dela o Fed monitora as condições financeiras da rede bancária e realiza compensações de cheques. Também concede empréstimos aos bancos que se encontram em dificuldades financeiras (empréstimos de liquidez). Com isso ele preserva o equilíbrio de todo o sistema bancário.

As recentes crises financeiras por que tem passado o mundo, entretanto, exigiram ações redobradas no processo de supervisão dos bancos. Para tanto, foram adotadas iniciativas no sentido de avaliar a saúde das maiores instituições bancárias do País.

Em fevereiro de 2009, época na qual a economia americana padecia com uma grave recessão, e o sistema financeiro experimentava alto stress, o Fed lançou o Programa de

Avaliação e Supervisão do Capital – SCAP. Através dele o Fed passou a exigir que os bancos tivessem capital suficiente para enfrentarem perdas potencialmente grandes. Caso contrário, era exigido um aporte de capital adicional. Essa medida contribuiu para reduzir a incerteza sobre a ocorrência de perdas no sistema bancário americano, além de ter desempenhado um papel vital para restaurar a confiança em todo o sistema.

Por meio da atividade de regulação o Fed age no sentido de fazer com que as instituições sob sua autoridade cumpram as normas de funcinamento editadas por seu Conselho de Governadores. Alguns desses regulamentos são de natureza restritiva não permitindo que tais instituições exerçam determinadas atividades. Outros, entretanto, são de natureza permissiva. Boa parte dos regulamentos são adotados em resposta à legislação aprovada pelo Congresso americano.

A segunda responsabilidade - de maior importância, aliás - fica a cargo da Comissão Federal de Mercado Aberto - FOMC. Ela compreende a formulação da política monetária americana e diz respeito à calibragem da oferta de moeda nos EUA.

A política monetária a cargo do Fed está relacionada tanto com a disponibilidade quanto com o custo do dinheiro e do crédito, a fim de que seja alcançado um ambiente econômico doméstico saudável. Nesse sentido, o Congresso americano estabeleceu dois objetivos básicos a serem perseguidos pelo Federal Reserve: máxima sustentabilidade com pleno emprego e estabilidade de preços. Para alcançar esses dois objetivos o Fed define uma meta para as taxas de juros, a taxa dos fundos federais. Essa taxa serve de referêcia para muitas outras taxas de juros de curto prazo influenciando profundamente a oferta de crédito na economia.

Para conduzir a política monetária americana o Fed conta com três ferramentas básicas: (1) as operações de mercado aberto, (2) a taxa de redesconto e (3) as reservas exigidas ou empréstimos compulsórios como usualmente é mais conhecida. Conforme dissemos anteriormente, o controle e a seleção do crédito não é manejada pelo Fed como instrumento de gestão monetária.

Além dessas ferramentas tradicionais de controle monetário, e devido à severa recessão por que tem passado a economia dos EUA, o Fed também recorreu a alguns recursos que normalmente não fazem parte de sua atuação como autoridade monetária, tudo

visando à redução dos custos de financiamentos para consumidores e empresas. Uma dessas iniciativas foi o Programa LSAP, orientado à compra de títulos de longo prazo. Essas aquisições ajudaram a reduzir as taxas de juros de longo prazo inclindo as taxas de hipotecas.

Há, ainda, uma outra importante função desempenhada pelo Federal Reserve. Ele é o responsável por gerir o mercado cambial dos EUA. Essa função é de responsabilidade do Federal Reserve de Nova York (http://www.newyorkfed.org). Por meio dessa atribuição o governo americano controla a paridade do Dólar em relação às demais moedas estrangeiras.

O Federal Reserve não é um banco central comum. Sendo o responsável pela gestão monetária e cambial dos EUA, suas ações repercutem não apenas dentro do território americano, mas vão além, afetando as gestões monetária e cambial das demais nações do globo. A razão disso é que mais da metade das reservas cambiais dos outros países são em dólar norte-americano (Federal Reserva [Fed], 2011). Assim, as intervenções frequentes no mercado de câmbio, objetivando à valorização/desvalorização da moeda dos EUA, acabam trazendo consequências ao estoque de dólares mantidos sob a forma de reservas cambiais nos demais países. Dada a predominância do dólar como meio de pagamento internacional eventuais valorizações/desvalorizações bruscas, motivadas por intervenções do banco central americano, acabam obrigando os bancos centrais das demais nações a alterarem suas gestões monetária e cambial. Mas essa influência não para por aí.

A forma como os bancos centrais no resto do mundo conduzem sua gestão monetária e cambial pode também repercutir na gestão monetária e cambial dos EUA, pelos mesmos motivos expostos.

Portanto, tanto a gestão monetária e cambial americana influencia a dos demais países como é por esta influenciada. Essa interação, todavia, traz consigo vulnerabilidades, algumas das quais serão tratadas na presente pesquisa.

3.2 Padrões Monetários Internacionais e o Dólar como moeda de aceitabilidade universal

A História da gestão monetária internacional registra três momentos bem distintos quanto aos padrões de aceitabilidade universal: (1) o Padrão-Ouro Clássico, (2) o Padrão-Ouro Divisas e (3) o Padrão-Dólar.

Cada uma dessas fases foi marcada por características próprias que, incorporando normas e procedimentos, acabaram ditando a maneira como foram conduzidas as gestões monetária, financeira e cambial no mundo. É sobre essas características que agora iremos nos debruçar.

3.2.1 O Padrão-Ouro Clássico

Enquanto instituição legal, o Padrão-Ouro Clássico vigorou em dois momentos na história econômica mundial.

O primeiro teve início em 1870 e vigeu até quando eclodiu a Primeira Grande Guerra mundial, ocorrida em 1914. O segundo recrudesceu em alguns momentos no período entre guerras (1918 a 1939), fruto, algumas vezes, de acordos feitos entre alguns países como Itália, Grã-Bretanha, França e Japão – Conferência de Gênova em 1922; ou de iniciativas isoladas, como a que se deu com os EUA que, em 1919, decidiram adotar novamente o sistema.

O segundo período de vigência do padrão-ouro, todavia, nem de longe lembrou o vigor conquistado em seu primeiro momento, marcado por grande crescimento e desenvolvimento econômico mundial e estabilidade nos preços, período este da história que ficou conhecido como *Belle Époque* (Fernandes, 2012). Muito pelo contrário. Pesquisas recentes apontam o padrão-ouro do segundo período como um dos responsáveis pela propagação da Grande Depressão de 1929 (Krugman & Obstfeld, 2010).

Importante destacar, todavia, que antes mesmo desses dois períodos da história econômica mundial o padrão-ouro vigorou como instituição de fato em alguns países. Krugman e Obstfeld (2010) assinalam mesmo que desde tempos remotos os agentes econômicos já usavam moedas de ouro como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.

A Inglaterra viveu sob o padrão-ouro de fato desde 1717 (Eichengreen, 1992) quando em 1816, através da Lei de Cunhagem – *Coinage Act* – passou a conviver, legalmente, sob o novo sistema[3]. Aliás, essa Lei é considerada tanto pelos ingleses quanto pelo resto do mundo como a lei do padrão-ouro por excelência (Rivoire, 1991).

A partir da Inglaterra, outros países foram pouco a pouco aderindo ao sistema do padrão-ouro: Portugal (1854); Itália, de 1861 a 1865, primeiramente e a partir de 1884, em definitivo; Suécia (1873); Alemanha (1871); França e Países Baixos (1875); Áustria-Hungria (1892); Rússica (1897) e México (1905); Japão (1897). Os EUA, após experimentar um período de vigência do padrão-ouro de fato entre 1834 e 1862, adotou-o legalmente a partir de 1879.

O padrão-ouro demandava a aceitação de três regras básicas: (1) a covertibilidade da moeda doméstica em ouro a uma paridade oficial fixa, sob o compromisso de mater essa paridade; (2) dar liberdade aos cidadãos privados para importarem ou exportarem ouro e (3) a adoção de uma regra relacionando a quantidade de moeda em circulação no país ao seu estoque de ouro.

Pelo sistema do padrão-ouro todas as nações, salvo raras exceções, definiram suas moedas por um certo peso de ouro (Rivoire, 1991). Era essa fração de ouro que servia de referência no processo de troca de uma moeda pela outra. Exemplificativamente.

O peso em ouro da libra esterlina era de 7,322 g (ou 7.322 mg). Já o peso do franco foi fixado em 0,29033 g (ou 290,33 mg). Portanto, 1 libra esterlina equivalia a 25,22 francos. Essa paridade servia também de modelo para que a Inglaterra e a França comprassem ou vendessem qualquer quantidade de ouro entre si. Os entrelaçamentos cambiais assim definidos eram conhecidos como *paridade da moeda*. Considerando-se que a quantidade de ouro em cada moeda era fixo, também o eram as taxas de câmbio (Salvatore, 2007). Admitia-se, no entanto, apenas uma margem de flutuação entre as moedas, representada pelos custos de remessa do metal, da ordem de 0,2%, para mais

[3] Coquanto a Lei de cunhagem tenha tido origem em 1816, somente em 1821 é que ela estabeleceu a covertibilidade das notas britânicas em ouro ao mesmo tempo em que o Parlamento britânico revogou antigas restrições sobre as exportgações de moedas e lingotes de ouro britânico.

ou para menos (Rivoire, 1991). Com efeito, as moedas poderiam ser livremente convertidas em ouro (Nóbrega, 2004).

No sistema do padrão-ouro os bancos centrais tinham como responsabilidade principal preservar a paridade oficial entre sua moeda e o ouro. A fim de ter condições para tal, a saída era manter um estoque suficiente de reservas em ouro. O resultado foi que as reservas internacionais tomaram a forma de ouro (Krugman & Obstfeld, 2010).

Esse estoque em ouro mostrava-se de grande utilidade sobretudo quando havia queda nas taxas de juros domésticas em decorrência de uma expansão da oferta monetária. Em situações como essa, os detentores de depósitos na moeda nacional tentarão, a todo o custo, trocá-los por investimentos em moedas estrangeiras. Para tanto, terão que se desfazer de seus depósitos em moeda doméstica. A essa altura, contudo, dificilmente ele realizará seu objetivo já que a procura por moeda doméstica estará em baixa. A solução era trocá-las por ouro junto ao banco central respectivo que, conforme vimos, era obrigado a adquirir suas moedas em troca de ouro. O ouro assim adquirido será vendido aos bancos centrais de outros países onde os juros sejam mais atrativos. Em troca, receberão a quantia correspondente em moeda estrangeira com a qual poderão efetuar novos depósitos, a fim de obter melhores rendimentos. Todo esse processo possui duas consequências básicas.

Primeiramente, que o país onde os recursos estavam inicialmente aplicados experimentará uma redução em sua oferta de moeda além de uma perda de ouro em suas reservas. Isso fará com que os juros domésticos se elevem, retornando aos níveis anteriores. Por outro lado, nos países destinatários das novas aplicações haverá uma elevação tanto da oferta monetária quanto do estoque em ouro. Isso fará com que a taxa de juros nesses países se reduza. De uma maneira geral, o mundo experimentará um equilíbrio geral. Os dois blocos de países compartilham isonomicamente o ônus de ajustar o balanço de pagamento (Krugman & Obstfeld, 2010; Salvatore, 2007). O ajuste, portanto, é simétrico, diferentemente do que ocorre com um sistema que adota uma moeda de reserva – como o padrão-dólar, p. exemplo – no qual o mecanismo de ajuste é assimétrico, ou seja, os países podem ganhar ou perder reservas sem que essa condição conduza a alguma mudança na oferta de moeda do país berço da moeda de reserva, conforme veremos oportunamente.

Importante, destacar, ainda, que no processo que acabamos de descrever, nem sempre os movimentos de saídas de ouro de um país significaram a redução das reservas em ouro de seu banco central. A razão era simples.

Por essa época, boa parte da oferta monetária dos países que adotaram o padrão-ouro era constituída por moedas de ouro. Apenas a título ilustrativo, dos 33 bilhões de dólares que constituía a massa monetária mundial em 1913, 3,2 bilhões, isto é, 10% aproximadamente eram representados por moedas de ouro (Rivoire, 1991). Assim, quando um país perdia ouro havia a alternativa de seus cidadãos deterretem as moedas de ouro para transformá-las em lingotes e, em seguida, enviá-los para o exterior onde podiam ser novamente cunhados na moeda estrangeira ou vendidos ao respectivo banco central em troca de cédulas e moedas domésticas (Krugman & Obstfeld, 2010).

Com o início da Primeira Grande Guerra Mundial os governos suspenderam o padrão-ouro e financiaram uma parte de seus elevados gastos militares emitindo moeda. O resultado foi uma explosão nos níveis dos preços acompanhada de grandes flutuações nas taxas de câmbio. O processo de emissão, todavia, continuou mesmo após o término do conflito. Conforme dissemos anteriormente, ainda houve algumas iniciativas na tentativa de restabelecer o padrão-ouro, mas sem sucesso duradouro.

Não restam dúvidas que o sistema do padrão-ouro, enquanto vigorou entre nós, contribuiu para a melhoria das condições sócio-econômicas no mundo. Também não há como deixar de admitir que ele tinha algumas importantes virtudes; a maior delas, talvez, o fato de o sistema permitir que os países compartilhassem o ônus proveniente do ajuste de seus balanços de pagamento. Além disso "o padrão-ouro estabelece limites automáticos à capacidade dos bancos centrais de elevar os níveis de preços nacionais por meio de políticas monetárias expansionistas. Esses limites tornam os valores reais das moedas nacionais mais estáveis e previsíveis, possibilitando as economias de transações que surgem com o uso da moeda" (Krugman & Obstfeld, 2010, p. 367).

Nada obstante, o sistema apresentava também alguns inconvenientes. Salvatore (2007) chega mesmo a pontuar que, nas condições atuais, dificilmente suas regras poderiam viger, tal a complexidade do mundo moderno.

Uma das críticas que se levantaram contra o padrão-ouro é que ele não poderia atender a uma natural oferta monetária demandada pelo crescimento das economias. Para que isso ocorresse, seria necessário que houvesse continuamente novas descobertas de minas de ouro; o que se traduz num objetivo certamente improvável de ser realizado.

Mas o problema não pára por ai. Um desdobramento dessa limitação natural é a impossibilidade de os bancos centrais poderem recorrer a uma política monetária expansionista para estimularem suas economias e combaterem o desemprego. Certamente que essa limitação também contribuiu para que os críticos do sistema pregassem a impossibilidade de sua continuidade.

Essas e outras limitações, conjugadas com alguns outros acontecimentos, colaboraram para o fim do sistema do padrão-ouro. Após o período entreguerras o mundo costurou uma nova forma de gestão do Sistema Monetário Internacional: o Padrão-Ouro Divisas, que veremos a seguir.

3.2.2 O Padrão Ouro-Divisas

A primeira guerra mundial fez ruir o eixo de sustentação do Padrão-Ouro Clássico, até então mantido pela concorrência de Londres, Berlim e Paris (Fernandes, 2012). Em consequência, a gestão monetária internacional sofreu um duro golpe sendo a Grande Depressão de 1929 um de seus expoentes máximos. Todo o Sistema ressentia-se de coordenação e integração política e econômica.

Na tentativa de retomar a estabilidade do Sistema Monetário Internacional, representantes do Reino Unido, Estados Unidos e outras nações reuniram-se numa localidade situada em New Hampshire, EUA, chamada Bretton Woods e decidiram criar um novo regime monetário. Esse novo regime ficou conhecido como *Sistema de Bretton Woods*. Por ele, o preço do ouro foi fixado em US$ 35 a onça. A razão para essa medida era simples: à época os EUA mantinham dois terços das reservas de ouro do mundo (Baer *et al*., 1995). Ou seja, se algum banco central desejasse comprar ouro, era esse o preço que o Tesouro americano se obrigava a vender. Essa paridade, contudo, funcionava apenas em relação aos bancos centrais estrangeiros, não para os particulares (Rivoire, 1991). Em outras palavras, a obrigação assim assumida pelo Tesouro dos EUA

não prevalecia nas negociações realizadas entre ele e um particular que desejasse comprar o metal precioso. Aliás, a posse do ouro nos EUA, exceto para fins comerciais ou artísticos, foi proibida até o ano de 1974 o que também inviabilizava sua aquisição para fins comerciais pelos particulares (Rivoire, 1991).

Baer *et al*. (1995) assinalam que a ordem monetária estabelecida em Bretton Woods estava fundamentada em cinco aspectos básicos:

Em primeiro lugar, os países concordaram em estabelecer um regime de câmbio fixo, mas ajustável em razão de desajustes estruturais. A flexibilidade aqui conquistada era um plus em relação ao padrão-ouro. Conforme vimos, a margem de flutuação nesse sistema era mínima, sendo admitida apenas para acomodar os custos de transporte do ouro e de seu seguro em trânsito.

Conquanto representasse um elemento novo na gestão das paridades entre as moedas, não ficou definido, todavia, o que seria um desajuste estrutural, consoante dissemos anteriormente. Talvez por isso tais ajustes nunca foram praticados. Ainda assim, a flexibilidade desejada não ficou totalmente prejudicada uma vez que era admissível uma margem de flutuação entre as paridades cambiais monetárias num percentual inferior a 10%. Ou seja, "o Sistema de Bretton Woods foi criado com um sistema de paridade ajustável, combinando estabilidade geral nas taxas de câmbio com alguma flexibilidade" (Salvatore, 2007, p. 300).

Em segundo lugar, o ouro foi estabelecido como reserva de valor. Isso significa que qualquer moeda nacional somente poderia ter aceitação internacional caso fosse garantido o seu lastro em ouro, e desde que sua conversibilidade para esse metal fosse automática. À exceção da moeda americana, todas as demais moedas eram lastreadas em ouro indiretamente, ou seja, cada país, ao fixar a paridade de sua moeda em relação ao Dólar, estaria estabelecendo uma paridade indireta com o metal precioso uma vez que os EUA haviam assumido a responsabilidade pela venda de uma onça de ouro ao preço de US$ 35 (Fernandes, 2012). Esse fato provocou uma forte demanda pela moeda americana no mundo já que (1) o seu valor era em ouro, (2) era fácil de manipular, pois bastava apenas um jogo de escrita e (3) rendia juros, conforme registra Rivoire (1991).

Em terceiro lugar, passava a ser livre a conversibilidade de uma moeda por outra. A propósito, desde de 1936 que as moedas deixaram de ser conversíveis.

Segundo Krugman e Obstfeld (2010) uma moeda é conversível quando ela pode ser livremente trocada por moedas estrangeiras. Em 1945 os dólares americanos e canadenses tornaram-se conversíveis. Ou seja, um natural do Canadá poderia comprar dólares dos EUA e utilizá-los para as mais diversas atividades econômicas. Poderia, por exemplo, comprar bens e serviços nos Estados Unidos; negociá-los no mercado de câmbio a fim de obeter dólares canadenses novamente; ou, ainda, vendê-los ao banco central do Canadá, também com o mesmo objetivo. O banco central do Canadá, por sua vez, de posse dos dólares norte-americanos recebidos de seu cidadão, poderia vendê-los ao Federal Reserve em troca de ouro. Isso permitiu a plena circulação dos capitais privados entre os países o que alavancou significativamente o comércio entre as nações. Somente na hipótese de movimentos especulativos é que essa mobilidade deveria ser restringida.

Nada obstante esse ganho fenomenal, a maioria dos países europeus somente restaurou a conversibilidade no final de 1958. O Japão aderiu a ela em 1964. Por ter sido uma das primeiras moedas a ganhar conversibilidade, o Dólar norte-americano passou a ocupar uma posição privilegiada no comércio mundial. Após a guerra, ele se tornara o principal padrão monetário no mundo. A maior parte das transações internacionais era em Dólar, moeda que veio a se tornar um meio universal de troca, uma unidade de conta e reserva de valor.

Em quarto lugar, convencionou-se duas importantes regras para solucionar eventuais desequilíbrios no balanço de pagamento dos países.

Se os desequilíbrios fossem transitórios, a solução viria através de empréstimos compensatórios oferecidos pelo Fundo Monetário Internacional, instituição criada para gerir o Sistema de Bretton Woods. Com efeito, caso uma nação necessitasse de dólares e não dispusesse do montante suficiente em suas reservas, caberia ao Fundo emprestar-lhe a quantia correspondente.

Se, entretanto, os desequilíbrios fossem originados a partir de um desajuste estrutural, a alternativa seria um processo de realinhamento das paridades estabelecidas entre as

moedas. Esse realinhamento também seria coordenado pelo Fundo Monetário Internacional.

Em quinto e último lugar, a Conferência de Bretton Woods atribuiu ao Fundo Monetário Internacional o papel de órgão gestor das regras ali definidas. Assim, a nova organização internacional nascia com um importante papel, qual seja, a de zelar pela gestão monetária entre os países restabelecendo-se, de certo modo, a coordenação perdida a partir da Primeira Guerra mundial na qual Londres, Berlim e Paris exerciam esse papel.

Para Baer *et al*. (1995) os dois primeiros fundamentos demonstravam uma clara resposta à desordem monetária que envolveu o mundo no período entre guerras, na qual as nações desvalorizavam suas moedas como meio de defesa.

Orlando Assunção Fernandes salienta que o Sistema inaugurado em Bretton Woods pretendia atingir quatro objetivos (Fernandes, 2012):

a) dar condições para que as nações desenvolvessem formas para atingir o pleno emprego;

b) disponibilizar meios às nações para se defenderem de crises externas;

c) estimular um sistema de comércio entre os países sem discriminação; e

d) controlar a moeda e o crédito no plano internacional.

De uma maneira geral, esses quatro aspectos salientados por Orlando de Assunção Fernandes constituiram-se numa resposta às limitações do sistema padrão-ouro.

Especialistas em todo o mundo são unânimes em reconhecer a limitação do padrão-ouro em oferecer condições aos governos para assegurarem o pleno emprego. Krugman e Obstfeld (2010) afirmam que o sistema não parece ter feito muito para garantir a empregabilidade. Aliás, a restrição ao uso da política monetária expansionista é uma das críticas levantadas contra ele.

No padrão-ouro a autonomia das autoridades monetárias era bastante limitada. Isso conferia às nações vulnerabilidades para lidar com crises externas. Os instrumentos de controle monetário que os bancos centrais lançavam mão esbarravam nas regras do

sistema, não permitindo margens de atuação para solucionar problemas de desajustes externos.

O autor pontua que as regras então estabelecidas configuravam-se no reconhecimento da instabilidade do capitalismo, da desigualdade por ele proporcionada e da contradição entre liberalismo comercial e liberalismo financeiro. No tocante a esta contradição Carneiro (1999, como citado em Fernandes, 2012, p. 25) registra que o liberalismo comercial demanda um grande ativismo e uma adesão negociada por parte das nações; enquanto o liberalismo financeiro, ao contrário, é marcado justamente pela ausência de regras negociadas. Ou seja, enquanto no liberalismo comercial os agentes conversam entre si; no liberalismo financeiro, ao contrário, proclama-se a completa liberdade dos agentes para tomarem essa ou aquela iniciativa. É como se cada agente se autogovernasse ou se autoconduzisse. Sem regras, sem peias, sem limites.

Com a implantação do Padrão Ouro-Divisas começou uma "corrida para o Dólar" entre as nações. Sua garantia de conversibilidade para o metal precioso, assumida pelo governo americano, consolidou sua supremacia mundial. Mas essa predominância estava apenas começando. Conforme veremos no próximo tópico, o padrão monetário americano iria se fortalecer ainda mais.

O Sistema de Bretton Woods evoluiu e, com ele, o mundo experimentou um período de forte crescimento, acompanhado de relativa estabilidade nos preços. Foram os chamados *30 anos gloriosos do capitalismo* (Fernandes, 2012). Esse período de prosperidade muito se assemelhou à Belle Époque, vivido pelo mundo durante o primeiro período do padrão-ouro.

Salvatore (2007) comenta que de 1945 a 1949 os EUA experimentaram um forte superavit em seu balanço de pagamento, impulsionado principalmente pelo Plano Marshall, responsável pelo financiamento de várias nações europeias arrasadas pela Segunda Guerra mundial. 70% das matérias-primas, combustíveis, produtos semi-industrializados, veículos e máquinas importados pela Europa eram de procedência norte-americana.

Entre 1950 e 1957 o balanço dos EUA começou a apresentar defices, mas ainda reduzidos. Os defices americanos eram quitados principalmente por dólares, dada a sua

aceitabilidade universal, impulsionada pelas regras de Bretton Woods. Isso fez com que a Europa e o Japão acumulassem reservas cambiais.

De 1958 em diante há um aumento substancial nos defices do balanço de pagamento americano alimentado, de um lado, pela elevação dos níveis inflacionários no País e, de outro, por pesados investimentos diretos na Europa. Apenas para termos uma ideia desse período, os investimentos passaram de 13 bilhões de dólares em 1949 para US$40 bilhões em 1970. Já as reservas dos EUA caíram de US$ 25 bilhões para algo em torno de US$11 bilhões no mesmo período.

O desajuste estrutural vivido pelos EUA autorizava o Fundo Monetário Internacional a conduzir um processo de realinhamento das paridades então fixadas, conforme previa o Sistema de Bretton Woods. Por motivos vários, no entanto, as nações industrializadas deficitárias optavam por não recorrer ao realinhamento. Um desses motivos era de natureza preconceituosa já que as desvalorizações eram tomadas como um sinal de fraqueza nacional. Por conta disso, Estados Unidos, Itália e Japão jamais alteraram os seus valores de paridade no período considerado (Salvatore, 2007).

De acordo com esse autor "a relutância das nações industrializadas em alterar os seus respectivos valores de paridade, como uma questão política a ser seguida quando em desequilíbrio fundamental, privava o sistema do mecanismo de ajuste do balanço de pagamento e dava margem ao surgimento de fluxos internacionais de capital desestabilizadores, o que eventualmente veio acarretar o colapso do Sistema" (p. 301).

O predomínio da moeda americana no contexto da gestão monetária internacional, todavia, trouxe inúmeras consequências para o mundo, conforme veremos a seguir.

3.2.3 O Padrão-Dólar

Sob a vigência do padrão-ouro divisas ocorreram uma sucessão de fatos que, em seu conjunto, contribuíram para debilitá-lo e, por fim, acabaram por provocar mesmo o seu colapso. Com o passar dos anos os mercados iam se tornando cada vez mais complexos exigindo prontas soluções para os novos (e antigos) problemas enfrentados pelas economias dos países. A obtenção dos equilibrios interno e externo era um desses (antigos) problemas.

De acordo com Krugman e Obstfeld (2010) o pleno emprego e a estabilidade no nível geral dos preços constituem os objetivos primordiais do equilíbrio interno. Por outro lado, défices e superávits (nas transações correntes) dentro de padrões aceitáveis formam a principal finalidade do equilíbrio externo.

Muito embora as regras do Sistema de Bretton Woods tenham imprimido mais flexibilidade na administração cambial, os países continuavam a ter dificuldades para conseguirem atingir os equilíbrios interno e externo sem ajustes independentes nas taxas de câmbio.

Além disso, a conversibilidade criou um ambiente propício para que grandes somas de recursos circulassem com mais velocidade entre as fronteiras dos países o que fragilizava, de uma certa forma, as políticas econômicas governamentais, uma vez que o fenômeno poderia representar bruscas oscilações nas taxas cambiais. Eram os "capitais desestabilizadores" referidos por Salvatore (2007).

De acordo com Krugman e Obstfeld (2010), entre 1965 e 1968 as despesas dos EUA com compras de armamentos militares aumentaram vertiginosamente, na medida em que o país se envolvia na guerra do Vietnã. Esse crescimento dos gastos públicos americanos também sofreu forte influência de programas governamentais ligados à educação e remodelagem urbana. A disparada das despesas do governo não foi acompanhada, todavia, de uma correspondente elevação de impostos. O motivo era de natureza política, já que 1966 era um ano eleitoral.

A expansão dos gastos públicos ocasionou a elevação dos preços e a queda no superávit das transações correntes americanas. Para contorná-la, foi adotada uma política monetária contracionista mediante a elevação da taxa de juros. Entretanto, em razão dos reflexos negativos dessa elevação sobre o setor da construção, o Fed optou por ampliar a política monetária expansionista nos anos de 1967 e 1968. Como resultante, a taxa de inflação anual dos EUA alcançou quase 6% ao final da década. Muitos especialistas atribuem a queda do Sistema de Bretton Woods a esse conjunto de medidas econômicas tomadas pelos EUA (Krugman e Obstfeld, 2010).

Em 1970 a economia americana entrou em recessão, apresentando elevados níveis de desemprego. Na medida em que a população desempregada aumentava, os mercados

pressionavam para que o Dólar fosse desvalorizado. A proposta, todavia, se adotada, esbarrava no fato de a moeda americana servir de referência para todas as demais. O problema que se apresentava era seguinte.

Qualquer outra nação poderia alterar a paridade de sua moeda em relação ao Dólar. Isso não teria, a princípio, nenhuma repercussão no âmbito global. No entanto, em se tratando de desvalorizações cambiais do próprio Dólar a medida implicava, necessariamente, na valorização de todas as demais moedas; encarecendo os produtos estrangeiros no mercado internacional. A conseqüência é que tais produtos perderiam competitividade no comércio entre os países enquanto os produtos americanos, ao contrário, ampliariam sua preferência no mercado consumidor mundial. Ou seja, se por um lado esse ajuste favorecia enormemente a economia dos EUA, por outro lado ele conduziria a uma queda na venda dos produtos dos demais países.

Não bastasse isso, as reservas de ouro americanas experimentaram uma significativa queda. Em 1970 o ouro estocado nos EUA representava apenas 25% das reservas em dólares mantidas pelas nações estrangeiras. Em outras palavras, caso os governos estrangeiros desejassem trocar suas reservas em dólares por ouro, conforme ficou acordo no Sistema de Bretton Woods, os Estados Unidos não tinham como honrar esse compromisso. Somente um quarto das reservas possuíam lastro.

Esse conjunto de fatores levaram o presidente dos EUA, Richard Nixon, em 15 de agosto de 1971, a proclamar o fim da obrigatoriedade dos Estados Unidos de vender ouro aos bancos centrais estrangeiros em troca de dólares. Essa medida pôs fim à perda de ouro pelo Tesouro americano ao mesmo tempo que cortava, de vez, o "cordão umbilical" que ligava o Dólar ao ouro. Era o fim do padrão-ouro divisas. Em decorrência, "o preço oficial de 35 dólares a onça torna-se pois, mesmo para os bancos centrais, um preço fictício. Como indicação de um certo peso de ouro, as paridades das diferentes moedas são igualmente fictícias" (Rivoire, 1991, p. 132).

Como as demais nações apresentassem resistências para valorizarem suas moedas, a medida adotada pelo presidente Richard Nixon foi acompanhada de uma outra, pela qual os EUA fixavam um imposto de 10% sobre as importações americanas até que os países concordassem em valorizar suas moedas em relação do Dólar. Isso ocorreu em

dezembro de 1971. Em média, a moeda americana foi desvalorizada em 8% e a sobretaxa de 10% foi suprimida (Krugman e Obstfeld, 2010).

Em março de 1973 o câmbio passou a ser flutuante. A partir de então o Dólar assumia o papel de moeda internacionalmente aceita, mas desta vez sem qualquer lastro em ouro. Nascia o Padrão-Dólar. “Recorrendo a imagens náuticas, diríamos que o sistema monetário internacional largou as amarras mas conseguiu praticamente estabilizar, como um navio ancorado no mar alto “(Rivoire, 1991, p. 116). O sistema de flutuação administrada do câmbio foi reconhecido formalmente pelo Acordo de Jamaica, ocorrido em 1976, e ratificado em 1978. Através dele cada país poderia escolher livremente o regime cambial que melhor atendesse a seus interesses.

Com o novo regime, as autoridades monetárias continuavam a intervir no mercado de câmbio para corrigir flutuações de curto prazo, processo que continua até na atualidade. Entre 1974 a 1977 e 1981 a 1985 os EUA não interviram no mercado cambial fato que ficou conhecido como *negligência benigna* (Salvatore, 2007).

A estrutura e o funcionamento do Fundo Monetário Internacional foi mantida. Ele continuaria atuando como supervisor das taxas de câmbio de seus países-membro, bem como, provendo-os de empréstimos destinados a corrigir desequilíbrios em seus balanços de pagamento. Nos anos subseqüentes as modalidades de créditos diversificaram-se, inclusive, para atenderem às novas demandas nascidas a partir das sucessivas crises financeiras que mais recentemente assolaram a economia mundial, conforme comentamos anteriormente.

3.3 Panorama sobre as vulnerabilidades envolvendo a Gestão do Sistema Monetário Internacional

Com o fim do Sistema de Bretton Woods teve início uma nova forma de gestão do Sistema Monetário Internacional. Conforme vimos, duas consequências imediatas foram sentidas: o fim da conversibilidade do Dólar ao ouro e a livre flutuação das moedas (Fernandes, 2012).

O fim da conversibilidade do Dólar acabou consolidando a moeda norte-americana como o principal meio de pagamento internacional. Sua procura, que já era grande entre

os países, tornou-se ainda maior. Quanto à livre flutuação das moedas o mecanismo permitiu às nações gerirem o mercado de câmbio de forma diferente. As taxas de câmbio já não eram mais definidas pelos governos, mas pelas forças do mercado. Abandonava-se, assim, o modelo cambial de paridades fixas.

Essas duas consequências causaram um impacto brutal na gestão financeira e monetária mundial. Os rumos das políticas dos governos foram profundamente alterados. Alguns de forma positiva, outros nem tanto, conforme veremos no presente tópico.

Noyer (2011) afirma que parte da instabilidade financeira nos é revelada pelos movimentos das taxas de câmbio. O desalinhamento das taxas cambiais também é apontado por Salvatore (2007) como um dos grandes problemas que se ressente o Sistema Financeiro Internacional.

Simonard (2012) revela que a manutenção de taxas de câmbio artificialmente desvalorizadas foi um dos pilares de sustentabilidade da economia chinesa na atualidade. Por vezes, os bancos centrais das nações intervêm nos mercados de câmbio para impedirem que suas moedas se valorizem, e assim, os produtos nacionais percam competitividade no mercado internacional.

Choongsoo Kim, Governador do Banco da Coréia do Sul, lembra que muitos relacionam o crônico défice em conta corrente dos EUA à inflexível política cambial praticada por alguns de seus maiores parceiros comerciais (Kim, 2011). Blanchard *et al*. (2005, como citado em Kim, 2011, pg. 64) defendem que a solução para o defice crônico passa pela desvalorização da moeda americana entre 40-90%.

Mas os ventos das mudanças não pararam por aí.

A morte do Sistema de Bretton Woods também deflagrou uma onda de liberalização financeira sem precedentes nas economias industrializadas cuja tônica principal residiu na desregulamentação monetária e financeira, juntamente com a abertura dos mercados nacionais. Fazendo considerações sobre esta última, Mark Carney, Presidente do Banco do Canadá, registra que na atualidade as exportações de mercadorias representam 20% do PIB global contra os 9% da última onda de globalização. Na virada do século passado os capitais transfronteiriços correspondiam a apenas 3% do PIB mundial; hoje equivale a 15% deste (Carney, 2011).

Discorrendo sobre a liberalização financeira, Carvalho e Silva (2007) assinalam que o processo tomou por referência teórica a abordagem neoliberal, que atribuíra a responsabilidade pelos desequilíbrios econômicos então prevalecentes à intervenção pública. Muitos modelos de gestão inspirados nas ideias keynesianas foram abandonados (Fernandes, 2012).

Instalava-se entre nós o fenômeno da globalização financeira. Um fenômeno que tem ganhado cada vez mais espaço no mundo e tem crescido em escala geométrica desde então. Como todo novo instituto, a globalização trouxe consigo inúmeras vantagens, como a facilidade na troca de informações entre as nações. Devido a isso, dados são enviados em fração de segundos de um canto a outro do planeta. Simultaneamente, negócios são fechados numa escala jamais vista, a partir de um leque de oportunidade sem precedentes. Mas esse é apenas o lado positivo do fenômeno.

Também como todo novo instrumento, a globalização exigiu um alto preço das nações. No campo da gestão monetária e financeira não foi diferente.

De acordo com Simonard (2012), uma das consequências produzidas pelo fenômeno da globalização foi a alta mobilidade dos capitais. Essa mobilidade, conquanto benéfica em alguns casos, mostrou-se nociva em muitas outras situações, notadamente em se tratando dos capitais especulativos.

Krugman e Obstfeld (2010) afirmam que “nas duas últimas décadas do século XX, o capital tornou-se significativamente mais móvel, em grande parte porque os controles foram suspensos, mas também por causa do avanço da tecnologia de comunicações. Essa nova mobilidade tornou os regimes de atrelamento ajustável extremamente vulneráveis à especulação, uma vez que o capital fugiria de uma moeda ao menor sinal de que ela pudesse se desvalorizar” (p. 495).

Mercedes Marcó Del Pont, Presidente do Banco Central da Argentina, elege quatro motivos por que os movimentos dos capitais especulativos são considerados nocivos (Pont, 2011).

Primeiramente, (1) eles depreciam as moedas domésticas fazendo com que os bens e serviços do país hospedeiro percam competitividade no mercado internacional, o que gera desemprego com todas as suas consequências.

Outro problema apontado por Del Pont é que tais fluxos de capitais (2) contribuem para o acúmulo de uma grande soma de dinheiro no interior das nações que, entretanto, pode deixar o país a qualquer momento, ao menor sinal de crise. Darmin Nasution, Presidente do Banco da Indonésia, registra que os investidores, ao deixarem de forma abrupta e coletivamente os mercados financeiros domésticos, acabam afetando os mercados de valores mobiliários, cambial, monetário e de crédito podendo desestabilizar a economia global, se não contido a tempo (Nasution, 2011).

Essas vultosas somas de recursos, por sua vez, (3) geram bolhas de ativos e consumo excessivo. As bolhas de ativos são altamente instáveis já que elas oscilam ao sabor das entradas e saídas de capitais. Sua segurança é apenas aparente. Christian Noyer, Presidente do Banco da França, assinala que alguns observadores acreditam que a abundância dessa classe de ativos no Sistema Financeiro Internacional foi primordial para a criação de ativos aparentemente seguros pelos agentes financeiros através da inovação (Noyer, 2011). Segundo ele, isso explicaria a rápida propagação desses ativos pelo mundo, seja no setor imobiliário, financeiro ou em ambos.

Por último, (4) os fluxos de capitais especulativos reduzem a autonomia monetária das nações o que acaba comprometendo a implementação de suas políticas de gestão. Para Muhammad Al-Jasser, Presidente da Agência Monetária da Arábia Saudita, a alta volatilidade natural dos fluxos de capitais traz complicações para a gestão monetária dos países, pressionando-os a adotarem providências para contê-las através da tributação e da exigência de um período mínimo de permanência (Al-Jasser, 2011).

Respeitados economistas comungam do mesmo pensamento de Muhammad Al-Jasser. Dentre eles, contam-se Jagdish Bhagwati e Joseph Stiglitz, ambos da Universidade de Colúmbia, e Dani Rodrik, da Universidade de Harvard. De acordo com eles (2003, como citado em Krugman, 2010, p. 495) as restrições à mobilidade dos capitais deveriam ser mantidas ou restabelecidas pelos países em desenvolvimento, a fim de exercerem sua autonomia monetária e, simultaneamente, desfrutarem de taxas de câmbio estáveis.

Simonard (2012) chama de “cultura rentista” aos movimentos de capitais a procura de elevados lucros e baixos riscos. Para ele essa cultura acaba criando dificuldades para a

produção de bens e serviços no mundo, na medida em que ela acaba subordinando os capitais produtivos aos especulativos.

A “cultura rentista” referida por Roberto Simonard Filho não poupou sequer os Estados nacionais. De acordo com Orlando de Assunção Fernandes, a busca por lucro fácil e baixos riscos levou os investidores institucionais (fundos de investimentos, instituições financeiras, etc.) a aplicarem vultosas somas de recursos em títulos públicos (Fernandes, 2012). As nações, por sua vez, preocuparam-se mais em atrair tais recursos e ganhar a confiança dos investidores que, desse modo, passaram a ser os seus parceiros. Esse fato acabou enfraquecendo sobremaneira a capacidade de os governos imporem suas políticas econômicas já que seus efeitos repercutiam, muitas vezes, nos próprios investidores, isto é, em seus parceiros. O resultado foi que os Estados acabaram permanecendo nas mãos desses investidores (Fernandes, 2012) ao mesmo tempo em que suas dívidas soberanas dispararam, alcançando níveis jamais vistos. A Grécia talvez seja o país que melhor represente esse modelo de gestão na atualidade.

Outro ponto vulnerável colocado em relevo por muitos especialistas reside nas baixas taxas de juros de longo prazo verificadas em muitos países avançados. Carney (2011) opina que isso decorre de uma política adotada por essas nações para enfrentarem problemas deflacionários. Contudo, a medida, segundo ele, expõe as gestões financeira e monetária global a desequilíbrios já que, na ânsia de obterem maiores rendimentos, as instituições financeiras e seus investidores acabam redirecionando seus recursos a operações notadamente mais arriscadas.

Outra consequência decorrente da manutenção das taxas de juros em níveis baixos é que ela provoca a expansão do crédito nas economias domésticas. Essa expansão, por seu turno, estimula o endividamento dos agentes econômicos por períodos de tempo prolongados fato que igualmente se constitui numa vulnerabilidade sistêmica.

Gill Marcus, Governador do Banco de Reserva da África do Sul, discorrendo sobre os desequilíbrios cíclicos na atualidade, diz que a existência de taxas de juros de empréstimos prolongadamente baixas nas economias avançadas, conjugada com uma abundante liquidez nesses países, estimula os investidores a tomarem dinheiro emprestado e o aplicarem em nações que ofereçam taxas de retorno mais elevadas, mas com maiores riscos (Marcus, 2011). Consequentemente, se algo der errado nos países

destinatários dos recursos assim emprestados, a inadimplência poderá ganhar uma escala global, dependendo da complexidade da operação e do número de atores nela envolvidos.

Também as elevadas taxas de poupança verificadas no leste asiático e nos países exportadores de petróleo são apontadas por alguns especialistas como um dos fatores que impulsionaram os desequilíbrios. Zhou Xiaochuan, Governador do Banco Popular da China, registra que as altas taxas de poupança do leste asiático foram estimuladas pelos planos de resgate destinados por organizações internacionais após a crise de 1997. Para ele, a vulnerabilidade assenta-se no fato de o Dólar norte-americano – uma moeda doméstica – assumir o papel de padrão monetário internacional (Xiaochuan, 2011). Ora, conforme vimos, a maior parte das reservas cambiais internacionais dos países são expressas em Dólar. Assim, quando os elevados níveis de poupança assumem a forma de reservas cambiais e, por conseguinte, acabam também assumindo sua expressão no padrão monetário dos EUA, elas acabam fluindo inevitavelmente para a economia americana.

Para Xiaochuan, o fluxo desses grandes aportes de recursos para os EUA no longo prazo pode não ser de seu interesse, pois isso poderá interferir na política de ajustamento de seu modelo de crescimento econômico.

Por último, restam ainda abordarmos mais dois pontos vulneráveis presentes na atualidade em nível global.

O primeiro deles, relaciona-se com a criação de uma multiplicidade de mecanismos postos à disposição dos agentes financeiros aplicadores de recursos para reduzir-lhes o risco de suas aplicações. Entre esses mecanismos contam-se as operações realizadas nos mercados de (1) futuros, (2) a termo, (3) de opções e (4) de *swaps*. Todas essas operações envolvem um mercado muito maior, chamado de mercado de derivativos.

Os derivativos proliferaram na década de 80, como resultado da desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. Segundo Fortuna (2010) um derivativo "é um ativo ou instrumento financeiro, cujo preço deriva de um ativo ou instrumento financeiro de referência ou subjacente, e que justifica a sua existência, seja com a finalidade de obtenção de um ganho especulativo específico em si próprio, ou, e

principalmente, como proteção – *hedge* - contra eventuais perdas no ativo ou instrumento financeiro de referência" (p. 779). De acordo com o mesmo autor, os derivativos tem por objetivo proteger os agentes econômicos contra eventuais variações de índices ou moedas de referência de seus ativos ou passivos, caso estes estejam sujeitos a diferentes indicadores e/ou padrões monetários.

Carvalho e Silva (2007) opinam no sentido de que, conquanto reduzam o risco dos agentes aplicadores, as operações envolvendo os referidos mercados acabam expondo todo o Sistema a vulnerabilidades

Para Orlando Assunção Fernandes, esses instrumentos financeiros foram criados como meio de gerenciamento da instabilidade trazida pela onda de globalização que invadiu o mundo com o fim do Sistema de Bretton Woods (Fernandes, 2012). Segundo o mesmo autor, isso fez com que houvesse um "salto" na quantidade de ativos financeiros quando comparados aos ativos totais. Aliás, os próprios governos recorrem às operações nos mercados futuros para solucionarem problemas de natureza monetária, a exemplo da venda de dólares no mercado futuro, a fim de restaurar a liquidez da moeda estrangeira (Meirelles, 2011).

Em outras palavras, a supressão ou minimização de riscos proporcionadas pelos derivativos, acabaram estimulando os agentes aplicadores a movimentarem vultosas somas de recursos em complexas operações financeiras em todo o mundo, fato que também fomentou a vulnerabilidade sistêmica.

Por fim, temos de fazer ainda algumas considerações acerca das vulnerabilidades trazidas pela adoção de um padrão monetário doméstico – a saber, o Dólar norte-americano – como meio de pagamento internacional. Não são poucas as autoridades e especialistas que sustentam o abandono desse modelo de gestão dado os riscos que ele envolve.

Ignatiev (2011), Presidente do Banco da Rússia, defende que os desequilíbrios globais da atualidade estão sustentados por um Sistema Monetário Internacional imperfeito, largamente baseado na predominância da moeda americana como moeda de reserva. Isso faz com que o SMI não careça de instrumentos adequados para suprir a liquidez necessária dos agentes. Segundo ele, o status de principal moeda de reserva no mundo

alimenta o crescimento do duplo defice americano – fiscal e de conta corrente – já que isso facilita o seu financiamento por intermédio de emissões monetárias o que, por sua vez, dificulta a redução do defice estrutural dos EUA.

Mercedes Marcó Del Pont, refletindo sobre essa problemática, adota a mesma linha de raciocínio. Ele afirma que isso é um privilégio dos EUA. As demais nações do globo não podem contar com esse recurso (Pont, 2011). Para estas, os defices em suas contas correntes somente podem ser solucionados (1) através de suas reservas cambiais, (2) recorrendo aos empréstimos do FMI ou (3) tomando dinheiro emprestado no mercado financeiro internacional privado.

Pont (2011) é categórico ao afirmar que enquanto a moeda de um único país for considerada a moeda dominante, os defices dos EUA e do resto do mundo tornam-se inevitáveis, além de servir como um potencial ponto de apoio para as crises dominadas por reversões em conta corrente.

Para Xiaochuan (2011) a alta concentração de ativos numa única moeda estrangeira poderá trazer consequências indesejáveis para todo o Sistema. Isso, segundo ele, fragiliza o atual modelo de gestão monetária e financeira internacional o que enseja a necessidade de reforma de todo o Sistema.

Como moeda dominante, o Dólar faz parte das principais transações econômicas entre os países. Segundo dados do Relatório Anual do FMI de 2011, 61,5% de todas as reservas internacionais do planeta estavam expressas na moeda americana (Fundo Monetário Internacional, 2011).

Os percentuais apresentados no Quadro 1 a seguir demonstram essa supremacia no período de 2000 a 2010:

Quadro 1 – Composição percentual das Reservas Mundiais – 2000 a 2010

Moeda	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Dólar (USA)	71,1	71,5	67,1	65,9	65,9	66,9	65,5	64,1	64,1	62,1	61,5
Yen	6,1	5	4,4	3,9	3,8	3,6	3,1	2,9	3,1	2,9	3,8
Libra esterlina	2,8	2,7	2,8	2,8	3,4	3,6	4,4	4,7	4	4,3	4
Franco suíço	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Euro	18,3	19,2	23,8	25,2	24,8	24,1	25,1	26,3	26,4	27,6	26,2
Outras	1,5	1,3	1,6	2	1,9	1,7	1,8	1,8	2,2	3,1	4,4
TOTAL	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Fonte: elaboração própria a partir do Relatório Anual do FMI – 2011

No Brasil, informações colhidas no Relatório de Gestão das Reservas Internacionais (Banco Central do Brasil, 2012) confirmam a predominância da moeda norte-americana no contexto das reservas cambiais brasileiras, conforme demonstrado no Quadro 2 a seguir:

Quadro 2 – Composição percentual das Reservas Brasileiras – 2003 a 2011

Moeda	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Dólar (USA)	58,3	54,6	73,2	88,3	90	89,1	81,9	81,8	79,6
Yen	7,8	9,3	4,4	0,7	0	1	0,8	0,9	1
Libra esterlina	0	0	0	0	0	0	3,7	2,7	3
Dólar canadense	0	0	0	0	0	0	3,5	6,1	6
Euro	32,9	35,1	21,3	10,3	9,5	9,4	7	4,5	4,9
Dólar australiano	0	0	0	0	0	0	1,9	3,1	3,1
Outras	1	1	1,1	0,7	0,5	0,5	1,2	0,9	2,4
TOTAL	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Fonte: elaboração própria a partir do Relatório de Gestão das Reservas Internacionais do BCB – 2012

Observando a evolução dos dados no período, nota-se uma tendência crescente do governo brasileiro em concentrar as suas reservas internacionais na moeda americana. Em 2003 essa participação era de 58,3%; em 2011 ela "saltou" para 79,6%. Essa preferência atingiu seu ponto máximo no ano de 2007 quando alcançou 90%.

Essa forma de gerir as reservas internacionais brasileiras segue, portanto, uma tendência mundial, no tocante à preferência pela moeda americana como principal moeda de reserva.

3.4 Gestão das reservas internacionais: conceito, origem e finalidade

O fenômeno da globalização financeira impôs ao mundo um modelo de gestão das finanças públicas internacionais em que, de um lado, passaram a conviver nações detentoras de moedas aceitas universalmente e, de outro, países não possuidores dessas moedas. Estados Unidos, países da Zona do Euro, Japão e Reino Unido incluem-se entre os primeiros; enquanto Brasil, China, África do Sul, Rússia, Índia e outros governos, estão entre os últimos.

Um dos efeitos desse modelo foi que o segundo grupo de países precisou acumular moedas estrangeiras de aceitabilidade universal. Essa necessidade nasceu a partir de dois interesses principais. Primeiramente, para pagar seus compromissos internacionais. Segundo, como meio de prevenção no combate a possíveis ataques especulativos. Essa última necessidade nasceu a partir das crises financeiras vividas pelo mundo nos últimos anos.

O Quadro 3 ilustra o fenômeno da acumulabilidade das reservas no Brasil, China, África do Sul, Índia e Rússia nos anos de 2000, 2005 e 2011. Mas também as economias avançadas experimentaram esse processo, embora numa proporção menor, a exemplo do Japão e Reino Unido. Dada sua condição de moeda universalmente aceita, as reservas passaram a ser majoritariamente em dólares americanos (Fortuna, 2010), conforme demonstrado no Quadro 1.

Quadro 3 – Evolução do Saldo das Reservas Internacionais em alguns países

País	Reservas Internacionais					
	2000		2005		2011	
	US$ (*)	%	US$ (*)	%	US$ (*)	%
Brasil	33.015	**100**	53.799	**162,95**	352.010	**1.066,21**
China	171.763	**100**	831.409	**484,04**	3.254.674	**1.894,86**
África do Sul	7.702	**100**	20.624	**267,77**	48.748	**632,92**
Índia	41.059	**100**	137.824	**335,67**	288.739	**703,22**
Rússia	27.656	**100**	182.272	**659,06**	497.410	**1.798,56**
Japão	361.639	**100**	846.896	**234,18**	1.295.838	**358,32**
Reino Unido	47.075	**100**	43.593	**92,60**	94.544	**200,83**

(*) Em milhões de dólares

Fonte: Banco Mundial

Carvalho & Silva (2007) definem reservas internacionais como "o estoque de ativos em poder das autoridades monetárias disponíveis para pagamento de dívidas ou aquisição de direitos de não-residentes de um país" (p. 115). De forma simplificada, as reservas internacionais de um país correspondem à totalidade de moedas estrangeiras que se acumulam nos cofres do banco central desse país. Elas têm origem nos resultados positivos registrados ao final de cada ano civil nos balanços de pagamento dos países.

Conforme é sabido, o balanço de pagamento é um demonstrativo contábil que registra as compras (e vendas) de bens, serviços e de capitais de um país com o resto do mundo (Carvalho e Silva, 2007). Em contrapartida, o país entrega (ou recebe) moedas estrangeiras. Se o total de recebimentos for superior à totalidade das entregas então haverá acumulação de reservas internacionais. Caso contrário, ocorrerá redução no estoque das reservas. O Quadro 4 resume essas operações:

Quadro 4 – Origem das Reservas Internacionais

Condição	Saldo das Reservas Internacionais
Recebimentos maiores que pagamentos (em contrapartida à venda/compra de bens, serviços e capitais)	Aumento
Recebimentos menores que pagamentos (em contrapartida à venda/compra de bens, serviços e capitais)	Redução

Fonte: elaboração própria

Se em determinados períodos o país não dispuser de reservas capazes de suportar seus pagamentos, a solução será tomar recursos emprestados em moeda estrangeira no mercado internacional privado ou, alternativamente, contrair empréstimos junto ao FMI. Essa última opção dará origem aos empréstimos compensatórios que, comparativamente

aos empréstimos contraídos no setor privado, oferecem condições mais favoráveis, por incorrer em menores encargos.

Quanto mais reservas uma nação dispuser, maior será sua capacidade de pagamento perante a comunidade internacional. Por outro lado, um volume baixo de reservas poderá indicar que o país terá dificuldades para saldar seus compromissos estando, portanto, numa condição de maior vulnerabilidade. Há, portanto, uma estreita relação entre o volume das reservas de uma nação e sua capacidade de pagamento, isto é, sua liquidez internacional. Esta oscila na razão direta daquela. Conjugando essa informação com a delineada no Quadro 4 temos um novo cenário no qual é possível identificarmos claramente essas relações:

Quadro 5 – Liquidez Internacional

Condição	**Saldo das Reservas Internacionais**	**Liquidez Internacional (capacidade de pagamento)**
Recebimentos maiores que pagamentos (em contrapartida à venda/compra de bens, serviços e capitais)	Aumento	Aumento
Recebimentos menores que pagamentos (em contrapartida à venda/compra de bens, serviços e capitais)	Redução	Redução

Fonte: elaboração própria a partir da Teoria Econômica

Desta feita, a gestão das reservas internacionais de um país funcionará como um elemento vital para que ele honre seus compromissos perante a comunidade internacional. Todavia, dado que a moeda americana compõe a maior parte das reservas no mundo, a oscilação de seu valor poderá interferir nesse processo de gerenciamento, na medida em que promoverá maiores ou menores ingressos de moedas estrangeiras no país o que, por sua vez, fatalmente funcionará como um elemento dificultador no processo de administração de suas reservas e, por extensão, em sua capacidade de saldar os seus compromissos externos. Ora, esse dado é preocupante, pois nos leva a concluir

que o modelo atual de condução das finanças públicas internacionais – ancorado num padrão monetário doméstico - oportuniza o aparecimento de elementos exógenos indesejáveis, isto é, fatores completamente alheios à gestão das finanças públicas domésticas, e capazes de torna-las vulneráveis de um momento para o outro sem que haja qualquer possibilidade de defesa.

3.5 Gestão monetária e cambial americana e suas relações com o resto do mundo

Conforme demonstrado no Quadro 1, o Dólar lidera com sobras a preferência das nações como moeda de reserva. Sua predominância enquanto meio de pagamento universalmente aceito, todavia, tem suas consequências entre as nações. Não são poucos os negócios que são por ele influenciados; ao mesmo tempo em que eventuais ajustes realizados fora das fronteiras dos EUA acabam repercutindo em seu interior. Ao que tudo indica, há uma interação mútua entre o padrão monetário de aceitabilidade universal e as moedas estrangeiras; tudo culminando numa espécie de "simbiose monetária".

Em decorrência dessa sua posição no cenário internacional, a oscilação no valor da moeda americana ganha importância singular, pois poderá afetar a condução dos negócios públicos em outras nações. Para entendermos suficientemente como esse processo se realiza é preciso que tenhamos em mente algumas premissas básicas.

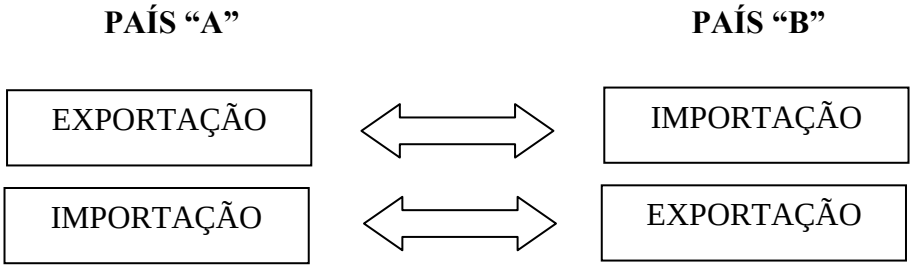
Primeiramente, sabemos através de estudos econômicos que em qualquer país há uma estreita ligação entre (1) o valor da moeda nacional e (2) o volume de suas exportações e importações. Quanto mais a moeda nacional se desvaloriza maiores serão as exportações e menores as importações. A valorização da moeda nacional provoca um efeito inverso: estimula as importações e desestimula as exportações.

Sabemos também que as exportações de um país correspondem às importações de outro, de tal forma que ambas estão intimamente interligadas. Essa conexão acaba gerando uma interdependência entre as nações de tal forma que a elevação no volume das exportações de um país inevitavelmente produzirá o aumento das importações de outro,

e vice-versa. Essa regra vale também para as situações de reduções nas exportações e importações entre as nações.

Em suma, as exportações de um país para outro corresponderá às importações deste para aquele, e vice-versa. O mesmo vale para as suas importações. A Figura 1 ilustra essa situação:

FIGURA 1 – Interdependência do Comércio Exterior



Quando contemplamos essas premissas no contexto dos EUA veremos que elas ganham um contorno diferenciado, já que sua moeda, em razão de sua predominância mundial, acaba condicionando os negócios de outros países.

Assim, uma eventual oscilação no valor do Dólar estimulará/desestimulará as importações e exportações dos EUA para o resto do mundo (País "A", acima). Ato contínuo, as nações que com ele transacionam serão inevitavelmente afetadas já que suas exportações/importações flutuarão na mesma direção (País "B", acima). Uma outra consequência, entretanto, será sentida.

Pelo fato de as importações/exportações do resto do mundo serem realizadas em dólares, o fenômeno da conversibilidade para a moeda nacional ou desta para a moeda americana fará com que o volume do padrão doméstico também seja afetado. Desta feita, a elevação no nível das importações no resto do mundo promoverá uma redução no volume da moeda doméstica em circulação no país importador; enquanto um incremento nas exportações provocará um efeito inverso. Na primeira situação o importador entregará suas disponibilidades em moeda nacional em troca de dólares

americanos; na segunda, entregará dólares em troca da moeda nacional. Haverá, portanto, uma contração e expansão, respetivamente, no estoque da moeda nacional.

Fortuna (2010), abordando essa particularidade, destaca o elo existente entre as gestões cambial e monetária. Para ele, a primeira se liga indiretamente à última sendo que a gestão cambial "atua mais diretamente sobre todas as variáveis relacionadas às transações econômicas do País com o exterior" (p. 64). É esse vínculo que possibilitará a gestão cambial impactar a gestão monetária, especialmente nos casos em que as variáveis cambiais promovam uma expansão da oferta monetária doméstica. Assim, segundo ele, a elevação nos níveis de estoque da moeda de reserva num país, decorrente do aumento de suas exportações e/ou dos investimentos estrangeiros é um bom exemplo disso.

Salvatore (2007) ressalta que a elevação da oferta monetária num país provoca, de imediato, a desvalorização de sua moeda nacional frente às moedas estrangeiras. Essa desvalorização, por sua vez seria acompanhada tanto pela melhoria de sua balança comercial - já que as exportações seriam estimuladas – quanto pela queda nas taxas de juros domésticas.

Krugman & Obstfeld (2010), analisando a adoção de medidas monetárias expansionistas sob um sistema de moeda de reserva – como o é o padrão-dólar atualmente – concluem que "a política monetária sob um sistema de moeda de reserva leva a uma assimetria básica: o país das reservas tem o poder de afetar sua própria economia, assim como as economias estrangeiras, usando a política monetária; enquanto isso, os outros bancos centrais são forçados a abandonar a política monetária como ferramenta de estabilização, portanto devem "importar" passivamente a política monetária do centro de reservas, devido ao compromisso de atrelar sua moeda à moeda de reserva. Por concentrar um poder econômico imenso nas mãos do país da moeda reserva, essa assimetria inerente ao sistema de reserva pode levar a disputas internas". (p. 365).

A "importação" da medida monetária a que se referem Krugman e Obstfeld resume-se no seguinte: quando o país da moeda de reserva injeta recursos na economia – como fizeram os EUA no Programa LSAP – suas taxas de juros internas caem em razão da desvalorização da moeda de reserva. Isso provocará uma procura pelas moedas

estrangeiras. O resto do mundo, por sua vez, a fim de conter a valorização de suas moedas será obrigado a também injetar recursos em sua economia mediante a compra da moeda de reservas. O efeito das compras será a expansão das moedas estrangeiras. Ou seja, a expansão monetária ocorrida no país da moeda de reserva acabará sendo "copiada" no resto do mundo.

Analisando a estrutura do Sistema Monetário Internacional sob o prisma desses autores, a condução dos negócios púbicos nos EUA – berço da moeda de reserva universalmente aceita na atualidade - acaba atravessando suas fronteiras e repercutindo no interior de outras nações. A resultante desse processo é que os rumos dos negócios públicos em outras partes do globo são afetados, expondo todo o sistema a vulnerabilidades.

O núcleo das discussões econômicas parece então girar em torno de uma problemática maior, de natureza genuinamente gerencial que, se não devidamente solucionada, continuará a funcionar como mola propulsora de incontáveis crises globais no futuro.

O Quadro 6 a seguir resume essas considerações:

Quadro 6 – Gestão monetária e cambial americana e suas relações com o resto do mundo

Fenômeno	**EUA**	**Resto do Mundo (*)**	**EUA**	**Resto do Mundo (*)**	
Desvalorização do Dólar	Redução da Importação	Redução da Exportação	Aumento da Exportação	Aumento da Importação	Redução(**) monetária
Valorização do Dólar	Aumento da Importação	Aumento da Exportação	Redução da Exportação	Redução da Importação	Elevação(**) monetária

(*) O resto do mundo aqui referido corresponde ao bloco de países observados (Brasil, Zona do Euro, China, África do Sul, Reino Unido, Índia e Japão)

(**) As reduções/elevações monetárias aqui indicados referem-se ao volume da moeda nacional em circulação

Fonte: elaboração própria

Concluída a etapa de apresentação da fundamentação teórica, segue o capítulo relacionado à parte mais importante de toda a pesquisa: a apresentação, análise e interpretação dos dados, de onde será deduzida a conclusão geral da investigação e respondidas as questões norteadoras, além de apontadas as limitações encontradas durante todo o levantamento, juntamente com as sugestões feitas pelo pesquisador.

CAPÍTULO IV

Apresentação, Análise e Interpretação dos Dados

CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

4.1 O Programa Large-Scale Asset Purchases – LSAP do governo americano (Compra de Ativos em Larga Escala)

A crise financeira de 2007 mergulhou a economia americana numa grave estagnação. O elevado índice de desemprego, conjugado com decréscimos no Produto Interno Bruto, levaram o governo americano - através do Fed - a adotar medidas que pudessem estimular o crescimento econômico e estabilizar o mercado financeiro.

Uma dessas medidas residiu na adoção do Programa de Compra de Ativos em Larga Escala ou Large-Scale Asset Purchases – LSAP. Por ele, o Fed passou a injetar vultosas somas de recursos no mercado doméstico americano, mediante a compra de títulos do Tesouro.

De acordo com o Relatório de operações domésticas do Mercado Aberto de 2010 (Federal Reserve Bank of New York, 2010), em julho de 2007, pouco antes do início da crise, o valor das participações no Sistema de Conta do Mercado Aberto americano (System Open Market Account – SOMA) alcançava US$ 791 bilhões de dólares, composto exclusivamente por títulos do Tesouro. No final de 2008 as detenções representadas por títulos americanos caíram para US$ 497 bilhões de dólares.

Segundo ainda aquele Relatório, ao término de 2008, o Comitê Federal de Mercado Aberto dos EUA (Federal Open Market Committee – FOMC) decidiu expandir as detenções em títulos nacionais para U$ 1,75 trilhões de dólares recorrendo, para tanto, ao Programa LSAP. Essas compras foram concluídas em março de 2010, época em que o valor dos ativos em carteira alcançou o montante de US$ 2,014 trilhões de dólares.

Todavia, no último quadrimestre de 2010, o lento aquecimento da economia americana fez com que o FOMC recorresse novamente ao mencionado Programa. Em decorrência, no mês de novembro daquele ano o Comitê anunciou a intenção de comprar mais US$ 600 bilhões de dólares em títulos nacionais o que elevou o total das detenções para US$ 2,6 trilhões de dólares. As aquisições foram iniciadas em novembro de 2010 e concluídas em junho de 2011.

Por se tratar de uma expansão monetária ocorrida no interior da economia americana sua repercussão ganha especial importância pois o padrão monetário envolvido na operação – o Dólar – é também o principal meio de pagamento internacional.

A Teoria Econômica nos ensina que a adoção de políticas monetárias expansionistas por um país – como o foi o Programa LSAP – traz inúmeras consequências. Uma dessas consequências é a desvalorização de sua moeda que, por sua vez, influencia o volume de suas exportações e importações (estimula suas exportações e desestimula as importações). Por outro lado, sabemos que as exportações de uma nação correspondem às importações de outra (e vice-versa). Ou seja, o comércio entre os países faz com que haja uma comunicabilidade entre eles. Em decorrência, expansões monetárias ocorridas numa nação acabam repercutindo noutra. O Quadro 6 apresenta essas relações.

Desta feita, a injeção de US$ 600 bilhões de dólares na economia americana apresenta-se como uma ótima oportunidade para avaliarmos, na prática, se a gestão monetária americana atravessa fronteiras, interfere na condução dos negócios em outros países, e os expõe a vulnerabilidades.

Nesse sentido, a investigação procurou analisar o impacto da gestão do Programa LSAP tanto nos EUA quanto no resto do mundo. Essa análise percorreu 04 (quatro) etapas e buscou identificar:

1 – Vínculos entre o referido Programa e a cotação da moeda americana frente às principais moedas estrangeiras;

2 – Relações entre a oscilação do valor do Dólar e as importações e exportações americanas;

3 – Relações entre as importações/exportações dos EUA e as importações/exportações do resto do mundo;

4 - Relações entre as importações/exportações do resto do mundo e a gestão de seu mercado cambial, monetário, seu nível de endividamento externo e sua capacidade de pagamento.

Conquanto a matéria analisada tenha sido genuinamente de natureza econômica, nossas análises pautaram-se por pontos de vista preponderantemente gerenciais, no sentido de avaliar a repercussão do Programa LSAP para fora do território americano. Em

consequência, não foi nossa preocupação analisar se a política expansionista guardou ou não correlação com os motivos que levaram o Fed a expandir sua carteira de títulos americanos. Igualmente, o estudo da eficácia do Programa não integrou o escopo de nossa investigação.

Dado que a ação de um agente econômico repercute no comportamento dos demais, e que as inúmeras variáveis macroeconômicas acabam traduzindo *tendências* desses comportamentos, nossa preocupação primeira no processo investigativo foi - a partir do conjunto das variáveis estudadas - colher subsídios para avaliar se a moeda americana, enquanto padrão monetário universalmente aceito, expôs a gestão do Sistema Monetário Internacional a vulnerabilidades. Essa foi a tônica principal do trabalho.

4.2 Impacto do Programa LSAP sobre a Gestão cambial dos EUA

Para identificarmos eventuais vínculos entre o referido Programa e a cotação da moeda americana frente às principais moedas estrangeiras, observamos a cotação do Dólar frente a algumas das mais importantes moedas do mundo. Para tanto, foram selecionados 06 (seis) países: Brasil, Japão, Índia, China, Reino Unido e África do Sul. Além desses, também os países da Zona do Euro foram incluídos na amostra. O período de observação coincidiu com o tempo de vigência do Programa LSAP, isto é, estendeu-se de 01/11/2010 a 30/06/2011.

Nosso objetivo foi identificar possíveis relações entre a expansão monetária americana – proporcionada pelo Programa - e eventuais oscilações no valor do Dólar. Para o estudo, foram levados em consideração os ensinamentos de Salvatore, Fortuna, Krugman e Obstfeld. As observações foram realizadas no curto prazo já que a duração do Programa LSAP não ultrapassou o período de um ano[4].

Os países selecionados não foram escolhidos ao acaso. No ano de 2011 eles responderam por 47,45% do PIB mundial. Portanto, a amostra é representativa. O Quadro 7 detalha essa informação:

[4] O Programa durou 08 (oito) meses.

Quadro 7 – PIB mundial - 2011

PAÍS	PRODUTO INTERNO BRUTO		
	Valores absolutos (em bilhões de dólares**)**	**Valores relativos (%)**	
Brasil	2.492	3,46	**47,45**
Zona do Euro	13.114	18,65	
Japão	5.866	8,37	
Índia	1.826	2,51	
China	7.298	10,43	
Reino Unido	2.431	3,46	
África do Sul	0,408	0,57	
Demais países	36.464	**52,55**	
Mundo	69.899	**100**	

Fonte: Fundo Monetário Internacional

Foram coletadas todas as taxas de câmbio registradas diariamente para cada uma das moedas, a saber, o Real (Brasil), o Euro (Zona do Euro), o Yene (Japão), a Rupia (Índia), o Yuan (China), a Libra Esterlina (Reino Unido) e o Rand (África do Sul). As cotações foram colhidas no banco de dados do Federal Reserve de Nova York e totalizaram 1.169 registros, ou seja, 167 por moeda. A fim de avaliarmos as valorizações/desvalorizações das moedas estrangeiras frente ao dólar, dividimos as cotações em dois grupos em cada país observado.

De um lado, colocamos as desvalorizações cambiais das moedas estrangeiras em relação à moeda americana, isto é, as taxas de câmbio com valores iguais ou superiores à cotação da moeda nacional frente à moeda dos EUA em 01/11/2010; e, de outro, as valorizações cambiais, ou seja, as cotações que apresentaram valores inferiores à taxa de câmbio das moedas estrangeiras em relação ao Dólar em 01/11/2010.

Essa metodologia nos permitiu quantificar o número total de desvalorizações e valorizações ocorridas no período para cada moeda observada. No estudo, escolhemos a cotação do valor cambial registrado em 01/11/2010 em todos os países pesquisados porque foi esta a primeira cotação identificada no mês de início do Programa LSAP (novembro/2010). Nosso propósito foi apresentar como a moeda nacional estava cotada em relação à moeda americana numa data-limite antes da vigência do referido Programa. A partir dessa data-limite quantificamos o número de desvalorizações/valorizações sofridas por cada moeda estrangeira. Foram identificados, ao todo, 1.169 registros. O resultado dessas observações consta no Quadro 8:

Quadro 8 – Incidências das taxas de câmbio por país – Novembro (2010) a Junho (2011)

PAÍS	**TAXAS DE CÂMBIO (*)**	
	Desvalorizações (**)	Valorizações (***)
Brasil (1)	20	147
Zona do Euro (2)	89	78
Japão (3)	147	20
Índia (4)	145	22
China (5)	1	166
Reino Unido (6)	103	64
África do Sul (7)	40	127
Total	**545**	**624**

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Federal Reserve Bank of New York

(*) As valorizações e desvalorizações das moedas estrangeiras foram tomadas em relação às taxas de câmbio registradas em 01/11/2010 em cada um dos países observados: **(1)** Brasil (**US$1/R$1,7042**); **(2)** Zona do Euro (**US$1/€1,3888**); **(3)** Japão (**US$1/¥80,6600**); **(4)** Índia (**US$1/Rp 44,3600**); **(5)** China

(**US$1/CNY6,6892**); **(6)** Reino Unido (**US$1/£1,6050**); **(7)** África do Sul (**US$1/R7,0050**).

(**) As desvalorizações das moedas estrangeiras (valorizações do Dólar) corresponderam às taxas de câmbio que apresentaram valores iguais ou superiores à cotação da moeda nacional frente ao Dólar em 01/11/2010.

(***) As valorizações das moedas estrangeiras (desvalorizações do Dólar) corresponderam às taxas de câmbio que apresentaram valores inferiores à cotação da moeda nacional frente ao dólar em 01/11/2010.

O Quadro 9 apresenta as incidências mensais das taxas de câmbio em cada um dos países observados:

Quadro 9 – Incidências mensais das taxas de câmbio nos países selecionados – Novembro (2010) a Junho (2011)

Mês	Critério (*)	Países						
		Brasil (1)	Zona do Euro (2)	Japão (3)	Índia (4)	China (5)	Reino Unido (6)	África do Sul (7)
nov/10	Desvalorizações (**)	14	6	19	14	1	9	9
	Valorizações (***)	6	14	1	6	19	11	11
dez/10	Desvalorizações (**)	6	0	21	21	0	0	1
	Valorizações (***)	15	21	0	0	21	21	20
jan/11	Desvalorizações (**)	0	0	20	20	0	0	8
	Valorizações (***)	20	20	0	0	20	20	12
fev/11	Desvalorizações (**)	0	0	19	19	0	17	17
	Valorizações (***)	19	19	0	0	19	2	2
mar/11	Desvalorizações (**)	0	19	21	23	0	17	2
	Valorizações (***)	23	4	2	0	23	6	21
abr/11	Desvalorizações (**)	0	21	21	7	0	21	0
	Valorizações (***)	21	0	0	14	21	0	21
mai/11	Desvalorizações (**)	0	21	19	19	0	21	3
	Valorizações (***)	21	0	2	2	21	0	18
jun/11	Desvalorizações (**)	0	22	7	22	0	18	0
	Valorizações (***)	22	0	15	0	22	4	22

Fonte: Federal Reserve Bank of New York

(*) As valorizações e desvalorizações das moedas estrangeiras foram tomadas em relação às taxas de câmbio registradas em 01/11/2010 em cada um dos países observados: **(1)** Brasil (**US$1/R$1,7042**); **(2)** Zona do Euro (**US$1/€1,3888**); **(3)** Japão (**US$1/¥80,6600**); **(4)** Índia (**US$1/Rp 44,3600**); **(5)** China (**US$1/CNY6,6892**); **(6)** Reino Unido (**US$1/£1,6050**); **(7)** África do Sul (**US$1/R7,0050**).

(**) As desvalorizações das moedas estrangeiras (valorizações do Dólar) corresponderam às taxas de câmbio que apresentaram valores iguais ou superiores à cotação da moeda nacional frente ao Dólar em 01/11/2010.

(***) As valorizações das moedas estrangeiras (desvalorizações do Dólar) corresponderam às taxas de câmbio que apresentaram valores inferiores à cotação da moeda nacional frente ao dólar em 01/11/2010.

Analisando os dados apresentados no Quadro 8 verificamos que houve alternância entre as valorizações e desvalorizações das moedas estrangeiras frente à moeda americana em todos os países observados. A análise nos permitiu identificar, contudo, que em algumas nações o número de valorizações superou o de desvalorizações; enquanto em outras ocorreu exatamente o inverso.

Consoante apresentado no referido Quadro, o número das valorizações das moedas estrangeiras (**desvalorizações do Dólar**) superou suas desvalorizações (**valorizações do Dólar**) no Brasil: 147 valorizações contra 20 desvalorizações; na China: 166 valorizações contra apenas 01 desvalorização; e na África do Sul: 127 valorizações contra 40 desvalorizações. O oposto ocorreu na Zona do Euro: 89 desvalorizações contra 78 valorizações; no Japão: 147 desvalorizações contra 20 valorizações; na Índia: 145 desvalorizações contra 22 valorizações; e no Reino Unido: 103 desvalorizações contra 64 valorizações. Ou seja, foram as moedas dos países emergentes que mais se valorizaram frente ao Dólar americano (quantitativamente falando); ao passo que em todas as moedas das economias avançadas as desvalorizações foram quantitativamente maiores que as valorizações no período observado. A exceção entre os países emergentes foi a Rupia indiana que, ao contrário destes, comportou-se como as moedas das economias avançadas, isto é, o número de suas desvalorizações superou suas valorizações.

Em termos percentuais, os dados apresentados no Quadro 8 nos dão uma outra dimensão das valorizações e desvalorizações ocorridas.

Por esse critério, o número de vezes que a moeda brasileira se valorizou frente à moeda americana correspondeu a 88,02% dos casos (147/167). Já o Yuan (China) valorizou-se em 99,40% (166/167), enquanto a incidência de valorizações do Rand (África do Sul) alcançou 76,04% (127/167).

Por outro lado, o Euro experimentou desvalorizações em 53,29% dos casos (89/167); o Yen (Japão), em 88,02% (147/167), a Libra Esterlina (Reino Unido), em 61,67% (103/167) e a Rupia (Índia), em 86,82% (145/167). Nota-se claramente um equilíbrio no mercado cambial da Zona do Euro frente ao Dólar, isto é, em 53,29% dos casos ele sofreu desvalorizações enquanto em 46,71% houve valorizações.

Comparativamente, a média das valorizações das moedas estrangeiras superou a média das desvalorizações nos dois blocos de países observados. As primeiras corresponderam a 87,82%[5] enquanto as últimas a 72,45%[6]. Isso significa que, de uma maneira geral, as moedas estrangeiras apresentaram uma tendência à valorização frente à moeda americana no período de realização do Programa LSAP. Ou seja, houve desvalorização do Dólar na vigência do Programa.

Essa tendência à depreciação da moeda dos EUA também é confirmada quando consideramos o número total das taxas de câmbio observadas (1.169).

Por essa ótica, em 53,37% desse universo (624) foi identificada a valorização da moeda estrangeira (desvalorização da moeda americana); ao passo que sua depreciação respondeu por 46,63% dos registros (545). Em outras palavras, considerando a totalidade das cotações observadas, o Dólar se desvalorizou frente às moedas estrangeiras em mais da metade dos casos.

Desta feita, se analisarmos os resultados alcançados também sob esse critério, nossas conclusões encontrarão ressonância nas considerações de Salvatore (2007) acerca do reflexo de uma expansão monetária no valor cambial da moeda do país que promove a expansão. Segundo ele, as medidas monetárias expansionistas – como o foi o Programa LSAP – promovem uma desvalorização do padrão monetário doméstico no curto prazo.

Em suma, no estudo presente, foi constatada a predominância da desvalorização da moeda americana em três situações:

- **Quando analisamos a quantidade de registros por bloco de países selecionados**: no primeiro bloco de países (considerados como países emergentes) - Brasil, China e África do Sul - verificamos que a valorização da moeda doméstica foi quantitativamente maior que o número de suas desvalorizações: Brasil (147 valorizações contra 20 desvalorizações); China (166 valorizações contra 01 desvalorização) e África do Sul (127 valorizações contra 40 desvalorizações). Essa tendência não se confirmou no segundo bloco de nações observadas - países da Zona do Euro, no Japão, no Reino Unido e na Índia - nos quais ocorreu um processo exatamente inverso, isto é, o número

[5] 88,02 + 99,40 + 76,04/3= 87,82%.
[6] 53,29 + 88,02 + 61,67 + 86,82/4 = 72,45%

de desvalorizações sofridas pelas moedas desses países foi quantitativamente maior que suas valorizações: Zona do Euro (78 valorizações contra 89 desvalorizações); Japão (20 valorizações contra 147 desvalorizações); Reino Unido (64 valorizações contra 103 desvalorizações) e Índia (22 valorizações contra 145 desvalorizações) .

A Índia foi o único país emergente cuja moeda apresentou comportamento similar às das economias avançadas.

- **Quando analisamos os percentuais dos dados de forma comparativa**: a média das desvalorizações percentuais do Dólar no Brasil, na China e na África do Sul (87,82%) superou a média de suas valorizações (72,45%) na Zona do Euro, no Japão, na Índia e no Reino Unido.

- **Quando analisamos o número total de taxas de câmbio registradas**: em 53,37% das 1.169 taxas de câmbio registradas (624) foi identificada a desvalorização da moeda americana; ao passo que sua valorização respondeu por 46,63% dos registros (545).

Apenas no bloco de países representado pela Zona do Euro, Japão, Reino Unido e Índia foi verificado um contexto diverso, ou seja, prevaleceu a valorização da moeda americana frente às moedas estrangeiras.

Por todo o exposto, verificamos que a gestão monetária americana – representada aqui pelo Programa LSAP – impactou sua própria gestão cambial na medida em que contribuiu para que o Dólar se desvalorizasse, maioritariamente, frente às moedas estrangeiras, fato que confirma as considerações feitas por Salvatore (2007), consoante já outrora mencionado.

Os resultados apresentados nos permitem concluir ainda que a gestão cambial dos países selecionados foi impactada pelo Programa LSAP dos EUA, o que confirma a primeira das hipóteses formuladas na presente investigação segundo a qual a gestão cambial do resto do mundo é afetada pelas gestões monetária e cambial americanas. Isso ocorreu principalmente pelo fato de o Dólar servir de referência para a grande maioria das moedas no mundo.

Assim, ao promoverem a queda do valor da moeda americana os EUA acabaram interferindo na administração cambial dos demais países, pois alterou o valor das paridades. É certo, porém, que o Programa LSAP não perseguiu explicitamente essa

meta, isto é, a desvalorização do Dólar. Conforme aludimos, seu objetivo era injetar (vultosas) somas de recursos na economia americana e tentar aquecê-la. Essa iniciativa, todavia, conquanto legítima sob o ponto de vista doméstico, não repercutiu positivamente na administração cambial dos países selecionados já que trouxe como "efeito colateral" uma tendência à valorização das moedas estrangeiras[7]. Isso é um dado preocupante sob o ponto de vista sistêmico e gerencial, pois os países afetados poderão ter que alterar - ou mesmo ter que abandonar - as linhas de seus objetivos nacionais para solucionarem eventuais problemas decorrentes da valorização excessiva de suas moedas frente à moeda americana. Ora, dependendo do momento em que os governos estrangeiros estejam atravessando – cultural, social, econômico – o fato pode gerar inúmeros desdobramentos podendo mesmo servir de estopim para desencadear crises e desequilíbrios como os registrados na atualidade.

Mais especificamente em relação aos países emergentes, estes terão que lidar com um problema adicional: a perda de competitividade de seus produtos no mercado internacional, o que pode comprometer-lhes o processo de desenvolvimento e crescimento sócio-econômico. Essa perda decorre da natural elevação no preço dos produtos motivada pela valorização de suas moedas frente ao Dólar. Ou seja, tais países poderão ter que adotar políticas que possam, de alguma forma, atenuar ou mesmo suprimir as consequências negativas daí decorrentes.

É oportuno destacar que o movimento das taxas de câmbio na situação em análise foi determinado por uma política governamental intervencionista e não propriamente pelas forças do mercado. Insurgindo-se contra essa estrutura de gerenciamento Mark Carney proclama que eram estas últimas é que deveriam determinar o movimento cambial (Carney, 2011). Tal, contudo, não ocorreu. O motivo é que o modelo atual de gestão das finanças internacionais - ancorado num padrão monetário doméstico - favorece o aparecimento de anomalias como a tratada no presente estudo de caso.

Ou seja, a condição do Dólar como padrão monetário mundialmente aceito confere aos EUA um poder imenso sobre os demais países, em especial, àqueles que com eles se

[7] Essa valorização somente não prevaleceu, conforme vimos, em relação à Índia, aos países da Zona do Euro, ao Japão e ao Reino Unido.

relacionam comercialmente. Essa condição permite que os EUA promovam desequilíbrios externos todas as vezes que tentam corrigir seus próprios desequilíbrios.

Por conta disso, urge que repensemos o atual modelo de gestão. A adoção de um padrão monetário neutro já seria uma iniciativa de boa medida nesse sentido, já que não estaria sujeito às mesmas limitações, consequências e inconvenientes do modelo atual.

4.3 Gestão e comportamento da Balança Comercial americana

Ultrapassada essa etapa, e a partir do resultado colhido, resta investigar em que grau a desvalorização da moeda americana estimulou/desestimulou as importações/exportações dos EUA para os países selecionados, bem assim, de que maneira cada país foi afetado. Conforme retratado no Quadro 6, há uma estreita relação [8]entre a oscilação no valor do Dólar e o nível do comércio americano com os países que com ele mantém relações comerciais. São dois lados de uma mesma moeda. Daí a necessidade de avaliarmos o comportamento da balança comercial dos EUA com o grupo de países selecionados no período de vigência do Programa LSAP.

O Dólar, ao desvalorizar-se, estimula as exportações dos EUA e inibe suas importações. Por outro lado, os países que com ele mantém relações comerciais experimentarão, respectivamente, um estímulo em suas importações e um desestimulo nas suas exportações. Isso é decorrente da interdependência do comércio entre as nações, retratada na Figura 1. Portanto, qualquer política americana que conduza à desvalorização de sua moeda causa um efeito estupendo não apenas no território americano mas também em todas as nações que com ele se relacionam comercialmente, ora estimulando, ora desestimulando o comércio desses países.

Para realizarmos essa pesquisa procedemos ao levantamento do volume dos bens e serviços transacionados entre a economia americana e os países selecionados no período de vigência do Programa LSAP. Os dados coletados foram dispostos nos Quadros 10 e 11.

---

[8] Essa relação não existe apenas nos EUA. Ela é verificada em todos os países do mundo, conforme registra a Teoria Econômica.

No Quadro 10 constam os dados referentes às importações e exportações de bens e serviços dos EUA para o Brasil, a China e a África do Sul; enquanto no Quadro 11 os destinados ao Japão, ao Reino Unido, à Zona do Euro e à Índia.

Alocamos os dados em quadros distintos porque a expansão monetária americana, conforme vimos, provocou efeitos diversos nos dois blocos de países observados, ou seja, predominou a desvalorização cambial do Dólar em relação ao Brasil, à China e à África do Sul; e a valorização da moeda americana quanto aos países da Zona do Euro, ao Japão, à Índia e ao Reino Unido. A montagem dos Quadros 10 e 11 teve as seguintes orientações.

Primeiramente, registramos o volume das importações e exportações americanas para cada país (**colunas "Importação" e "Exportação"**). Tomando por base o quarto trimestre de 2010[9] - que foi o período em que o Programa LSAP teve início - calculamos o valor percentual (**colunas "%"**) dos sucessivos acréscimos/decréscimos nas importações/exportações ocorridas nos dois primeiros trimestres de 2011 (**coluna "Período"**). Os decréscimos foram marcados com o sinal negativo enquanto os acréscimos com o sinal positivo. Os acréscimos significam que as importações/exportações aumentaram; enquanto os decréscimos indicam que houve queda nas importações/exportações. Tais variações foram calculadas com base no volume das importações/exportações ocorridas no quarto trimestre de 2010. Por isso marcamos esse período com o valor percentual "100%". As percentagens foram então traduzidas em pontos (**coluna "Pontos"**) de acordo com a metodologia de pontuação contida no Quadro 12.

Ambos os Quadros são apresentados a seguir:

Quadro 10 – Importação e Exportação dos EUA para o Brasil, a China e a África do Sul – Novembro (2010) a Junho (2011)

País	**Período**	**Importação (em milhões**	**%**	**Pontos**	**Exportação (em**	**%**	**Pontos**

[9] Não há disponibilização mensal do dados no Bureau Economic Analysis (dos EUA). Apenas trimestral e anualmente.

		de dólares)			**milhões de dólares)**		
Brasil	4º Tri/10	8.913	**100**	-	18.697	**100**	-
	1º Tri/11	9.005	**+1,03**	-1,03	19.025	**+1,75**	+1,75
	2º Tri/11	11.294	**+26,71**	-26,71	21.089	**+12,79**	+12,79
China	4º Tri/10	114.968	**100**	-	38.032	**100**	-
	1º Tri/11	100.610	**-12,48**	+12,48	36.417	**-4,24**	-4,24
	2º Tri/11	111.137	**-3,33**	+3,33	32.828	**-13,68**	-13,68
África do Sul	4º Tri/10	2.792	**100**	-	2.693	**100**	-
	1º Tri/11	2.733	**-2,11**	+2,11	3.317	**+23,17**	+23,17
	2º Tri/11	3.201	**+14,64**	-14,64	3.107	**+15,37**	+15,37
Total				**-24,46**	**Total**		**+35,16**

Fonte: Elaboração própria a partir do Bureau Economic Analysis (EUA)

Quadro 11 - Importação e Exportação dos EUA para o Japão, o Reino Unido, a Zona do Euro e a Índia – Novembro (2010) a Junho (2011)

País	**Período**	**Importação (em milhões de dólares)**	**%**	**Pontos**	**Exportação (em milhões de dólares)**	**%**	**Pontos**
Japão	4º Tri/10	55.680	**100**	-	32.437	**100**	-
	1º Tri/11	53.650	-3,64	+3,64	33.057	+1,91	+1,91
	2º Tri/11	47.529	-14,63	+14,63	32.965	+1,62	+1,62
Reino Unido	4º Tri/10	43.632	**100**	-	41.987	**100**	-
	1º Tri/11	38.505	-11,75	+11,75	41.445	-1,29	-1,29
	2º Tri/11	45.250	+3,70	-3,70	47.251	+12,53	+12,53
Zona do Euro	4º Tri/10	120.741	**100**	-	178.004	**100**	-
	1º Tri/11	119.546	-0,98	+0,98	174.576	-1,92	-1,92
	2º Tri/11	135.514	+12,23	-12,23	190.416	+6,97	+6,97
Índia	4º Tri/10	11.961	**100**	-	8.548	**100**	-
	1º Tri/11	12.266	+2,54	-2,54	8.877	+3,84	+3,84

	2º Tri/11	14.466	+20,94	-20,94	10.321	+20,74	+20,74
Total				**-8,41**	**Total**		**+44,40**

Fonte: Elaboração própria a partir do Bureau Economic Analysis (EUA)

Metodologia utilizada no cálculo da pontuação

O Quadro 12 apresenta a metodologia para o cálculo dos valores registrados nas colunas "Pontos" dos Quadros 10 e 11. O Quadro é apresentado a seguir. Na sequência, descrevemos o seu conteúdo.

Quadro 12 – Metodologia de cálculo do impacto da desvalorização/valorização do Dólar sobre as importações/exportações dos EUA

Fenômeno observado	Acréscimo/Decréscimo (%)	Pontuação
Desvalorização do Dólar (valorização da moeda estrangeira)	+ 1% ou fração (exportações)	+ 1 (ou fração)
	- 1% ou fração (importações)	+ 1 (ou fração)
Valorização do Dólar (desvalorização da moeda estrangeira)	+ 1% ou fração (importações)	- 1 (ou fração)
	- 1% ou fração (exportações)	-1 (ou fração)

Fonte: Elaboração própria

A primeira coluna do Quadro (da esquerda para direita) apresenta os dois fenômenos observados: a desvalorização e a valorização do Dólar. Na segunda coluna, discriminamos as duas modalidades de efeitos que cada um provoca nas importações e exportações americanas. As desvalorizações promovem, em regra, a elevação nas exportações e reduções nas importações. As valorizações, ao contrário, estimulam as importações e desestimulam as exportações. Essa orientação provém da Teoria econômica.

Para cada acréscimo de 1% nas exportações (ou fração) – vide a coluna **"Acréscimos/Decréscimos (%)"** - atribuímos um ponto positivo (ou fração) – vide a

coluna **“Pontuação”**. A mesma regra vale para cada decréscimo de 1% nas importações (ou fração).

De forma similar, a cada acréscimo de 1% nas importações (ou fração) – vide a coluna “Acréscimos/Decréscimos (%)” - atribuímos um ponto negativo (ou fração) – vide a coluna “Pontuação”. Essa regra também vale para cada decréscimo de 1% nas exportações (ou fração).

Nossa ideia foi atribuir um “peso” (positivo ou negativo) a cada acréscimo/decréscimo de 1% verificado nas importações/exportações americanas; levando-se em consideração o fato de as oscilações terem decorrido de valorizações ou desvalorizações cambiais experimentadas pela moeda americana e decorrentes da expansão monetária promovida pelo Programa LSAP.

Com base nessa metodologia, foi possível definirmos um ambiente objetivo o suficiente para avaliarmos o grau de impacto das constantes valorizações/desvalorizações da moeda americana sobre as sucessivas elevações/decréscimos no comércio de bens e serviços dos EUA com cada um dos países observados. Além disso, o método nos permitirá avaliar, ainda, se a gestão monetária americana ultrapassou suas fronteiras e interferiu nas gestões monetária e cambial de outras nações.

Importante esclarecer ainda que a atribuição dos sinais positivos/negativos não foi movida por qualquer juízo de valor. Ou seja, o fato de os acréscimos nas exportações e decréscimos nas importações terem sido marcados com o sinal positivo não significa que estamos considerando essas transações como “boas” ou “melhores” que os acréscimos e decréscimos verificados, respectivamente, nas importações e exportações. Em absoluto. Poderíamos mesmo adotar uma notação inversa e nada mudaria.

O recurso aos sinais opostos foi apenas um critério utilizado para diferenciarmos, quantificarmos e relacionarmos as sucessivas oscilações no comércio americano com o fenômeno da valorização/desvalorização de sua moeda.

Passemos à análise dos resultados apresentados.

Em relação ao primeiro grupo de países – Brasil, China e África do Sul – verificamos que, no cômputo geral, os estímulos às exportações e desestímulos às importações ocorreram em maior magnitude que os estímulos às importações e desestímulos às

exportações. Esse resultado é deduzido a partir da leitura dos pontos registrados no contexto das importações e exportações dos EUA, ambas objeto do Quadro 10. As primeiras apresentaram uma pontuação geral de -24,46; enquanto as últimas, + 35,16.

Conjugando esses resultados com os apresentados no Quadro 8 vemos que há coerência entre eles.

De acordo com o Quadro 8, o Dólar se desvalorizou frente às moedas desses países em 440 (quatrocentos e quarenta) oportunidades. Em apenas 61 (sessenta e uma) cotações foi identificada a valorização da moeda americana. À luz da Teoria Econômica, sabemos que as desvalorizações estimulam as exportações e desestimulam as importações domésticas. As valorizações, ao contrário, promovem um efeito inverso.

Ora, dado que a incidência das primeiras superaram as últimas é de se esperar que o efeito das desvalorizações (sinais positivos) se faça sentir de forma mais vigorosa que as valorizações (sinais negativos).

O Quadro 11 apresentou resultado similar ao Quadro 10.

Em relação ao Japão, Reino Unido, Zona do Euro e Índia, as importações dos EUA registraram -8,41 pontos contra + 44,40 pontos de suas exportações. Comparando-o com o resultado apresentado no Quadro 8, verificamos que há divergência entre ambos.

Conforme apresentado no Quadro 8, o Dólar se valorizou 484 (quatrocentos e oitenta e quatro) vezes frente às moedas desses países; contra 184 (cento e oitenta e quatro) desvalorizações. Analisando esse desempenho à luz da Teoria Econômica, era de se esperar que o resultado geral apresentado no Quadro 11 fosse maioritariamente negativo, isto é, que os estímulos às importações e desestímulos às exportações fossem superiores aos estímulos às exportações e desestímulos às importações. Contudo, não foi o que ocorreu. Nada obstante, os resultados colhidos nos dois grupos de países inclinam-se na mesma direção daquele apresentado no tópico precedente, isto é, que as desvalorizações da moeda americana se fizeram sentir de forma mais incisiva que suas valorizações.

Resta-nos agora analisar as implicações desse desempenho na Gestão e no comportamento da balança comercial dos países selecionados. É o que veremos a seguir.

4.4 Gestão e comportamento da balança comercial dos países integrantes da amostra (Brasil, China, Índia, África do Sul, Zona do Euro, Reino Unido e Japão)

Nessa etapa investigatória, procuramos analisar como as importações e exportações americanas atuam sobre as importações e exportações do resto do mundo[10]. A análise dessa relação também nos permitiu avaliar como (1) a gestão monetária do resto do mundo, (2) seu nível de endividamento e (3) sua capacidade de pagamento são influenciados pelo comércio exterior dos EUA.

Conforme visto no tópico precedente, nos dois blocos de países observados, o comércio dos EUA foi mais fortemente influenciado pela queda no valor do Dólar do que pelo número de vezes que ele se valorizou. Em decorrência, os efeitos das desvalorizações da moeda americana se fizeram sentir de forma mais incisiva que suas valorizações. Ora, a leitura desse comportamento à luz da Teoria econômica sugere que as exportações dos EUA estimularam as importações dos países investigados; ao mesmo tempo em que promoveu o declínio das exportações dessas nações, dada a queda nas importações americanas. Lembrando que tais relações encontram-se resumidas na Figura 1 desta investigação. Esse contexto nos permite extrair algumas importantes conclusões.

Primeiramente, que existiu uma pressão para que o volume das moedas em circulação nos países observados declinasse. O declínio é decorrente de um procedimento inerente às importações.

Para adquirirem bens e serviços dos EUA[11] os importadores dos países selecionados terão que dispor de dólares[12]. Sem esse requisito, não há como a operação ser realizada. A fim de adquirir os dólares de que necessitam os importadores oferecerão, em troca, suas disponibilidades em moeda nacional (reais, euros, yens, etc.). É precisamente nesse instante que o volume da moeda doméstica sofre redução, uma vez que a quantidade trocada sai de circulação, pois ingressam nos cofres dos bancos centrais. Com efeito,

---

[10] Estamos nos referindo aos países integrantes da amostra: Brasil, Zona do Euro, Reino Unido, África do Sul, Índia, China e Japão.

[11] Dada sua aceitabilidade universal, o Dólar é utilizado não apenas no comércio com os EUA, mas na grande maioria dos negócios entre os países.

[12] Essa regra vale para qualquer outra moeda nacional que fosse dotada de aceitabilidade universal, como o Dólar.

quanto maior o volume das importações de uma nação, menor igualmente será a quantidade de sua moeda em circulação.

A necessidade da troca ocorre justamente porque a moeda dos EUA possui aceitabilidade universal. Ela serve como uma intermediária de troca nos negócios internacionais entre quase todos os países do mundo. Daí sua denominação de *moeda de reserva*.

A redução funcionará como um complicador no modelo de gestão monetária dos países selecionados uma vez que ela, também por uma consequência lógica[13], conduzirá à valorização da moeda de tais países. Essa valorização, por sua vez, será traduzida pela elevação dos juros na economia; o que fatalmente interferirá nos rumos de seus objetivos e metas nacionais. A fim de evitar essa interferência, e retomar a paridade (perdida) de suas moedas, os governos terão que ampliar o volume de sua moeda em circulação, forçando-os a abandonarem sua meta original. Para tanto, poderão recorrer a qualquer instrumento que promova uma expansão monetária interna, a exemplo do que fez os EUA através do Programa LSAP. O resultado é que essas nações acabarão "copiando" a expansão monetária americana, o que confirma as observações feitas por Krugman & Obstfeld (2010) segunda a qual as expansões monetárias promovidas pelo país berço da moeda de reserva – no caso presente, os EUA - são "importadas" pelo resto do mundo. Além disso, a iniciativa confirma ainda a segunda das hipóteses formuladas nesta investigação segundo a qual a oscilação no valor do Dólar influencia a gestão monetária das nações estrangeiras.

Esta situação poderá ser agravada pela possibilidade de haver carência de dólares no bloco de países observados, motivada pelo declínio de suas exportações, ante à queda nas importações americanas.

É que pelo atual modelo de gestão das finanças públicas internacionais, as exportações funcionam como "portas de entrada" de dólares nas nações. Quanto maiores as exportações de um país, maior também será o volume da moeda americana em seu interior. Por outro lado, quedas nos níveis das exportações trarão decréscimos nas disponibilidades de dólares. O modelo ótimo de gestão procura então alcançar um ponto

[13] Estamos nos referindo a um dos postulados mais fundamentais da Ciência Econômica: quanto menor a quantidade de um produto ou serviço maior o seu valor.

de equilíbrio entre ambas as situações, a fim de que as nações possam sempre dispor de uma quantidade de dólares capaz de atender às suas necessidades de pagamento internacional.

No caso presente, as exportações dos países selecionados declinaram o que reduziu o volume de ingresso da moeda americana em seus territórios.

Essa carência, por sua vez, concorrerá para a valorização da moeda americana frente às moedas dos países selecionados[14], o que pode levar o governo dessas nações a alterarem os rumos de sua gestão cambial, a fim de trazer o valor da moeda dos EUA a níveis satisfatórios em seus territórios. Para alcançar esse objetivo a saída será recorrer a um mecanismo consagrado pelo Sistema de Bretton Woods. Por ele, os bancos centrais calibram a paridade de suas moedas em relação ao Dólar recorrendo à compra ou venda da moeda americana, dependendo de suas necessidades, exatamente por ser ela um padrão mundialmente aceito. Na situação em análise, os bancos centrais terão que vender dólares utilizando-se de suas reservas cambiais. Ocorre que ao fazê-lo eles ficarão expostos a vulnerabilidades, pois o estoque de reservas declinará na mesma proporção, comprometendo sua capacidade de pagamento.

Noyer (2011), muito a propósito, lembra que as reservas internacionais funcionam como um "amorteceder" contra as saídas abruptas de capitais especulativos. São elas que dão segurança às nações pois conferem-lhes capacidade de pagamento. Com efeito, torna-se delicada a situação de um país que já não possa mais dispor de um nível aceitável de reservas internacionais o que só confirma uma das hipóteses formuladas no presente processo investigatório pela qual o comércio dos EUA influencia a liquidez internacional, é dizer, a capacidade de pagamento das nações.

Se não puderem contar com suas reservas, a solução para a aquisição dos dólares será o endividamento. Para tanto, poderão recorrer a empréstimos no mercado internacional privado ou obter linhas de financiamento junto ao Fundo Monetário Internacional. Qualquer que seja a solução escolhida, entretanto, certamente que ela trará inconvenientes, já que comprometem o grau de endividamento dos países envolvidos

[14] Foi o que aconteceu nos países da Zona do Euro, Japão, Índia e Reino Unido, consoante demonstra o Quadro 8.

perante a comunidade internacional, tornando-os vulneráveis. Confirma-se, desta feita, outra hipótese aqui formulada pela qual o Dólar contribui para elevar o nível de endividamento externo dos países.

Outro fato importante que extraímos do conjunto dos dados apresentados é que a moeda americana acabou funcionando – a maneira de um vetor - como meio transmissor dos desequilíbrios dos EUA ao resto do mundo, o que confirma a quinta e última hipótese dessa pesquisa.

Sendo um padrão monetário universalmente aceito o Dólar acaba servindo de "ponte" entre os EUA e os países estrangeiros. Ocorre que como qualquer outra nação, o país pode se vê diante de problemas domésticos, exigindo-lhe pronta atuação. Nessas circunstâncias, será legítima a adoção de qualquer medida que venha a suprimir ou mesmo aliviar suas dificuldades. E é precisamente aqui que reside o grande diferencial entre uma nação "comum", que não desfrute do privilégio de ser o berço da moeda de aceitabilidade universal; e os EUA, país que de longa data é detentor dessa prerrogativa.

Qualquer providência adotada por uma nação "comum" em seu modelo de gestão não repercutirá tão fortemente no cenário internacional quanto as medidas tomadas pelo governo americano. E isso não decorre simplesmente de seu poderio político e econômico. Em absoluto. Ela é fruto do fato de sua moeda ocupar um lugar de destaque no cenário internacional, manifestada através da valorização/desvalorização da moeda americana.

Assim, uma simples oscilação em seu valor causa um efeito brutal em várias partes do mundo. Tudo em decorrência de o Dólar servir de referência para a quase totalidade das nações. O problema é que boa parte das flutuações no valor da moeda americana decorre de medidas econômicas tomadas pelo governo dos EUA. O Programa LSAP é um bom exemplo disso. Conforme vimos, sua implementação derrubou o valor do Dólar e com ele uma sequência de efeitos foi sentida tanto no plano interno quanto no nível internacional. Logicamente que um modelo de gestão estruturado nestas bases não oferece a garantia, a estabilidade e a segurança necessárias ao desenvolvimento das instituições. Ao contrário. Semeia dúvida, desconfiança, medo e incerteza. Numa palavra, gera vulnerabilidades.

Com essas considerações, finalizamos a apresentação, análise e interpretação dos dados de nossa investigação. Resta-nos agora expor os resultados alcançados frente aos objetivos pretendidos, as limitações encontradas ao longo de toda a pesquisa e as sugestões de aprofundamento nas futuras investigações que venham a ter, ainda que indiretamente, alguma relação de complementariedade com o presente levantamento.

CAPÍTULO V

Conclusão, Considerações Finais e Recomendações

CAPÍTULO V – CONCLUSÃO, CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÃO

5.1 Conclusão

O objetivo geral da presente investigação foi identificar vulnerabilidades no atual modelo de gestão do Sistema Monetário Internacional a partir da investigação do Padrão-Dólar.

A fim de alcançar esse objetivo geral, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

1. Investigar como as gestões monetária e cambial americanas afetam as políticas monetária e cambial do resto do mundo;

2. Avaliar como uma valorização/desvalorização excessiva do dólar afeta as gestões monetária e cambial dos demais países;

3. Analisar como o dólar influencia a gestão da dívida pública externa dos demais países;

4. Descrever como os déficits nas transações correntes americanas interferem na gestão dos níveis de liquidez ternacional;

5. Analisar como os desajustes verificados na economia americana são transmitidos ao resto do mundo por intermédio do dólar.

A partir desses objetivos procedemos ao levantamento dos dados cujos resultados são apresentados a seguir:

A) Comportamento das gestões monetária e cambial americanas em relação às políticas monetária e cambial do resto do mundo: a investigação nos permitiu constatar que a adoção de políticas monetárias expansionistas pelo governo americano atua sobre a gestão cambial dos países estrangeiros. Tais ferramentas, conquanto legitimamente admitidas como instrumentos de governo, podem interferir nos modelos de gestão cambial e monetário - nessa ordem - adotados pelo grupo de países selecionados para análise: Brasil, Zona do Euro, Reino Unido, Índia, África do Sul, China e Japão.

Na pesquisa, a influência da gestão monetária americana se fez presente em duas oportunidades: ao gerir a quantidade de dólares em circulação na economia americana; e por ocasião da administração de seu valor frente às moedas estrangeiras. Os estudos revelaram ainda que essa interferência ocorreu de forma indireta, isto é, através de oscilações no valor do Dólar.

Acompanhamos a evolução das paridades cambiais de seis países frente à moeda americana: Brasil, China, África do Sul, Japão, Índia e Reino Unido. Além desses, observamos também a paridade cambial dos países da Zona do Euro.

O comportamento das paridades cambiais ocorreu de forma concomitante à realização do Programa LSAP, destinado a elevar os níveis de produção, consumo, emprego e renda da economia dos EUA. O Programa injetou 600 bilhões de dólares no setor privado americano, mediante a compra de títulos públicos pelo Fed. Sua realização deu-se entre novembro de 2010 e junho de 2011.

Verificamos que a implementação do referido Programa – de característica nitidamente expansionista - impactou, primeiramente, a gestão cambial dos EUA fazendo com que o valor do Dólar oscilasse frente às moedas dos países selecionados. Essa oscilação cambial, por sua vez, interferiu na gestão do mercado de câmbio dos mencionados países sendo motivada, fundamentalmente, pelo fato de o Dólar servir de referência para as principais moedas no mundo.

A oscilação cambial frente à moeda americana se fez sentir diferentemente entre os países observados. De uma maneira geral, prevaleceu a valorização das moedas estrangeiras (desvalorização da moeda americana). Isso foi constatado em três situações.

Primeiramente, as moedas do Brasil, China e África do Sul valorizaram-se numa proporção maior que suas desvalorizações no período observado: Brasil (147 valorizações contra 20 desvalorizações); China (166 valorizações contra 01 desvalorização) e África do Sul (127 valorizações contra 40 desvalorizações). Esse comportamento não ocorreu no segundo bloco de nações observadas - países da Zona do Euro, no Japão, no Reino Unido e na Índia.

Nestes, identificamos um processo diametralmente oposto, ou seja, o número de desvalorizações sofridas pelas moedas desses países foi quantitativamente maior que suas valorizações: Zona do Euro (78 valorizações contra 89 desvalorizações); Japão (20 valorizações contra 147 desvalorizações); Reino Unido (64 valorizações contra 103 desvalorizações) e Índia (22 valorizações contra 145 desvalorizações).

Outro importante resultado refere-se à média das valorizações/desvalorizações observada nos dois grupos de países.

O percentual médio das valorizações ocorridas no primeiro bloco de países (Brasil, China e África do Sul) foi superior ao percentual médio verificado nas desvalorizações do segundo bloco (países da Zona do Euro, Japão, Índia e Reino Unido). No primeiro grupo o percentual foi de 87,82% enquanto no segundo grupo, de 72,45%. Esse resultado demonstra uma tendência à valorização das moedas estrangeiras.

Por último, quando analisamos a oscilação do valor da moeda americana na totalidade do número das taxas de câmbio observadas – 1.169 registros ao todo -, também verificamos que houve predomínio da valorização das moedas estrangeiras frente ao Dólar. Nesse sentido, as moedas estrangeiras desvalorizaram-se em 53,37% dos registros cambiais (624/1.169), ou seja, em mais da metade das oscilações.

A partir dos resultados apresentados concluímos que as moedas dos países emergentes – exceção da Índia – foram mais suscetíveis a valorizações que as moedas das economias avançadas, notadamente desvalorizadas no período observado. Isso é um dado preocupante pois pode representar um obstáculo a mais para o crescimento e desenvolvimento sócio-econômico das nações emergentes, uma vez que seus produtos perdem competitividade no mercado internacional.

Sob o ponto de vista sistêmico e gerencial, igualmente, o cenário também não é dos mais favoráveis pois tais países poderão ter que alterar - ou mesmo ter que abandonar - as linhas de seus objetivos nacionais para solucionarem eventuais problemas decorrentes da valorização excessiva de suas moedas frente à moeda americana. Ora, dependendo do momento em que os governos desses países estejam atravessando – cultural, social, econômico – o fato pode gerar inúmeros desdobramentos, podendo

mesmo servir de estopim para desencadear crises e desequilíbrios como os registrados na atualidade.

Por outro lado, os dados revelam ainda uma situação mais confortável dos países avançados já que suas moedas responderam de maneira mais positiva às oscilações da moeda americana. A tendência à desvalorização expõe claramente esse fato.

Ao contrário das nações emergentes, seus produtos ganharam mais competividade no comércio internacional o que pode representar mais produção, consumo, renda e empregabilidade nesses países; e certamente contribuirá para elevar o seu padrão sócio-econômico no mundo globalizado. Nesse sentido, concluímos que os países avançados possuem mais condições de lidar com gestões monetárias expansionistas desencadeadas pelo governo americano do que as economias emergentes.

B) Comportamento das gestões monetária e cambial estrangeiras em relação à valorização/desvalorização do Dólar: no período de vigência do Programa LSAP foi verificado que as exportações dos EUA para o grupo de países observados cresceram numa proporção maior que suas importações (provenientes desses países). O resultado é coerente quando o analisamos no contexto do comportamento cambial da moeda americana frente às moedas daquelas nações.

Conforme apresentado no tópico precedente, o Dólar experimentou desvalorizações proporcionalmente maiores que suas valorizações. Isso explica o melhor desempenho das exportações americanas no período de vigência do Programa LSAP.

Dada a interdependência do comércio internacional, o desempenho positivo das exportações dos EUA acabou alavancando, na mesma proporção, as importações dos países selecionados. O incremento nas importações desses países poderá provocar, por sua vez, uma corrida dos importadores para disporem de dólares. Essa demanda ocorre justamente porque a moeda dos EUA possui aceitabilidade universal, funcionando como intermediária nos negócios internacionais. A aquisição de dólares se dará contra a entrega da moeda nacional provocando a redução da oferta monetária nesses países. A redução fará com que a taxa de juros da economia se eleve o que fatalmente interferirá nos rumos dos objetivos nacionais. A fim de anular ou atenuar essa interferência, os governos estrangeiros terão que ampliar o volume de sua moeda. Para tanto, poderão

recorrer a qualquer dos instrumentos de política monetária que promova a expansão das disponibilidades da moeda nacional (a exemplo do que fez os EUA através do Programa LSAP). Precisamente aqui reside o liame entre a oscilação da moeda americana e a gestão monetária do resto do mundo. Ou seja, a queda no valor do Dólar pode afetar a gestão monetária estrangeira, na medida em que pode pressionar o governo desses países a adotarem políticas monetárias expansionistas visando ao controle de suas taxas de juros domésticas. Esse comportamento, aliás, guarda conformidade com as observações feitas por Krugman & Obstfeld (2010) segunda a qual as expansões monetárias promovidas pelo país berço da moeda de reserva – no caso presente, os EUA - são "importadas" pelo resto do mundo.

Cumpre-nos esclarecer, todavia, que, dado o objetivo geral da presente investigação, deixamos de colher maiores informações acerca da evolução das taxas de juros nos países observados, sendo já esta uma primeira limitação de nossos levantamentos. Assim, em futuras pesquisas cujos propósitos exijam essa informação nossa sugestão é que seja realizado um levantamento também das taxas de juros, a fim de melhor esclarecer os aspectos aqui demonstrados.

Pelas mesmas razões, não foi investigada a adoção de políticas monetárias expansionistas pelos governos estrangeiros permanecendo, pois, a mesma recomendação.

C) Influência do Dólar sobre a gestão da dívida pública externa do resto do mundo e interferência dos défices nas transações correntes americanas nos níveis de liquidez internacional: constatamos que a queda nas importações dos EUA, decorrente da desvalorização da moeda americana, conduziu ao declínio nas exportações de todos os países estrangeiros observados. Esse declínio, por sua vez, concorrerá para reduzir as disponibilidades de dólares nesses países o que poderá elevar o valor da moeda americana frente às suas moedas. Para conter essa possível valorização, os governos poderão ter que alterar os rumos de sua gestão cambial, a fim de trazer o valor da moeda dos EUA a níveis satisfatórios em seus territórios, deixando transparecer, mais uma vez, uma estreita relação entre a valorização do Dólar e a gestão cambial das economias estrangeiras.

Para solucionar o problema de valorização da moeda americana, os bancos centrais das economias estrangeiras terão que se desfazer de suas reservas cambiais mediante a venda de dólares; mecanismo este consagrado pelo Sistema de Bretton Woods. Ocorre que ao adotarem essa solução os governos ficarão expostos a vulnerabilidades, pois o estoque de reservas declinará na mesma proporção, comprometendo sua capacidade de pagamento no mercado internacional.

Na hipótese de não poderem contar com suas reservas, uma segunda alternativa para a aquisição dos dólares será o endividamento via empréstimos no mercado internacional privado (mais onerosa); ou recorrendo às linhas de créditos disponibilizadas pelo Fundo Monetário Internacional. Qualquer que seja a solução escolhida, entretanto, certamente que ela trará inconvenientes, já que comprometerá, à maneira da solução anterior, a capacidade de pagamento dos países envolvidos perante a comunidade internacional, tornando-os igualmente vulneráveis, além criar um ambiente favorável para o endividamenteo externo dos governos estrangeiros.

Em suma, restou demonstrado que o Dólar pode influenciar a magnitude da dívida pública externa das economias estrangeiras e que superávits nas transações correntes americanas podem afetar o nível de liquidez das demais nações. Não foi possível avaliarmos na presente pesquisa se os défices nas transações correntes mantém alguma relação com a gestão dos níveis de liquidez internacional, conforme inicialmente objetivávamos. Essa limitação decorreu dos resultados colhidos no estudo de caso objeto da presente investigação.

Conforme dissemos no capítulo onde tratamos da metodologia desta pesquisa[15], todo o o processo investigatório tomou por referência o Programa LSAP. Todavia, os dados coletados não apontaram para uma situação de défice nas transações correntes americanas, mas para uma situação superavitária, conforme demonstrado nos Quadros 10 e 11 desta pesquisa. Daí a impossibilidade de avançamos naquela direção.

D) Transmissão dos desajustes da economia americana ao resto do mundo por intermédio do Dólar: ficou demonstrado que o Dólar funciona como um meio transmissor dos desajustes verificados na economia americana às nações estrangeiras.

[15] Vide Capítulo II.

Essa forma de “contágio” decorre precisamente do papel que a moeda americana desempenha no cenário internacional, dada sua condição de padrão monetário universalmente aceito. Com efeito, ao manejar legitimamente os instrumentos de gestão monetária para solucionar problemas em sua economia – O Programa LSAP é um bom exemplo disso -, os EUA inevitavelmente farão com que a paridade cambial do Dólar se altere em relação às moedas estrangeiras, podendo interferir, daí por diante, nas gestões monetária, cambial e de endividamento das outras nações, em especial, aquelas que com ele mantém alguma relação comercial. Logicamente que um modelo de gestão estruturado nestas bases não oferece a garantia, a estabilidade e a segurança necessárias ao desenvolvimento das instituições. Ao contrário. Semeia dúvida, desconfiança, medo e incerteza no mundo. Numa palavra: gera vulnerabilidades.

5.2 – Considerações finais e recomendações

Os levantamentos realizados nos permitiram concluir que, por ser o país-berço da moeda de reserva – o Dólar –, os EUA têm grande influência sobre os modelos de gestão adotados pelos governos estrangeiros, na medida em que os expõe a vulnerabilidades.

A condição de vulnerabilidade desses governos expressa-se precisamente pelo fato de eles terem de adequar sua estrutura de planejamento às oscilações cambiais da moeda americana, boa parte das vezes ocasionadas por políticas monetárias adotadas pelos EUA. Em decorrência, os países acabam sendo pressionados a abandonarem os rumos de seus objetivos nacionais, ainda que momentaneamente, para trazerem suas paridades a níveis aceitáveis. A recuperação da paridade perdida passa também a representar, portanto, o alvo desses governos, concorrendo com os seus próprios planos, programas e projetos. É como se as nações estrangeiras vivessem sempre cautelosas acerca do modelo de gestão americano.

Oportuno esclarecer que a pesquisa não procurou demonstrar cabalmente que o grupo de países observados – Brasil, China, África do Sul, Índia, países da Zona do Euro, Reino Unido e Japão - efetivamente adotou esta ou aquela medida para contornarem seus desequilíbrios cambiais. Longe disso. Seguindo a diretriz traçada no objetivo geral da investigação, procuramos destacar que o modelo atual de gestão das finanças

internacionais - centrado num padrão monetário doméstico - cria um ambiente propício para o surgimento de desequilíbrios, fomentando o aparecimento de crises como as que atualmente tomam conta do cenário internacional. De se destacar que as vulnerabilidades, de certa forma, situam-se no plano das possibilidades, significando algo frágil, débil, sujeito a ataques e às mais diversas intempéries.

A pesquisa ganha especial importância quando a vislumbramos no contexto da volatilidade das taxas de câmbio, apontada por muitos especialistas e chefes de governo como um dos maiores problemas enfrentados pelo mundo globalizado na atualidade. Os estudos demonstraram que o país-berço da moeda de reserva é um importante ator no processo de determinação das paridades cambiais e, tão ou mais importante que isso, um potencial desestabilizador. Isso apenas reforça os pontos de vista de Ignatiev (2011), Pont (2011) e Xiaochuan (2011) no sentido de que a gestão do Sistema Monetário Internacional, ancorado num padrão monetário doméstico, precisa ser revisto dadas as implicações que isso representa para os modelos de gestão estrangeiros.

Para eles, urge que se construa um novo modelo que, na visão de Xiaochuan (2011), passaria pela adoção de uma moeda neutra – os Direitos Especiais de Saque – em substituição à moeda americana. Isso eliminaria, aliás, a possibilidade de modelos de gestão domésticos afetarem a estabilidade das relações entre os países. Aliás, a idéia de adoção de um padrão monetário internacional neutro não é uma cogitação recente.

Jonh Maynard Keynes já fazia alusão a ela na década de trinta. Keynes chegou, inclusive, a nominar a moeda única de *bancor*. Para ele, o bancor seria administrado por um banco central mundial (*International Clearing Union*) e seria bastante útil na resolução de inúmeros problemas que o mundo globalizado se ressente na atualidade. Paul Davidson, um outro renomado especialista no assunto, partilha da mesma opinião.

Para finalisar, é oportuno lembramos que não foram considerados nos presentes estudos dois outros importantes elementos que, juntamente com o movimento das taxas cambiais, afetam igualmente o volume de dólares nos países. Foram eles: as taxas de juros e o volume de investimento direto e em carteira dos governos. Dada essa limitação, sugerimos que tais elementos sejam levados em consideração em futuras pesquisas que tenham alguma relação de complementariedade com esta investigação.

No tocante às taxas de juros, será de grande utilidade que a pesquisa analise sua evolução nos planos interno (dos países observados) e externo (comunidade internacional), bem como, confronte os dois ambientes entre si. Isso muito auxiliará o pesquisador a extrair conclusões mais abalisadas sobre a matéria investigada. A mesma regra vale para os investimentos dos governos. Particularmente em relação a estes, será bastante útil fazer um comparativo entre o volume dos investimentos realizados pelos países no exterior; e confrontá-lo com o nível de investimentos recebidos das nações estrangeiras. Certamente que esses dois blocos de informações muito contribuirá para aprofundar as questões suscitadas na presente investigação.

REFERÊNCIAS

Al-Jasser, M. (2011). *Global imbalances: the perspective of the Saudi Arabian Monetary Agency*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Baer, M., Cintra, M. A. M., Strachman, E. & Rudinei, T. Jr. (1995). *Os desafios à reorganizacão de um padrão monetário internacional*. Recuperado em 14 janeiro,

2012, de http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V4-F1-S4/05-MONICA.pdf.

Banco Central do Brasil. (2010). *Relatório de gestão das reservas internacionais*. Recuperado em 07 novembro, 2011, de http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2010/08/relgestresint062010.pdf.

Banco Central do Brasil. (2011). *Relatório de gestão das reservas internacionais*. Recuperado em 06 janeiro, 2012, de http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2011/06/relatorio_de_gestao_das_reservas_2011.pdf.

Banco Central do Brasil. (2012). *Relatório de gestão das reservas internacionais*. Recuperado em 03 agosto, 2012, de http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2012/06/relatorio_de_gestao_das_reservas_2012.pdf.

Barañano, A. (2008). Métodos e técnicas de investigação em gestão - manual de apoio à realização de trabalhos de investigação. Lisboa: Edições Sílabo.

Bêrni, D. de Avila, (2002). Técnicas de pesquisa em economia: transformando curiosidade em conhecimento. São Paulo: Saraiva.

Carney, M. (2011). *The international monetary system and financial stability*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Carvalho, M. A. de, & Silva, C. R. L. da, (2007). *Economia Intrnacional (4ª. ed)*. São Paulo: Editora Saraiva.

Costabile, L. (2009). *Current global imbalances and the Keynes Plan: a Keynesian approach for reforming the international monetary system*. "Structural Change and Economic Dynamics", Vol. 20, Issue 2, pp. 79-89.

Cheng, C. (2010). *Research on the reform of present international monetary system*. Proceedings of China-Canada workshop on financial engineering and enterprise risk management, pp. 306-309.

D'arista, J. (2009) *The evolving international monetary system*. "Cambridge journal of economics", Vol. 33, issue 4, pp. 633 - 652.

Dathein, R. (2005). Sistema monetário internacional e globalização financeira nos sessenta anos de Bretten Woods. Recuperado em 22 julho, 2012, de http://www.ppge.ufrgs.br/RicardoDathein/publicacoes/sbep-junho2005.pdf.

Dooley, M. (2009) *Bretton Woods II still defines the international monetary system*. "Pacific Economic Review", Vol.14, issue 3, pp. 297 - 311.

Degong, M, & Yingnan, Z. (2009). *An indicator and model system predicting national macroeconomic risks – a study based on the lessons of historic economic crisis and the current global recession*. (11th International Conference on Computer Modelling and Simulation). Recuperado em 25 junho, 2012, de http://ieeexplore.ieee.org/xpl/articleDetails.jsp?tp=&arnumber=4809836&contentType=Conference+Publications&queryText%3DAn+Indicator+and+Model+System+Predicting+National+Macroeconomic+Risks.

Dragui, M. (2011). *Complementarity and coordination of macroeconomic and financial policies to tackle internal and external imbalances*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Eichengreen, B. (1992). *Golden fetters: the gold standard and the great depression, 1919-1939.* Nova York: Oxford University Press.

Federal Reserve. (2011). *The Federal Reserve in the international sphere*. Recuperado em 14 agosto, 2011, de http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_4.pdf.

Federal Reserve Bank of New York, (2010). *Domestic open market operations during 2010*. Recuperado em 04 abril, 2012, de http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2010.pdf.

Federal Reserve Bank of New York, (2011). *Domestic open market operations during 2010*. Recuperado em 04 abril, 2012, de http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2011.pdf.

Fernandes, O. A. (2012, março/abril, v. 19, ano 18, Edição n. 02). O liberalismo financeiro em xeque. Revista da ESPM, pp.18-25.

Fortuna, E. (2010). *Mercado financeiro: produtos e serviços* (18a ed). Rio de Janeiro: Qualitymark.

Fundo Monetário Internacional. (2011). *IMF Annual Report 2011*. Recuperado em 23 abril, 2012, de http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/a1.pdf

Gil, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa.* (5a ed.). São Paulo: Atlas.

Goldbaum, S. (2012, março/abril, v. 19, ano 18, Edição n. 02). Guerra cambial, tsunami monetário, defesa comercial e protecionismo. Revista da ESPM, pp.49-53.

Hall, R. (2007). *Social money, central banking and constitutive rules of the international monetary system*. "Conference Papers - International Studies Association Hall", pp. 01 – 50.

Ignatiev, S. (2011). *Global imbalances: common problem to solve for both advanced and emerging market economies*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Ikawa, M. (2009). *Reform of the international monetary system basead on special drawing rights and its implications for Asia*. "Pacific Economic Review", Vol. 14, Issue 5, p. 668.

Keynes, John Maynard (1936). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (Tradução de Mário Ribeiro da Cruz, 1982). São Paulo: Atlas.

Kim, C. (2011). *Global balance and financial stability: twin objectives toward a resilient global economic system*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

King, M. (2011). *Global imbalances: the perspective of the Bank of England*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Krugman, Paul R. (2009). *A crise de 2008 e a economia da depressão* (Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra). Rio de Janeiro: Elsevier.

Krugman, P. R. & Obstfeld, M. (2010). *Economia internacional* (8ª ed.). (E. M. Diniz, Trad.). São Paulo: Pearson Prentice Hall. (Obra original publicada em 2009).

Krugman, P. R. & Wells, R. (2011). *Introdução à Economia* (2ª ed.). (H. Hoffmann, Trad.). Rio de Janeiro: Campos. (Obra original publicada em 2009).

Lopes, J., & Rossetti, J. (2005). *Economia monetária* (9a ed.). São Paulo: Atlas.

Mankiw, N. G., (2010). *Princípios de macroeconomia* - tradução da 5ª edição norte-americana) (A. V. Hastings, Trad.). São Paulo: Pioneira Thomson Learning. (Obra original publicada em 2004).

Marconi, M. de A., & Lakatos, E. M. (2011). *Metodologia do trabalho científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos* (7a ed.). São Paulo: Atlas.

Marcos, G. (2011). *A South African perspective on global imbalances*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Meirelles, H. de C. (2011). *The Challenge of high capital inflows to financial stability: an emerging market perspective*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Moessner, R., & Allen, W. (2011). *Banking crises and the international monetary system in the great depression and now*. "Financial History Review", Vol. 18, issue 1, pp. 1 -20.

Nabais, C., & Ferreira, R. V. (2012). *Macroeconomia: lições & exercícios.* Lisboa: Lidel.

Nasution, D. (2011). *Global imbalances, volatile capital inflows and proposed further IMF roles*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Nóbrega, F.A. (2004). *Da moeda ao ativo financeiro: uma leitura jurídica do ouro.* Brasília: Brasília Jurídica.

Noyer, C. (2011). *Global imbalances and financial stability*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Orastean, R. (2009). *Rethinking the international monetary system*. "Industrial Revolutions, from the Glabalization and post-Globalization perspective, Vol. IV, pp. 630- 633.

Paula, L. F. R. de, Fernando, F. Filho, & Alves, A. J. Jr, (2000). Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. Recuperado em 21 fevereiro, 2012, de http://www.ie.ufrj.br/revista/pdfs/crise_cambial_instabilidade_financeira_e_reforma_do sistema_monetario_internacional.pdf.

Pinho, D. B., Vasconcelos, M. A. S de. & Toledo, R, Jr. (2011). *Introdução à Economia*. São Paulo: Editora Saraiva.

Pont, M. M. del, (2011). *Global imbalances and developing countries*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Renate, D. (2008). *The consequences of global volatility reflected in the evolution of international monetary system*. "Analele Universităţii din Oradea. Ştiinţe economice, Vol. 17 issue 1, pp. 87 – 90.

Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa social – métodos e técnicas* (3a ed.). São Paulo: Atlas.

Rivoire, J. (1991). *História da moeda* (coleção teorema breve, 3) (I. Fernandes, Trad.). Lisboa: Teorema. (Obra original publicada em 1985).

Rose, A. (2007). *A stable international monetary system emerges: inflation targeting is Bretton Woods, reversed*. “Journal of International Money and Finance”, Vol. 26, issue 5, pp. 663 - 681.

Roubini & Mihn (2010). *A economia das crises* (Tradução de Carlos Araújo, 2010). Rio de Janeiro: Intrínseca.

Rousseff, D. (2011). *Brasil vai combater os manipuladores do câmbio*. Recuperado em 04 junho, 2012, de http://www2.planalto.gov.br/imprensa/artigos/artigo-da-presidenta-da-republica-dilma-rousseff-para-o-jornal-financial-times.

Salvatore, D. (2007). *Introdução à economia internacional* (T. C. P. de Souza & E. B. Cutolo, Trad.). Rio de Janeiro: LTC. (Obra original publicada em 2005).

Samuelson, P. A. & Nordhaus, W. D. (2012). *Economia* (19ª ed.). (E. Fontainha e J. P. Gomes, Trad.). Porto Alegre: AMGH. (Obra original publicada em 2010).

Santos, A. R. dos, (2000). *Metodologia científicas: a construção do conhecimento.* Rio de Janeiro: DP & A.

Shirakawa, M. (2011). *Global imbalances and current account imbalances*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Simonard, R, Filho. (2012, março/abril, v. 19, ano 18, Edição n. 02). A economia da globalização. Revista da ESPM, pp.26-31.

Skidelsky, Robert. (2009). *Keynes, o Regresso do Mestre* (Tradução de Sônia Oliveira, 2010). Alfragide: Texto.

Stevens, G. (2011). *Global imbalances through the prism of savings and investment*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Tobias, J. A. (2005). *Como fazer sua pesquisa.* (6a ed.). São Paulo: Editora Ave-Maria.

Truman, E. (2010). *The international monetary system and global imbalances*. “Economics, Management and Financial Markets, Vol. 5, Issue 4, pp. 93-105.

Vasconcellos, M. A. S. de., & Garcia, M. E. (2011). *Fundamentos da economia* (4ª ed.). São Paulo: Editora Saraiva.

Visco, I. (2010). *Global imbalances, the financial crisis and the international monetary system*. "World economics", Vol.11, issue 01, pp. 69 - 82.

Weaver, C. (2010). *The politics of performance evaluation: independent evaluation at the International Monetary Found*. "Review of International Organizations", issue 3, Vol. 05.

Wong, K. (2008) *.A China explicada para brasileiros*. São Paulo: Atlas.

Xiaochuan, Z. (2009). *Reform the internacional monetary system*. International "Conference on Engineering and Business Management" (EBM2011), Vols. 1-6, pp. 1868-1873.

Xiaochuan, Z. (2011). *On savings ratio*. Recuperado em 13 junho, 2012, de http://www.banque-france.fr/en/publications/financial-stability-review.html.

Yin, R. K. (2005). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (3a ed.) (D. Grassi, Trad.). Porto Alegre: Bookman. (Obra original publicada em 2003).

Yin, R. K. (2010). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (4a ed.) (D. Grassi, Trad.). Porto Alegre: Bookman. (Obra original publicada em 2003).

Zhang, J. (2010). *Analysis of innovation opportunities in international monetary system with reference to the emerging trend of globalization*. "Proceedings of the 7th International Conference on Innovation and Management", Vols. 1 and 2, pp. 143-147.

Zorovich, M. (2012, março/abril, v. 19, ano 18, Edição n. 02). Guerra de titãs. Revista da ESPM, pp.40-47.