

Observatório da economia global

Textos Avulsos – nº 1 – Abril, 2010

O DÓLAR E SEUS RIVAIS*

*Ricardo Carneiro***

Introdução

A severidade da crise de 2008, com epicentro na economia americana, e sua propagação global constituem o pano de fundo para uma reflexão sobre o sistema monetário-financeiro internacional (SMI) constituído ao final dos anos 1970 com a derrocada de Bretton Woods. Analisar e projetar como ficará a ordem econômica internacional fundada no dólar como moeda reserva e na ampla mobilidade de capitais é uma tarefa crucial para refletir quais serão os constrangimentos ou impulsos que advirão dessa ordem para os países periféricos.

Este texto procura discutir este assunto partindo da hipótese mais geral de que os já recorrentes desequilíbrios desse sistema, associados a outros desencadeados pela crise, conduzirão necessariamente a mudanças no SMI, cujo sentido maior será o de ampliar a sua instabilidade. Para realizar essa tarefa examinam-se inicialmente de um ponto de vista mais abstrato os requisitos da existência de uma moeda reserva. Em seguida, discute-se o papel das várias moedas importantes no âmbito internacional, quantificando o seu peso nas transações cambiais, comércio, reservas e

* Trabalho desenvolvido no âmbito da bolsa de pesquisa concedida pelo IPEA/PNPD. Seu título presta homenagem ao livro “The Dollar and Its Rivals” do brilhante economista Riccardo Parboni, morto prematuramente e que trata da crise do regime de Bretton Woods.

** Professor Titular do Instituto de Economia e Diretor do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da UNICAMP.



fluxos financeiros. O passo seguinte consiste em avaliar como os fluxos de capitais internacionais e os mercados financeiros domésticos dão suporte à preeminência do dólar. Por fim, à guisa de conclusões, avalia-se de modo exploratório como se poderia organizar o novo SMI.

1. O Sistema Monetário Internacional: características

Um dos aspectos cruciais para a definição da ordem econômica internacional e mais propriamente para o Sistema Monetário e Financeiro Internacional se refere às condições de existência de uma moeda reserva e, associada a ela, a hierarquia monetária correspondente. Há um conjunto de requisitos para uma moeda particular se tornar, isolada ou conjuntamente com outras, uma moeda reserva. O primeiro deles e mais relevante, num contexto de livre mobilidade de capitais, é a conversibilidade, entendida como a capacidade de ancorar a riqueza em ativos com liquidez e reconvertê-los na moeda de origem sem perdas de capital. Isso pressupõe, no país emissor dessa moeda, mercados financeiros e de câmbio profundos, associados à abertura da conta de capital. De outro lado, exige a estabilidade macroeconômica, entendida como a efetiva existência de inflação baixa e estável, condição *sine qua non* para a preservação do valor da riqueza financeira. Por fim, no plano internacional, como se detalhará adiante, é necessário também o seu uso disseminado nas transações privadas e públicas capazes de construir externalidades na sua utilização. Essa disseminação decorreria tanto do comércio quanto das finanças.

Do ponto de vista formal, o esquema desenvolvido por Cohen (1971) destaca os principais aspectos envolvidos na escolha da moeda reserva e os atributos a ela associados. Como unidade de conta, na função pública, a moeda reserva constitui a referência ou âncora na qual um conjunto de moedas fixa o seu valor, e na dimensão privada denomina conjunto expressivo de preços e contratos, inclusive de dívida. Como meio de troca, pode ser utilizada como instrumento de intervenção pelas

autoridades monetárias para estabilizar o valor de uma moeda qualquer com a âncora. Já no âmbito privado constitui um veículo para a simplificação das trocas em razão de sua aceitação disseminada.

Quadro 1

Funções da Moeda	Dimensão Pública	Dimensão privada
Unidade de conta	Referencial (âncora)	Denominação
Meio de troca	Intervenção	Veículo
Reserva de valor	Reservas dos BCs	Ativos Privados

Fonte: Cohen (1971).

Enquanto reserva de valor, na sua dimensão pública, serve como lastro da riqueza financeira mantida pelos bancos centrais, por meio de títulos nela denominados. O mesmo ocorre no âmbito privado, pois denomina haveres financeiros de diversas classes. Note-se que há nesse aspecto uma dupla questão envolvida: os haveres financeiros usados como reserva de valor têm origem num país e são denominados na sua moeda. É possível também que essa moeda denomine títulos financeiros emitidos em outros países, mas o crucial é a profundidade dos mercados e a liquidez desses títulos, portanto eles estão necessariamente associados a origens e mercados nacionais definidos.

A relevância desse aspecto foi apontada pioneiramente por Tavares (1985) e Tavares e Melin (1997) e é sublinhada contemporaneamente por vários autores dentre os quais Eichengreen (2009), para quem, as razões que sustentam a centralidade do dólar vão muito além das funções de unidade de conta e meio de troca, ganhando relevos as dimensões associadas propriamente ao poderio financeiro que transcende a denominação dos títulos subjacentes e tem a ver com a liquidez desses títulos e a profundidade dos mercados nos quais são negociados. Ou seja, não é apenas por que o dólar denomina preços e contratos e dá acesso ao mundo das mercadorias que ele é a moeda reserva. No mundo contemporâneo, marcado pela

liberalização financeira no plano doméstico e internacional, é porque ele permite acumular riqueza em títulos que possuem liquidez, que seu caráter de moeda reserva é reforçado

2. Dimensões principais da moeda reserva

Seguindo o esquema proposto no Quadro 1, examinam-se a seguir os principais aspectos relativos ao desempenho das várias funções da moeda reserva no plano internacional enquanto unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. A hipótese que se procurará demonstrar é que a função exclusiva de moeda reserva desempenhada pelo dólar é marcada por importantes assimetrias nas suas funções, mormente no caráter público e privado enquanto reserva de valor.

No cômputo de todas as transações realizadas nos mercados cambiais do mundo, ou seja, na utilização de moedas conversíveis como meio de intervenção ou moeda veículo o dólar ocupa uma posição largamente predominante, como se pode notar na Tabela 1. Apesar desse domínio incontestado, não é desprezível a diversificação observada nos anos 2000, que envolveu uma perda de posição do dólar e do iene e a ampliação da participação de moedas que têm menos relevância nos mercados de câmbio internacionais. A maior presença dessas moedas por sua vez ocorreu de maneira muito desconcentrada sem maior importância relativa de nenhuma delas.

Tabela 1
Moedas utilizadas nas transações cambiais registradas (%)

Moedas	2001	2004	2007
Dólar	90,3	88,7	86,3
Euro	37,6	37,2	37,0
Yen	22,7	20,3	16,5
Libra	13,2	16,9	15,0
Franco Suíço	6,1	6,1	6,8
Outras Moedas	29,9	30,8	38,7
Total*	200,0	200,0	200,0

*Envolvimento de duas moedas em cada transação faz soma igualar 200%

Fonte: BIS

Outra dimensão forte do dólar refere-se ao seu peso na denominação das transações comerciais (*trade invoicing*, Tabela 2). Uma comparação entre o uso do dólar e do euro mostra o caráter bem mais disseminado do primeiro, enquanto o segundo tem peso significativo na própria União Europeia e na sua zona contígua. No caso do dólar, a percentagem do comércio de países selecionados cotados nesta moeda supera largamente a percentagem das exportações desses países para os EUA e para países do bloco do dólar, ocorrendo o oposto com o euro. Os dados mostram claramente que o peso do dólar na denominação de preços e contratos comerciais vai muito além da importância do comércio dos países com os EUA, demonstrando seu caráter essencial como moeda veículo.

Tabela 2
Papéis do dólar e do euro no comércio de países selecionados (%)

	Exportações	Participação das exportações do país			Exportações	Participação das exportações do país		
	Cotadas em dólar	Para os EUA	Para os países do Dollar Bloc*	(1)-(2+3)	Cotadas em Euro	Para a área do Euro	Para os países do bloco do Euro	(1)-(2+3)
	(1)	(2)	(3)	(1)-(2+3)	(1)	(2)	(3)	(1)-(2+3)
Ásia								
Coréia	84,9	20,8	28,2	35,9	1,3	10,4	1,8	-10,9
Tailândia	83,9	17,8	17,5	48,6	0,5	10,5	1,6	-11,6
União Européia								
França	34,2	15,4	11,8	7	55,8	n/a	n/a	42,6
Alemanha	31,6	17,9	10,8	2,9	49	n/a	n/a	27,4
UE - estendida								
Hungria	12,2	3,5	2,7	6	83,1	65,5	13,1	4,5
Polónia	29,9	2,7	4,9	22,3	60,2	57,6	16,5	-13,9

* Austrália, Nova Zelândia, Canadá

Fonte: Goldberg (2008)

Os dados das reservas internacionais das autoridades monetárias dos diversos países, que traduzem a dimensão pública de reserva de valor (Tabela 3) atestam a enorme supremacia do dólar. Apesar disto, é visível a ampliação do euro como moeda reserva a partir de sua introdução em 1999. Isto pode não significar que se esteja gestando de fato um substituto, mas apenas compartilhando o caráter de moeda reserva, o que a rigor não constituiria uma novidade, pois a permanência do

dólar como moeda reserva exclusiva – desde o imediato pós-guerra até os anos 1990 - tem caráter de excepcionalidade histórica. Em outros períodos a prerrogativa de moeda reserva foi compartilhada, em graus variados, com outras moedas em sistemas bi ou multi-monetários.¹

Outro aspecto de grande relevância é o crescimento substancial do valor das reservas, que se ampliou substancialmente no período da globalização, mormente na última década. Para muitos, como, por exemplo, Mateos y Lago, Duttagupta e Goyal (2009) e Ocampo (2009) esses crescimento se explicaria pelas deficiências ou desequilíbrios intrínsecos do SMI baseado no dólar, que obrigaria os bancos centrais a acumularem um montante ampliado de reservas. Assim, várias características do sistema o transformariam num não sistema, tais como: o uso de uma moeda nacional como moeda reserva internacional; a ausência de um mecanismo simétrico de ajuste (deficitários e superavitários) por conta da primeira característica. No SMI da era da globalização ocorreu a exacerbação dessas características por conta da demanda precaucional exercida pelas autoridades monetárias de países emergentes, decorrentes da defesa contra a volatilidade inerente a esse sistema.

Para entender esse não sistema é necessário explicitar as suas características mais essenciais por meio da denominação “dólar-flexível” utilizada por Serrano (2002). Nele, o valor do dólar é arbitrário, vale dizer ele não tem correspondente equivalente em ouro e, portanto nenhuma paridade precisa ser respeitada. Quando havia uma paridade com o ouro, a utilização do dólar como moeda reserva estava constrangida a respeitá-la. Se os detentores julgassem que havia excesso de dólares substituíam-no no seu portfólio pelo ouro. Isso no mais das vezes obrigava o país emissor a elevar a sua taxa de juros para evitar trocas substantivas. No padrão

¹ Os dados da Tabela 3 estão em dólares correntes. Como houve no período uma significativa desvalorização do dólar ante o euro os valores nessa última moeda estão em alguma medida inflados. Isto é verdadeiro, mas não muda as conclusões. Assim os dados em dólares constantes mostram para o período 1999/2008 uma participação estável das reservas em dólar, em torno de 2/3 do total e uma ampliação das reservas em euro para 1/4 do total e que ocorre em detrimento das reservas em libra e yen.

flexível essa paridade a respeitar inexistente e a expansão da quantidade de dólares no sentido amplo (na forma de moeda e títulos) não guarda mais esta restrição. Isto confere uma ampla liberdade para a moeda reserva na criação de liquidez internacional e no financiamento de déficits e ampliação de dívidas.

Há consenso entre diversos analistas de que a posição particular do dólar enquanto moeda reserva única lhe confere privilégios, para muitos, um privilégio exorbitante. Para além do financiamento automático de correntes e elevados déficits em transações correntes, Ocampo (2009) e Serrano (2002) chamam a atenção para a manifestação desse privilégio na operação da política monetária, ou seja, a unilateralidade com a qual é fixada a taxa de juros nos EUA. Isto significa dizer que há uma demanda por dólares a qualquer nível de taxas de juros e de taxa de câmbio o que faz também com que não se verifique um dos supostos da trindade impossível ou seja, uma variação correspondente das taxa de câmbio como resposta à variação das primeiras. A completa independência da política monetária dos EUA faz com que ela seja manejada em função de interesses puramente domésticos – mas com conseqüências importantes sobre o resto do mundo. Há outras dimensões do privilégio da moeda reserva, como por exemplo, a emissão de dívida na própria moeda. Assim, toda vez que essa moeda se desvaloriza há um ganho de capital para o país emissor pela desvalorização da dívida denominada em moeda reserva e valorização dos ativos denominados nas demais moedas.

Nesse arranjo do sistema monetário internacional, como os EUA são o principal país deficitário, e detentor da moeda reserva, isso elimina o ajuste deflacionário, mas converte-o em um ajuste que se dá prioritariamente pela política macroeconômica dos EUA. Ademais, o sistema também carece de instrumentos e instituições que provejam a segurança coletiva e protejam os países, sobretudo os emergentes, dos choques adversos – de termos de troca ou de *sudden stops* – obrigando-os a fazer políticas pró-cíclicas de ajuste. Esse é o fator responsável pela exacerbação da demanda precaucional de reservas e que, conjuntamente com os desequilíbrios recorrentes de conta corrente, explicam a grande expansão das mesmas durante a globalização, particularmente nos anos 2000 como apontado na Tabela 3.

Tabela 3
Reservas oficiais*: Moedas de denominação

	1999		2001		2003		2005		2007		2008		2009**		Variação (% ao ano)
	(US\$ bilhões)	(%)													
Total de reservas	1.782		2.050		3.025		4.175		6.411		6.909		7.516		15,5
Declaradas	1.380	100	1.569	100	2.223	100	2.844	100	4.119	100	4.211	100	4.435	100	12,4
Dólar	980	71	1.122	72	1.466	66	1.903	67	2.642	64	2.703	64	2.734	62	10,8
Libra	40	3	42	3	62	3	102	4	193	5	171	4	192	4	17,1
Yen	88	6	79	5	88	4	102	4	120	3	132	3	143	3	5,0
Franco Suíço	3	0	4	0	5	0	4	0	6	0	5	0	5	0	4,3
Euro	247	18	301	19	559	25	684	24	1.082	26	1.112	26	1.231	28	17,4
Outras	22	2	20	1	44	2	49	2	76	2	87	2	130	3	19,4
Não declaradas	402		480		1		1.331		2.292		2.699		3.081		22,6

* Os ativos que compõem as reservas oficiais são os haveres das autoridades monetárias sobre não residentes na forma de: certificados de depósitos bancários; depósitos bancários; treasury bills, títulos de governos de curto e longo prazo; outros haveres financeiros negociáveis.

** dados relativos ao terceiro trimestre

Fonte: FMI - COFER

A distribuição das reservas entre países revela os desequilíbrios do SMI fundado no dólar como moeda reserva na medida em que as primeiras concentram-se num grupo muito peculiar de países. Por exemplo, os países em desenvolvimento detêm cerca de 50% das reservas totais com destaque para a China e os demais do sudeste da Ásia, exportadores de manufaturas. Se incluirmos nesse grupo os países exportadores de petróleo mais importantes esse número vai a 2/3. Do ponto de vista geográfico, o agrupamento mais importante é a Ásia, que também concentra em torno de 2/3 das reservas. Dos países desenvolvidos, são destaque o Japão e a Alemanha. Quase todos esses países produzem anualmente superávits em conta corrente tendo como contrapartida os déficits dos EUA, ou seja, recebem crescentemente promessas de pagamento, sob várias formas, denominadas em dólar, que mantêm acumuladas, em parte precaucionalmente.

Tabela 4
Total de Reservas Internacionais

País ou Grupo	2008	
	US\$ bilhões	(%) do Total
Argentina	46,4	0,8
Australia	32,9	0,6
Brasil	193,8	3,5
Canadá	43,9	0,8
China	1.953,3	35,2
Euro Area	520,8	9,4
India	256,0	4,6
Indonésia	51,6	0,9
Japão	1.030,6	18,6
Coréia	201,2	3,6
México	95,3	1,7
Rússia	427,1	7,7
Arábia Saudita	442,8	8,0
África do Sul	34,1	0,6
Turquia	74,3	1,3
Reino Unido	65,5	1,2
Estados Unidos	78,3	1,4
Total	5.547,9	100,0

* Valor correspondente a 80% das reservas internacionais

Fonte: IMF.Stat

Há dois elos importantes no sistema que merecem mais destaque, tanto pela sua importância absoluta (dimensão dos desequilíbrios) quanto pela trajetória. O primeiro refere-se aos déficits americanos e aos superávits de Japão e Alemanha, e o segundo aos superávits chineses e, em menor escala, aos do Sudeste da Ásia. A evolução dessas relações pode ser vista pelos dados da Tabela 5. Em primeiro lugar, o déficit da economia americana dobra em dez anos, mas já partindo de um patamar elevado. No extremo oposto, o superávit da China se multiplica por vinte vezes no mesmo período. Ilustra a importância desses números o fato de que, em 2008, o superávit chinês já supera a soma dos saldos de Alemanha e Japão. Fica também explícito o peso dos países exportadores de petróleo na formação dos superávits e o caráter marginal dos países periféricos da América Latina, alguns deles como o México, e Brasil, deficitários (este último após 2008).

O financiamento de recorrentes e elevados déficits em transações correntes sem maiores constrangimentos para a política macroeconômica doméstica só pode ser compreendido à luz de uma convergência de interesses de países asiáticos com os EUA. Aos primeiros, cujo mecanismo central de crescimento é o *export led growth*, interessam os sucessivos déficits comerciais americanos, pois esses constituem seus mercados adicionais por excelência, permitindo como decorrência o crescimento doméstico a partir do investimento induzido pelas exportações. De outro lado, as vendas oriundas das empresas sediadas na Ásia, para a economia americana, em troca de pagamento ou promessa de pagamento em dólar constituem, assim, um financiamento automático do déficit comercial americano.

Esse financiamento automático do déficit em transações correntes constitui uma prerrogativa da moeda reserva, mas também de outras moeda conversíveis. Assim, temos a seqüência: exportação da China para os EUA, denominada em dólar e financiada por um banco americano que antecipa os recursos em dólar para o exportador chinês. No vencimento do empréstimo o importador liquida-o em dólar. Por sua vez, o exportador chinês que detem os dólares – depositados num banco americano – é obrigado a vendê-los ao banco central da China. A compra dos dólares por parte do BC chinês se faz a uma taxa fixa de câmbio evitando assim que a ampliação da oferta de dólares valorize o yuan. Na seqüência o BC chinês pode ou não esterilizar o impacto monetário da operação. Note-se que o financiamento automático de um déficit em transações correntes poderia ocorrer qualquer moeda conversível, o euro, por exemplo bem como a manutenção da taxa de câmbio desse moeda ante o yuan.

Tabela 5

SalDOS em Transações Correntes (US\$ bilhões)

País ou Grupo	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Argentina	-11,9	-9,0	-3,8	8,8	8,1	3,2	5,3	7,8	7,4	7,1
Australia	-21,3	-14,8	-7,4	-15,8	-28,7	-38,9	-41,0	-41,5	-58,0	-47,8
Brazil	-25,4	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,0	13,6	1,6	-28,2
China	21,1	20,5	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	253,3	371,8	426,1
Euro Area	-25,9	-83,8	-24,2	44,5	24,9	81,2	19,2	-0,3	25,1	-201,2
Alemanha	-27,0	-32,3	0,4	41,1	47,0	128,0	142,8	190,2	263,1	243,9
Índia	-3,2	-4,6	1,4	7,1	8,8	0,8	-10,3	-9,3	-11,3	-36,1
Japão	114,6	119,7	87,8	112,4	136,2	172,1	165,8	170,5	210,5	156,6
Coreia	24,5	12,3	8,0	5,4	11,9	28,2	15,0	5,4	5,9	-6,4
México	-14,0	-18,7	-17,7	-14,1	-7,2	-5,2	-4,5	-4,4	-8,4	-15,9
Rússia	24,6	46,8	33,9	29,3	35,4	59,5	84,6	94,7	77,0	102,4
Arábia Saudita	0,4	14,3	9,4	11,9	28,0	51,9	90,1	99,1	93,4	132,3
Turquia	-0,9	-9,9	3,8	-0,6	-7,5	-14,4	-22,1	-31,9	-37,7	-41,3
Reino Unido	-35,4	-38,8	-30,3	-27,9	-30,0	-45,4	-59,4	-80,9	-74,7	-39,9
Estados Unidos	-301,7	-417,4	-398,3	-459,2	-521,5	-631,1	-748,7	-803,5	-726,6	-706,1

Nota: os dados relativos ao Déficit em transações correntes para a área do Euro apresentam divergências significativas segundo as várias bases de dados do FMI. Nos dados apresentados acima, o DTC resulta do somatório dos DTCs de cada país considerado isoladamente nas suas relações com o resto do mundo.

Em outras fontes apresenta-se o dado consolidado da área contra o resto do mundo

Fonte: IMF.Stat

Como ressaltado por Aglietta e Landry (2007), na etapa seguinte da operação o ponto focal é o destino que o BC chinês dará aos dólares dos quais é titular e que está depositado num banco americano. A prática que tem marcado o assim denominado arranjo de Bretton Woods II é a de estes recursos serem utilizados para comprar títulos no mercado de capitais americano. Decorrem dessa operação três conseqüências: a) evita-se a contração da liquidez nos EUA, porque o BC chinês ao comprar os títulos mantém a liquidez circulando no sistema bancário americano; b)

mantêm-se as taxas de câmbio do dólar contra as demais moedas conversíveis; c) exerce-se um efeito deflacionário sobre a taxa de juros longa nos EUA em razão da transformação dos depósitos de curto prazo em títulos longos.

O resultado da seqüência de operações e eventos descritos acima são os já assinalados recorrentes e elevados déficits em transações correntes dos EUA. Autores como Pettis (2009) apresentam uma interpretação extremada desses desequilíbrios pois o essencial, para ele, não seriam as políticas expansionistas dos EUA mas as políticas asiáticas de contenção do consumo e de estímulo ao investimento manufatureiro. Na verdade, vai além e propõe que o superconsumo das famílias americanas foi induzido pela política de acúmulo de reservas da Ásia. Mais precisamente a tese é a de que as políticas asiáticas – leia-se chinesas – de geração de superávits e acumulação de reservas levaram necessariamente aos déficits americanos ao não permitir a apreciação do yuan ante o dólar.

A tese parte da idéia correta de que é a apreciação permanente do dólar, vale dizer a desvalorização das moedas asiáticas – fundada nas políticas de esterilização – que produz a situação de desequilíbrio. Todavia, esquece de dizer que o fato do dólar ser moeda reserva é crucial para que este mecanismo se engendre, caso contrário os déficits não seriam financiáveis. Não analisa o papel crucial que tem a abertura do mercado financeiro americano e, portanto, a absorção dos superávits de outros países no reforço do dólar como moeda reserva e na manutenção desse privilégio. Por sua vez, não explica por que os EUA não realizam um ajuste unilateral, ou seja, por que não reduzem a demanda doméstica, ou pelo menos, o seu ritmo de crescimento e a magnitude do seu déficit em transações correntes.

É necessário salientar que a solução para os desequilíbrios oriundos do arranjo acima não comporta medidas convencionais, como aquelas da redistribuição dinâmica da demanda nominal dos EUA, para o Japão e a União Europeia, e das mudanças nas taxas de câmbio. Isto suporia a realização de políticas expansivas nessas duas últimas regiões, com ampliação dos déficits fiscais, redução das taxas de

juros e valorização das taxas de câmbio para substituir a demanda externa pela doméstica como principal motor do crescimento. Tal tarefa demandaria um grau de coordenação internacional hoje inexistente, o que torna a opção de difícil execução.

Uma questão ainda mais complexa diz respeito à mudança da paridade da moeda americana com as asiáticas, em particular com o yuan, ao qual as demais estão referenciadas mantendo paridades relativamente estáveis com ele. Essa parece ser uma questão controversa, pelo menos para os grandes interesses americanos e os países asiáticos em desenvolvimento. Tome-se, por exemplo, os bancos centrais asiáticos, com amplas posições líquidas em dólares, contrapartida do processo de intervenção, e esterilização destinados a manter estável a taxa de câmbio. Uma revalorização do yuan e das demais moedas a ele articuladas traria sérios desequilíbrios patrimoniais para esses bancos centrais. Por outro lado, é duvidoso que a valorização do yuan tivesse a capacidade de reduzir, expressivamente, o déficit comercial americano, melhorando a situação do emprego nos EUA. Isto em razão do *outsourcing* das atividades produtivas e do diferencial de salários muito elevado entre os dois países.

Uma das questões mais importantes decorrentes da posição do dólar como moeda reserva e dos recorrentes déficits em transações correntes da economia americana diz respeito ao caráter de crescente devedor líquido assumido pelos EUA no plano internacional. Há, portanto uma distinção histórica importante a fazer com a posição dos EUA até os anos 1970, quando a economia americana alternava déficits e superávits em transações correntes - os Estados Unidos tiveram déficit corrente em 71, 72, 77 a 79 e a partir de 1982, com a exceção de 1991 -, mas era deficitária no cômputo global do balanço de pagamentos por conta do déficit da conta de capital decorrente de seus investimentos externos. Nesse período, o papel do dólar no cenário internacional era discutido a partir do denominado dilema de *Triffin*, que procurava caracterizar os problemas criados por uma moeda nacional que servia simultaneamente de moeda internacional. Ou seja, a liquidez necessária só era criada por déficits de balanço de pagamentos do país emissor, o que acarretava um enfraquecimento dessa moeda. A proposição é discutível na medida em que o fato do déficit se dever à ampliação de investimentos com superávit em transações correntes expandia a liquidez mas criava também uma situação credora líquida para os EUA.

No período recente o fato do déficit ser de transações correntes implica um aumento da posição devedora americana. Note-se também que o papel do dólar é distinto: no primeiro período ele servia prioritariamente de moeda veículo – dado o menor grau de liberalização financeira – e atualmente de reserva de valor, levando a concluir que desse ponto de vista a ampliação da posição devedora americana é funcional ao SMI.

Tabela 6

Posição Internacional de Investimento (% do PIB)

País/Grupo	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Argentina	-21,9	-2,2	-0,6	2,0	11,6	10,3	13,3	17,8
Austrália	-46,3	-53,0	-60,3	-57,2	-52,8	-60,9	-60,6	-48,0
Brasil	-47,8	-45,6	-49,3	-44,9	-35,9	-33,9	-40,3	-17,0
China	..	..	..	15,4	19,2	24,6	34,4	35,1
Euro Area	-5,4	-9,5	-10,1	-10,7	-8,6	-11,4	-13,7	-17,7
Índia	-14,5	-11,9	-7,8	-6,2	-5,8	-6,5	-6,4	-6,6
Japão	33,2	37,2	38,1	38,7	33,6	41,4	50,1	50,8
Coreia	-12,6	-12,2	-12,7	-12,3	-21,2	-21,1	-21,9	-12,2
México	-39,9	-40,1	-40,1	-40,9	-40,4	-40,6	-39,0	-33,6
Rússia	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,6
Turquia	-43,2	-36,7	-34,9	-32,6	-36,2	-38,9	-48,6	-27,1
Estados Unidos	-18,2	-19,1	-18,7	-18,9	-15,2	-16,3	-15,2	-24,0

Fonte: FMI. Stat

A posição líquida americana torna-se negativa em meados dos anos 1980 e vem crescendo desde então, atingindo o patamar entre 15 e 20% do PIB nos anos 2000. Como contrapartida, países como China e Japão – e demais asiáticos – bem como os exportadores de petróleo ampliam cada vez mais sua posição líquida superavitária. Até que ponto essa situação é sustentável? Como a crise atingiu essa posição dos EUA e do dólar? Até que ponto ela compromete a função de moeda reserva do dólar na sua dimensão pública? Ou seja, até onde os Bancos Centrais reconhecerão no dólar uma reserva de valor de qualidades inquestionáveis, diante da expansão do endividamento dos EUA? A reorientação do crescimento nesses países, países com maior ênfase nos mercados internos e a perda de dinamismo da economia

americana como principal centro cíclico não propiciará um enfraquecimento do dólar?

Uma importante assimetria do atual SMI refere-se ao fato de que não há correspondência entre o peso do dólar como moeda de denominação das reservas oficiais e seu papel como denominador de títulos de dívidas nos mercados internacionais, ou seja do dólar como reserva de valor na sua dimensão privada. A sua participação na denominação das emissões totais de *securities* em 2008 (Tabela 7), além de muito menor do que nas reservas, por volta de 1/3 do total, é muito inferior à do euro, que é, nesse aspecto, a moeda dominante. O seu crescimento como moeda de denominação das *securities* encontra-se muito abaixo da média, indicando claramente, nesse caso, uma diversificação.

A razão para esta inversão de papéis não está muito clara, exceto pelo fato de a valorização do euro nos últimos anos poder tê-lo tornado uma moeda preferencial de emissão de títulos do ponto de vista dos credores. O fato dos dados estarem denominados em dólar corrente também influencia o resultado mas não modifica as tendências observadas. Assim, no período 1999/2008 enquanto as emissões em dólares cresceram a um taxa anual de 14,9% as emissões em euros se expandiram a um ritmo de 20,7% ao ano. Desde 2001 essas últimas superam as primeiras e mantém uma liderança de 10 pontos percentuais abarcando quase 50% das emissões totais.

Tabela 7

Emissão bruta de títulos de dívida no mercado internacional, por moeda de denominação

	1999		2001		2003		2005		2008		Variação (%) ao ano
	US\$ bilhões	(%)									
Dólar	2.357,3	47,2	3.610,4	50,8	4.494,9	40,5	5.378,9	38,6	8.225,5	36,2	14,9
Libra	391,1	7,8	506,0	7,1	778,6	7,0	1.061,3	7,6	1.701,9	7,5	17,7
Yen	497,5	10,0	411,5	5,8	488,4	4,4	471,4	3,4	750,2	3,3	4,7
Franco Suíço	135,5	2,7	123,6	1,7	195,6	1,8	208,4	1,5	331,6	1,5	10,5
Euro	1.451,1	29,1	2.288,5	32,2	4.834,3	43,5	6.308,8	45,2	10.875,1	47,8	25,1
Outras	162,1	3,2	166,0	2,3	312,3	2,8	521,8	3,7	847,5	3,7	20,2
Total	4.994,6	100,0	7.106,0	100,0	11.104,1	100,0	13.950,6	100,0	22.731,9	100,0	18,3

Fonte: FMI, Global financial stability report

A análise da evolução dos ativos bancários internacionais – emitidos fora do âmbito doméstico dessas instituições (*cross-border*) revela um quadro semelhante embora atenuado. Embora de fato o crescimento desses ativos em euro tenha suplantado o daqueles denominados em dólar, aumentando o peso dos primeiros, a predominância desses últimos ainda é muito significativa. As explicações nesse caso são a maior internacionalização dos bancos americanos bem como uma rede de comércio mais diversificada e denominada nessa moeda como se viu acima. Parte da explicação advém também do fato dos dados já estarem ajustados às variações das taxas de câmbio o que amplia o peso do dólar cuja desvalorização ante o euro no período é fato conhecido.

Tabela 8

Ativos bancários internacionais (*cross border*) por moeda de denominação* (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dólar	62,0	62,9	64,9	62,6	59,6	58,7	60,8	59,7	54,6	58,4
Euro	16,6	16,5	17,7	20,6	22,5	22,4	20,9	21,3	23,1	23,1
Yen	7,8	7,9	5,2	4,8	5,1	5,5	4,5	3,2	3,9	3,1
Libra	4,3	4,0	4,2	4,1	4,8	5,0	5,0	6,1	7,6	6,0
Franco Suíço	2,9	2,6	2,4	2,3	2,3	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2
Outras	6,3	6,1	5,6	5,6	5,8	6,3	6,7	7,5	8,6	7,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Ajustado para as variações cambiais do período

Fonte: BIS

3. Fluxos de capitais e mercados financeiros domésticos

Um dos fundamentos da preeminência de uma moeda reserva, mormente num contexto internacional marcado pela mobilidade de capitais, que acentua a importância da sua dimensão de reserva de valor, diz respeito ao tamanho e natureza dos fluxos de capitais com origem e destino nos países e também ao tamanho e formato dos mercados financeiros domésticos. Mercados financeiros profundos e inserção significativa nas transações financeiras internacionais constituem requisitos de uma moeda reserva capazes de ancorar a riqueza global.

Na análise dos fluxos de capitais internacionais durante o período recente, um dado que impressiona é a velocidade de crescimento dos fluxos brutos, dando suporte à tese de que a globalização financeira é, na sua essência, um processo de diversificação de portfólios e, em escala mais reduzida, um mecanismo de transferência de capital em termos líquidos e, nesses termos, menos ainda um processo de transferência de capital de países ricos para os pobres.

Nos dados dos fluxos brutos (ver Tabela 9) cabe destaque para o fato dos EUA terem a menor taxa de crescimento do período comparativamente a outros países e regiões relevantes. Isto faz com que a sua participação nesses fluxos caia para mais da metade, de 48% para 20% do total, entre 1999 e 2007, perdendo posição para a área do euro, para o Reino Unido (que é uma praça financeira internacional e, portanto, um intermediário) e, sobretudo, para o conjunto dos países emergentes. Parte da perda americana pode ser atribuída ao deslocamentos dos fluxos de capitais dos EUA para o Reino Unido, ou seja, à utilização de uma praça financeira internacional em detrimento dos bancos e agentes financeiros locais. De qualquer modo a redução do peso dos EUA nos fluxos brutos não deixa de ser expressiva principalmente por que por se tratar de um país deficitário que recebe uma grande parcela das entradas de capital.

O detalhamento dos fluxos de entrada e saída (Tabelas 10 e 11) esclarece ainda mais a posição dos países. Os movimentos de saída mostram que os EUA perdem posição no movimento de capital global, caindo da segunda posição de principal investidor em 1999 – na verdade a primeira, em se considerando que a área do euro abrange vários países – para a quarta posição em 2007, atrás do Reino Unido e do conjunto dos emergentes. Nas entradas de capitais, os EUA também perdem importância como principal destino dos investimentos externos, ocupando posição análoga à das entradas. O destaque desse ponto de vista é a região do euro que se torna tanto a principal exportadora quanto receptora de capitais.

A perda da preeminência como exportador de capitais por parte dos EUA ocorre, assim, com uma mudança de status de exportador para absorvedor líquido de capitais, movimento que vem se intensificando desde os anos 1980 e que adquire uma magnitude crescente ao longo dos anos 2000. Essa é também a posição da área do euro (que contudo comporta muitas diferenciações internas). Os dois grandes exportadores líquidos de capitais são o Japão e o conjunto de países emergentes, com destaque para a China. Esse é o perfil que contraria a teoria tradicional da relevância da poupança externa para o financiamento do desenvolvimento pois o capital flui *uphill*, vale dizer, dos pobres para os ricos.

Uma parte expressiva desses fluxos líquidos de capitais está determinada pelos novos fluxos anuais resultantes dos desequilíbrios em transações correntes entre os países. Assim, como indicado na Tabela 3, as unidades geradoras de déficits são os EUA, Reino Unido e Austrália, ocorrendo uma posição equilibrada da área do euro (nesta, a Alemanha é a grande exceção, constituindo a grande unidade superavitária na região). Na outra ponta as duas grandes economias superavitárias são as exportadoras de manufaturas, China e Japão, seguidas de perto das exportadoras de petróleo (Rússia e Arábia Saudita) e por alguns exportadores de commodities como Argentina e Brasil.

Tabela 9
Fluxos Brutos de Capitais

	1999		2001		2003		2005		2007		2007/1999	2008	
	US\$ bilhões	%	US$ bilhões	%	US$ bilhões	%	US$ bilhões	%	US$ bilhões	%	var. %	US\$ bilhões	%
Estados Unidos	1.246,3	48,3	1.165,5	27,2	1.183,7	23,6	1.793,9	17,8	3.601,6	20,3	14,2	534,20	7,9
Canadá	45,1	1,7	133,1	3,1	82,0	1,6	157,7	1,6	300,0	1,7	26,7	190,50	2,8
Japão	34,0	1,3	188,3	4,4	363,8	7,3	603,1	6,0	761,9	4,3	47,5	228,30	3,4
Reino Unido	329,1	12,7	892,4	20,8	1.130,7	22,6	2.598,6	25,7	3.985,5	22,5	36,6	2.007,90	29,8
Euro área	738,0	28,6	1.537,0	35,9	1.465,2	29,2	3.322,7	32,9	5.111,3	28,9	27,4	1.687,10	25,0
Em desenvolvimento	190,1	7,4	364,0	8,5	788,4	15,7	1.628,6	16,1	3.950,9	22,3	46,1	2.094,60	31,1
Total	2.582,6	100,0	4.280,3	100,0	5.013,8	100,0	10.104,6	100,0	17.711,2	100,0	27,2	6.742,60	100,0

Fonte: FMI (IFS e WEO Databases)

Tabela 10
Fluxos Internacionais de Capitais: Saídas*

	1999		2001		2003		2005		2007		2007/2001	2008	
	US\$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	(% a.a.)	US\$ bilhões	(%)
Estados Unidos	504,1	29,8	382,6	19,2	325,4	13,7	546,6	11,1	1.472,1	16,6	14,3	0,1	0,0
Canadá	28,5	1,7	73,4	3,7	48,4	2,0	91,0	1,8	160,8	1,8	24,1	101,8	8,0
Japão	-13,4	-0,8	139,2	7,0	242,3	10,2	370,8	7,5	494,2	5,6	...	211,9	16,7
Reino Unido	304,5	18,0	432,9	21,8	542,4	22,9	1.282,1	26,0	1.941,9	22,0	26,1	-1.007,4	-79,6
Euro área	709,4	42,0	780,5	39,2	732,2	30,9	1.645,1	33,4	2.490,4	28,2	17,0	589,1	46,5
Em desenvolvimento	157,5	9,3	181,2	9,1	482,5	20,3	991,1	20,1	2.284,7	25,8	39,7	1.370,3	108,3
Total	1.690,6	100,0	1.989,8	100,0	2.373,2	100,0	4.926,7	100,0	8.844,1	100,0	23,0	1.265,8	100,0

Dados originais de Saídas possuem sinal negativo pois têm impacto negativo nas contas externa

Fonte: FMI (IFS e WEO Databases)

Tabela 11

Fluxos de capitais Internacionais: Entradas

	1999		2001		2003		2005		2007		2007/2001	2008	
	US\$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	US$ bilhões	(%)	(% a.a.)	US\$ bilhões	(%)
Estados Unidos	742,2	39,0	782,9	34,2	858,3	32,5	1.247,3	24,1	2.129,5	24,0	14,1	534,1	37,4
Canadá	16,6	0,9	59,7	2,6	33,6	1,3	66,7	1,3	139,2	1,6	30,4	88,7	6,2
Japão	-125,9	-6,6	49,1	2,1	121,5	4,6	232,3	4,5	267,7	3,0	....	-16,4	-1,1
Reino Unido	347,8	18,3	459,5	20,1	588,3	22,3	1.316,5	25,4	2.043,6	23,0	24,8	-1.000,5	-70,1
Euro área	720,7	37,9	756,5	33,0	733,0	27,8	1.677,6	32,4	2.620,9	29,6	17,5	1.098,0	76,9
Em desenvolvimento	201,8	10,6	182,8	8,0	305,9	11,6	637,5	12,3	1.666,2	18,8	30,2	724,3	50,7
Total	1.903,2	100,0	2.290,5	100,0	2.640,6	100,0	5.177,9	100,0	8.867,1	100,0	21,2	1.428,2	100,0

Fonte: FMI (IFS e WEO Databases)

Tabela 12

Fluxos Líquidos de Capitais

	1999		2001		2003		2005		2007		2008	
	US$ bilhões	(%) do total	US$ bilhões	(%) do total	US$ bilhões	(%) do total	US$ bilhões	(%) do total	US$ bilhões	(%) do total	US\$ bilhões	(%) do total
Estados Unidos	238,1	51,6	400,3	72,0	532,9	59,8	700,7	54,6	657,4	37,4	534,0	27,6
Canadá	-11,9	-2,6	-13,7	-2,5	-14,8	-1,7	-24,3	-1,9	-21,6	-1,2	-13,1	-0,7
Japão	-112,5	-24,4	-90,1	-16,2	-120,8	-13,5	-138,5	-10,8	-226,5	-12,9	-228,3	-11,8
Reino Unido	43,3	9,4	26,6	4,8	45,9	5,1	34,4	2,7	101,7	5,8	6,9	0,4
Euro área	11,3	2,4	-24,0	-4,3	0,8	0,1	32,5	2,5	130,5	7,4	508,9	26,3
Em desenvolvimento	44,3	9,6	1,6	0,3	-176,6	-19,8	-353,6	-27,5	-618,5	-35,2	-646,0	-33,3
Total *	461,4	100,0	556,3	100	891,8	100	1.284,0	100	1.756,2	100	1.937,2	100,0

* Soma em módulo

: FMI (IFS e WEO Databases)

Observação: o cômputo dos dados considera Entradas e Saídas de capitais da perspectiva de residentes e não residentes. Dessa forma é possível a ocorrência de valores negativos nas Entradas, significando o retorno de capitais de não residentes. Também podem ocorrer valores positivos nas Saídas, significando a repatriação de recursos de residentes.

Um argumento muito comum para explicar o estabelecimento de uma moeda reserva, sobretudo num contexto marcado pela ampla mobilidade de capitais, tem sido o do tamanho e profundidade dos mercados financeiros domésticos, que permite, por meio de haveres financeiros com liquidez, dar conteúdo e estabilidade de valor à riqueza financeira, seja ela privada ou pública.

Os dados sobre o tamanho dos mercados financeiros (Tabela 13) mostram que em 2007 os mercados financeiros da região do euro eram maiores em alguns segmentos do que os do EUA e isto tanto em termos absolutos (valores em dólares), quanto em termos relativos, ou seja, expresso pelo grau de aprofundamento medido pelo valor dos ativos como razão do PIB. Desse último ponto de vista cabe destacar também o Japão que, apesar de seu mercado financeiro menor em termos absolutos, possui maior profundidade do que os EUA. Destaque-se ainda que a soma dos mercados financeiros do Japão com aqueles da Ásia emergente perfaz um sistema financeiro com valores aproximados dos outros dois grandes mercados, vale dizer da zona do euro e dos EUA.

Quando se consideram as variações, as discrepâncias são ainda mais significativas: exceto pelo medíocre crescimento do Japão, ainda um rescaldo da crise financeira dos anos 1990, o menor crescimento dos ativos financeiros é observado nos EUA e o maior nos mercados emergentes com incremento significativo na zona do euro e no Reino Unido. O menor tamanho do mercado financeiro nos EUA mas, principalmente, a sua taxa de crescimento inferior à dos demais países e regiões constitui uma outra assimetria do dólar enquanto moeda reserva. Em termos concretos significa que há outras moedas ampliando as suas capacidades de desempenhar o papel de moeda reserva.

Do ponto de vista dos segmentos que compõem o mercado financeiro, ainda há a clara predominância dos EUA no que se refere aos mercados de capitais, que são maiores do que o das outras áreas e países, o que talvez explique a preferência pela

alocação das reservas em dólar, dada a negociabilidade e portanto liquidez dos títulos. A preeminência dos EUA se mantém no mercado de ações embora ela seja menos significativa em 2007 do que em 2001 indicando seu ritmo menor de crescimento. Outro dado de grande relevância é o crescimento do mercado de ações na Ásia Emergente cujo valor se multiplica por dez em apenas seis anos.

Um padrão semelhante mas atenuado pode ser observado no segmento de títulos de dívida. Nesse caso a liderança americana também se faz presente, mas com menos intensidade. Isto porque este mercado cresce bem mais rápido na zona do euro, no Reino Unido e em várias regiões emergentes como a Ásia e América Latina. O aspecto mais importante quanto a esse mercado e que configura outra assimetria envolvendo o papel do dólar expressa-se na maior importância, em termos quantitativos, do mercado de títulos públicos na zona do euro e no Japão vis a vis aos EUA. Esses títulos, por sua melhor classificação de risco são, em geral, os preferidos para ancorar a riqueza financeira global, mormente aquela das autoridades monetárias dos distintos países.

No que se refere aos ativos bancários a situação se inverte e os EUA não só são menores do que a zona do euro, alcançando apenas 1/3 do valor desses ativos nessa última região, como também são inferiores ao Reino Unido e ao conjunto dos países emergentes. Pode-se concluir desse conjunto de dados que eles expressam uma assimetria importante no papel do dólar como moeda reserva na medida em que este último não está amparado, como seria de esperar por mercados financeiros maiores, mais líquidos e mais profundos. Essa característica dos mercados americanos está presente nos mercados de ações e de títulos privados. No segmento de títulos públicos e nos ativos bancários essa preponderância não existe.

Tabela 13

Indicadores selecionados do tamanho dos Mercados Financeiros (US\$ bilhões)

	Mercado de Ações		Títulos de Dívida						Ativos		Títulos, Ações		Variação em (%)	Total (1+2+3) (Em % do PIB)
	Capitalização (1)		Público		Privado		Total (2)		Bancários (3)		e Ativos bancários (1+2+3)			
	2007	2001	2007	2001	2007	2001	2007	2001	2007	2001	2007	2001	2007/2001	2007
Mundo	65.106	28.875	28.632	22.157	51.190	19.635	79.822	41.792	84.785	79.402	229.712	150.069	53	421
Euro área	10.040	4.277	7.613	4.181	15.411	5.311	23.024	9.492	30.137	24.464	63.461	38.233	66	520
Estados Unidos	19.922	13.827	6.594	9.698	23.285	8.806	29.879	18.504	11.194	22.157	60.996	54.488	12	442
Japão	4.664	2.294	7.148	5.317	2.070	1.608	9.218	6.925	7.839	12.409	21.721	21.628	0	496
Reino Unido	3.852	2.165	914	448	2.931	1.300	3.845	1.748	11.053	7.069	18.749	10.982	71	678
Emergentes: dos quais	20.950	1.947	4.908	1.519	2.912	826	7.820	2.345	15.004	10.065	43.774	14.357	205	253
Asia	13.783	1.310	2.556	674	1.949	596	4.505	1.270	9.382	6.722	27.670	9.303	197	370
América Latina	2.292	412	1.457	513	628	181	2.085	694	1.989	1.593	6.366	2.699	136	176
Oriente Média	1.276	64	40	8	84	10	124	18	1.166	718	2.566	800	221	164
África	1.182	84	89	49	77	12	166	60	646	530	1.994	674	196	181
Europa	2.418	77	767	275	174	27	940	303	1.820	501	5.178	881	488	147

Fonte: FMI (Globo Financial Stability Report)

4. Os impactos da crise

Uma das questões mais relevantes suscitadas pela crise diz respeito ao futuro do dólar enquanto moeda reserva única do sistema global. O destino do dólar, após a crise de 2007-2008, olhado de uma perspectiva mais duradoura, certamente terá impactos significativos sobre a globalização financeira e sobre os países emergentes. Vários autores como Ocampo (2009), Stiglitz. (2009), Reisen (2009), Cohen (2009) e Eichengreen (2009) estão de acordo quanto à hipótese de que no médio e longo prazo haverá uma fragmentação do sistema monetário internacional com o dólar passando a compartilhar de maneira mais decisiva, com outras moedas, o papel de moeda-reserva.

Para Eichengreen (2009), o enfraquecimento do dólar, embora sem perda de seu *status* como principal moeda reserva, no contexto de outras moedas-reserva, é uma hipótese bastante provável. Isto ocorrerá porque, de um lado, haverá menos demanda corrente por ativos em dólar por conta da redução do déficit em transações correntes e de outro, porque a ampliação do déficit público aumentaria a oferta de títulos. A implicação será perda de valor dos títulos e enfraquecimento do dólar. De fato, a oferta de títulos vai se ampliar, o que pode ocasionar, diante de uma demanda mais fraca, uma elevação das taxas de juros para atrair novos recursos para além daqueles que já se dirigiam ao financiamento da economia americana por conta do déficit em transações correntes. Se a queda da demanda atingir os estoques de ativos financeiros americanos de posse de não residentes, isto implicará elevação das taxas de juros e depreciação da taxa de câmbio o que terminará por atrair novos capitais. Ou seja, o enfraquecimento se expressaria na submissão do dólar às regras do trilema com a perda da autonomia absoluta da política monetária ante o constrangimento externo.

Autores como Stiglitz (2009), vêem o questionamento ao dólar de outra perspectiva. Esta viria do crescimento dos déficits fiscais – já significativo na

administração Bush e aumentado pela política anticíclica - e da ampliação do balanço do FED cujo efeito provável seria a inflação, destruindo aquele que seria um dos requisitos da moeda reserva: a imunidade do valor dessa riqueza a desvalorizações decorrentes do aumento continuado de preços. Para ele, o crescimento do déficit e da dívida, e a prática recente do FED de emitir dinheiro para salvar os bancos, deve levar os investidores a temer uma ampliação da inflação no futuro, o que reduziria sua demanda presente de ativos denominados em dólar.

Autores como Dooley, Folkerts-Landau & Garber (2009) têm uma visão distinta da robustez e perenidade do sistema centrado no dólar que denominam de sistema Bretton Woods II. Indagando como o sistema poderia se ajustar ao choque negativo de demanda oriundo da economia americana, e da sua propagação, concluem que o desmonte de BWII suporia uma mudança profunda e permanente de preços relativos via ajustes de taxas de câmbio. Do ponto de vista macroeconômico há o risco da concorrência em torno das taxas de câmbio (empurrar a conta para o vizinho) como vem fazendo a China. Do ponto de vista *ex-post* também teriam que se ajustar os níveis de poupança domésticos, por intermédio do aumento do consumo na China e redução nos EUA o que pareceria pouco viável. Na verdade mudar permanentemente a posição da taxa de câmbio de várias moedas, em particular do yuan em relação ao dólar mudaria o perfil de crescimento e mexeria em vários interesses na China e nos EUA. A alternativa de menor custo seria, na visão dos autores manter o arranjo e aguardar a recuperação americana.

Acrescentam que para o sistema de BWII se inviabilizar teria que ocorrer uma seqüência de eventos que se iniciaria com a parada da compra de ativos americanos levando à queda dos seus preços com elevação dos juros e desvalorização da moeda. Como primeiro efeito ter-se-ia um aprofundamento da crise com maior contração da demanda e como segundo uma correção dos desequilíbrios de conta corrente. A rigor, a implausibilidade desse ajuste repousaria nos seus custos generalizados o que tenderia a ser evitado por todos.

Excetuando a posição ultra-otimista desses autores, a maioria dos economistas acredita que o papel do dólar será afetado com a crise recente. E isto por várias razões. Em primeiro lugar porque a exclusiva preeminência do dólar nos últimos sessenta anos e, particularmente após 1980, constituiu uma exceção histórica do ponto de vista da organização do SMI. De outro lado porque, como vimos, há de fato várias assimetrias e fragilidades que marcam essa supremacia no período recente. A questão de fundo é contudo, qual seria o substituto imediato do dólar? Qual moeda nacional reuniria os requisitos de moeda reserva?

O uso do yen como moeda reserva estaria limitado não tanto pelo tamanho da economia japonesa, nem do seu mercado financeiro, mas pelo formato institucional desse último, muito baseado em bancos e no crédito, com mercados de capitais menos expressivos incapazes de lastrear o yen como moeda reserva. Como se viu na Tabela 13, o mercado de ações americano é cinco vezes maior do que o japonês e o da zona do euro mais de duas vezes maior. No mercado de títulos de dívida especialmente a privada a discrepância é menor, mas ainda significativa – 3,3 vezes para o mercado americano e 2,5 para o do euro. Isto não é verdadeiro porém para o mercado de títulos públicos no Japão cujo tamanho é maior do que os dos EUA e similar ao da zona do euro. A baixa internacionalização do yen configura assim, uma das assimetrias relevantes do SMI pois o seu uso nas várias dimensões da moeda reserva é muito desproporcional ao peso da economia japonesa, seu papel nos fluxos de capitais globais, sua sólida posição externa e por fim, mas não por último, o tamanho do seu mercado de títulos públicos.

No caso do euro haveria várias vantagens para o desempenho do papel de moeda reserva como o tamanho do PIB e da dívida em títulos, mormente a soberana, mas algumas desvantagens como a heterogeneidade do emissor, que seriam os tesouros nacionais de cada país e ausência de liquidez do título de maior qualidade, o do Tesouro alemão que tem pouca negociabilidade, pois boa parcela do mesmo está nas carteiras dos fundos de pensão alemães. A crise, num primeiro momento, foi

um importante teste para a qualidade do euro, pois a fuga para a qualidade não afetou a possibilidade de fazer a política expansionista com redução substancial da taxa de juros mantendo-se a demanda por moeda. Num segundo momento, porém, os déficits e dívidas elevados de um conjunto de países (Portugal, Espanha, Irlanda Grécia e Itália) e as suas dificuldades de ajuste têm gerado manifestações de desconfiança sobre a qualidade do euro.

A utilização do euro como moeda de referência no comércio regional, na zona de influência da União Europeia sugere que o seu papel como moeda reserva secundária estaria consolidado, pois quanto maior o uso como meio de troca e unidade conta maior sua possibilidade de virar moeda reserva. Uma forma de reforçar o seu papel global poderia ser a federalização das dívidas, que envolve questões bastantes complexas relativas à construção de uma autoridade fiscal supranacional.

A posição do yuan é bem particular e envolve várias dimensões. A primeira diz respeito ao fato da China ser a principal detentora de ativos de reserva oficiais em dólar e a sua revelada insatisfação com a possibilidade de desvalorização permanente dessa moeda. Esse problema não tem solução rápida, pois a liquidação de parte significativa dos haveres em dólar das reservas chinesas terminaria por desvalorizar o estoque que é muito alto. Isso sugere que a saída será feita, mas progressivamente.

A ampliação da posição do yuan como moeda reserva, por sua vez, é dificultada em razão da sua inconvertibilidade. Ou seja, a sua aceitação nas transações com terceiros, está limitada ao comércio da China com alguns parceiros comerciais, sobretudo os regionais embora o grau de integração regional e o volume de comércio sejam muito expressivos. Uma forma de ampliar a convertibilidade seria a abertura da conta de capital promovendo o acesso por parte de não-residentes a

mercados de capitais relativamente líquidos. Isso permitiria ter acesso a ativos em yuan e convertê-los em outras moedas (no limite ampliando a demanda por yuan).

A despeito desses obstáculos, há evidências de que o governo chinês tem tomado importantes medidas na direção de obter uma maior internacionalização do yuan. No plano comercial, várias grandes empresas foram autorizadas a estabelecer contratos de importações e exportações em yuan ao mesmo tempo em que seus bancos foram também autorizados a oferecer financiamento do comércio exterior denominado nessa moeda em seis países asiáticos. Durante a crise o Banco Central chinês realizou importantes operações de *swaps* de yuan contra as várias moedas de parceiros comerciais chineses dentro e fora da Ásia.

Na ampliação da conversibilidade da conta de capitais, além de aumentar o acesso ao mercado de títulos locais, seria necessário atingir seu último estágio, permitindo a emissão de bônus de não residentes no mercado local. De outro lado, seria necessário modificar o regime cambial, admitindo a flutuação da cotação do yuan. Todas essas mudanças contrariam a institucionalidade e papel do sistema financeiro chinês, indicando uma contradição com a busca de um peso internacional mais decisivo para o yuan. De qualquer modo, o peso regional do comércio chinês e a intenção de ampliar progressivamente a abertura dos mercados de capitais em Shanghai reforça o caráter regional de moeda reserva do yuan. Dessa perspectiva, a autorização para os bancos baseados em Hong-Kong, uma praça financeira internacional, emitirem títulos denominados em yuan é também um passo para internacionaliza a moeda.

Uma alternativa relevante diante da formação de um sistema monetário fragmentado com moedas globais fortes seria a utilização de uma moeda pública, no caso os Direitos Especiais de Saque emitidos pelo FMI. A rigor o DES não é uma moeda, mas uma unidade de conta que funciona como moeda pública de maneira bi-

lateral entre países-membro do FMI, sendo usado como instrumento de compensação. A sua emissão por sua vez obedece a critérios administrativos.

A ampliação do papel dos DES como moeda reserva suporia seu lastreamento em algum título cuja liquidez fosse significativa. A pergunta crucial é, quem emitiria este título e como seria operacionalizada a sua liquidez. O FMI poderia emitir esses títulos em troca das moedas conversíveis dos países membros, correndo um risco de descasamento de taxas de juros e taxas de câmbio. Na prática, poderia operar uma “conta de substituição” na qual receberia moedas contra emissão de títulos denominados em uma cesta de moedas. Para anular o risco da variação das taxas de câmbio poderia aplicar os recursos nos vários mercados nacionais na proporção da ponderação da cesta de moedas. Dependendo da ponderação a ser utilizada isto poderia levar a uma diversificação das reservas reduzindo o papel do dólar.

Essa última proposição pode ajudar a diversificar as reservas apaziguando as inquietações dos detentores de altos volumes de títulos em dólar. Mas não resolve de maneira profunda a questão da instabilidade do SMI. Isto porque ao enfraquecimento do dólar não correspondeu o surgimento de uma moeda alternativa no plano global, mas apenas no plano regional, como o euro e o yuan. A fragmentação do sistema e a provável continuidade do enfraquecimento do dólar e o reforço das moedas regionais certamente ampliará a instabilidade do SMI com maior volatilidade dos fluxos de capitais, taxas de câmbio e de juros.

Conclusões

Ao longo desse trabalho, no qual se discutiu as tendências recentes do sistema monetário-financeiro internacional, e sua resposta à crise, partiu-se da constatação de que a exclusividade do dólar como moeda reserva, sobretudo no período pós 1980, constitui uma excepcionalidade do ponto de vista da existência do

SMI. Em simultâneo, adotou-se a hipótese, secundada pela maioria dos analistas que discute o tema, de que esse papel do dólar será diminuído com o passar do tempo. E isto a despeito de seu reforço no curto-prazo, como evidenciado nos episódios de fuga para a qualidade, após a crise.

Para formular cenários de evolução do SMI a partir da crise é necessário trabalhar com algumas hipóteses secundárias, a respeito de algumas características essenciais definidoras desse sistema como, por exemplo, a mobilidade de capitais. Isto porque, o poderio do dólar como moeda reserva exclusiva se funda, sobretudo na livre mobilidade, e no tamanho, características e profundidade dos mercados financeiros dos EUA. Ou seja, o dólar e mais do que isto, os títulos emitidos no mercado financeiro americano, constituem a âncora da riqueza financeira global. Há assim uma simetria entre a importância do dólar e a globalização financeira. Se de algum modo esta for revertida também será atenuada a sua preeminência.

Há outros fatores que contribuirão cada vez mais, com o passar do tempo, para reduzir a dominância do dólar, e que dizem respeito a algumas peculiaridades da economia americana e assimetrias do SMI. Nessa última dimensão, cabe assinalar o peso crescente dos sistemas financeiros domésticos e dos fluxos de capitais de regiões como a União Europeia e mais recentemente da Ásia e particularmente da China sem se traduzirem no peso mais decisivo das suas moedas no âmbito global. Da mesma maneira, pode-se apontar o deslocamento significativo dos fluxos de produção, investimento e comércio para a Ásia sem a correspondente ampliação das suas moedas no comércio regional. Essa modificação da geografia econômica e financeira mundial e a assimetria monetária daí decorrente é uma situação nova na economia internacional e inexistia nos anos 1970 quando da crise do regime de Bretton Woods.

No que tange à economia americana, a peculiaridade a ressaltar são seus expressivos e recorrentes déficits em transações correntes dando origem a um

passivo externo líquido crescente, cujo valor tem sido objeto de manifestações de inquietação por seus principais detentores. Diante desse quadro, é muito provável que ocorra uma progressiva diversificação dos haveres de reserva dos bancos centrais e dos agentes privados, implicando na sujeição dessa economia às regras do trilema e portanto a um menor espaço para o financiamento de déficits e acumulação de dívidas.

A passagem de uma situação de dominância absoluta do dólar para outra, de compartilhamento de várias prerrogativas da moeda reserva, com a consolidação de moedas regionais de peso como o euro, o yuan e o yen, poderá ocorrer com a acentuação da instabilidade dos fluxos de capitais, taxas de câmbio e taxas de juros, caso a livre mobilidade de capitais não seja de algum modo restringida. Na hipótese de uma transição negociada, além de uma diminuição dessa instabilidade poderá ocorrer uma ampliação do papel das “moedas públicas” como o DES emitido e gerido pelo FMI ou por alguma instituição monetária multilateral.

Referências bibliográficas

- Aglietta, M e Landry, Y (2007) *La Chine vers la superpuissance*. Paris, Economica.
- Cohen, B.J (2009) *The Future of Reserve Currencies* *FINANCE & DEVELOPMENT*, IMF Sept 2009 – Volume 46 – Number 3.
- Cohen, B.J (1971) *The Future of Sterling as an International Currency*. London: Macmillan.
- Dooley, M.P; Folkerts-Landau, D & Garber, P.M. (2009) *Bretton Woods II still defines the international monetary system*. NBER Working Papers Series. Working Paper 1473.
- Eichengreen, B (2009) *Commercialize the SDR Project Syndicate*, 2009. Disponível em: www.project-syndicate.org.
- [Eichengreen](#), B (2009) *Lessons of the Crisis for emerging Markets*. ADBI Working Papers Series, nº 179, December.
- Eichengreen, B (2009) *The dollar dilemma*. *Foreign affairs*. September/October.

Goldberg, L (2008) The International Roles of the Dollar and Euro in Trade. Peterson Institute. for International economics. Disponível em: www.piie.com/publications/papers/goldberg1008ppt.pdf - 2009-04-18.

Hu, Xiaolian. (2009) On the roots of the current Financial Crisis. Paper fo G20 Workshop on the Global Economy.

IMF – Special Drawing Rights – FactSheet.

Mateos y Lago, I. Dutttagupta R e Goyal, R (2009) The debate on the international Monetary System” IMF Staff Position Note, November.

Ocampo, J.A (2009) Reforming The Global Reserve System, in: Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, New York: Oxford University Press. 2009.

Parboni, Riccardo (1981) The Dollar and Its Rivals. Recession, Inflation and International Finance. London: Verso.

Pettis, M. (2009) Is Governor Zhou a closet Bernake-ite? *Asia Economic Monitor*, Apr 9, 2009.

Reisen, H (2009) Shifting wealth: Is the US dollar Empire falling? *VOX*, 20 June 2009.

Roxburgg, C et al (2009) Global Capital markets: Entering a new Era. McKinsey Global Institute, Sepetember 2009.

Serrano, F (2002) Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.

Stiglitz, J. (2009) Death cometh for the Greenback. *The National Interest* online 10.27.2009.

Tavares, M. C (1985) A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, vol 5 nº 2 1985.

Tavares, M. C., Melin, L. C. (1997) Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. 2. ed. Petrópolis: Vozes.