

## **Hora de mudar o Foco do Debate**

Monica Baumgarten de Bolle  
*Economista, diretora do IEPE/CdG e*  
*Profª do Departamento de Economia da PUC-Rio*  
16 de novembro de 2010

O impasse da reunião do G20, como Benjamin Button, o protagonista do conto de F. Scott Fitzgerald, já nasceu velho. O espírito belicoso e a incansável repetição do bordão da “guerra cambial” selaram, de antemão, o destino de um encontro que não poderia ter outro resultado do que ecoar promessas vazias e de respaldar a atitude de “cada um por si” que tem sido a marca desses meses em que foram dissipadas as ilusões sobre a recuperação global. É hora dos analistas e dos gestores de política econômica se resignarem com o fato de que as “soluções” para os dilemas globais são todas subótimas e passarem para um outro debate, mais interessante e produtivo. Como as recentes iniciativas europeias poderão modificar o desenho institucional do sistema financeiro internacional no futuro?

O cansativo bordão da “guerra cambial” ainda domina as manchetes, apesar de ser difícil enquadrar os acontecimentos atuais nos moldes da batalha protecionista que ocorreu na década de 30. Os EUA estão afrouxando a política monetária porque não têm alternativa para diminuir os riscos de uma segunda recessão. Se não estivessem fazendo isso, decerto estariam sendo acusados de negligência. O efeito colateral da frouxidão monetária é o enfraquecimento do dólar. Mas há uma grande distância entre a motivação atual da política, a de reerguer a economia, e as acusações de que os EUA estão implementando, intencionalmente, uma desvalorização competitiva. A China, o outro pólo das desavenças cambiais, não pode soltar de vez o iuane, pois não possui um sistema financeiro suficientemente desenvolvido para intermediar os fluxos de capitais que inevitavelmente assolariam o país, já que não há flexibilização cambial sem a abertura à entrada de capitais. Portanto, a relutância dos chineses em deixar a moeda flutuar mais livremente tem uma justificativa que também passa longe dos intuitos de desfrutar, pura e simplesmente, de vantagens competitivas.

Por outro lado, os países que estão enfrentando fortes entradas de capitais decorrentes da frouxidão monetária engendrada pelo emissor da moeda internacional têm suas razões para

adotar certas medidas restritivas. Tais políticas visam a evitar que o excesso de liquidez impulse aumentos exagerados nos preços dos ativos e na oferta de crédito, elevando os riscos de bolhas perigosas. Os países que até agora adotaram essas medidas deixaram claro que o fizeram por razões de natureza prudencial, e não por almejarem as vantagens de uma moeda mais desvalorizada. Repetir o bordão da guerra cambial nestas circunstâncias beira a irresponsabilidade, pois apenas amplifica as tensões em torno de uma situação irremediável. Essas tensões podem acabar descambando para o protecionismo descarado, refletindo a velha máxima de que tudo o que é repetido à exaustão acaba sendo percebido como verdadeiro.

Cansados dessa discussão circular, talvez as atenções se voltem para um desdobramento bastante relevante para o desenho do sistema financeiro internacional. As mazelas da zona do euro estão fazendo os países centrais da região convergirem rapidamente para a implementação de um mecanismo de resolução de crises e de reestruturação de dívidas soberanas, em uma atitude digna do político francês Jean Monnet, voraz defensor da unificação europeia no pós-guerra. Segundo Monnet, “as pessoas aceitam mudanças quando enfrentam grandes necessidades, mas apenas reconhecem essas necessidades quando se deparam com uma crise”. Neste espírito, o Instituto Bruegel, um importante *think tank* baseado em Bruxelas, e cujas opiniões e análises têm grande ressonância na Comissão Europeia, acaba de divulgar um relatório propondo o estabelecimento de um *European Crisis Resolution Mechanism* (ver Gianviti et al “A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal”).

A proposta prevê a criação do mecanismo baseado em dois pilares fundamentais: a elaboração de procedimentos para iniciar e conduzir as negociações entre devedores e credores nos casos em que os países estejam enfrentando problemas de solvência, permitindo reestruturações organizadas das dívidas soberanas; e a formulação de regras para conceder assistência financeira tanto aos países que estejam negociando a reestruturação das suas dívidas, quanto aos que fossem vitimados, temporariamente, por problemas de liquidez. A assistência financeira seria concedida pelo *European Financial Stability Fund* estabelecido em maio de 2010, reformulado para ajudar os países com

programas de financiamento condicionados ao desempenho macroeconômico, semelhantes às operações do FMI.

Embora muito ainda tenha de ser detalhado para determinar a viabilidade de um mecanismo desta natureza, o fato é que as discussões estão avançando mais rapidamente do que se imaginava. A Alemanha tem sido a grande responsável pelo ímpeto recente, já que teria de arcar com a maior parte do ônus financeiro no caso de algum país necessitar de ajuda antes da existência do mecanismo. Isso é relevante, pois há questões legais que poderiam dificultar uma eventual assistência alemã, associadas à interpretação da cláusula de “*no bail out*” do Tratado de Maastricht pela corte constitucional do país. O debate também está sendo propellido pela nova onda de agravamento das tensões nos mercados de títulos nas últimas semanas.

Além de ser, potencialmente, a maior mudança no desenho do sistema financeiro internacional desde a criação das instituições de Bretton Woods em 1944/45, o estabelecimento de um mecanismo que funcionaria como um “Fundo Monetário Europeu” respaldaria a criação de outros fundos monetários regionais. Os países asiáticos, por exemplo, vem discutindo a implementação de um Fundo Monetário Asiático desde a crise de 1997/98, e o *Asian Development Bank* está há anos estudando a possibilidade de criar uma *Asian Currency Unit (ACU)*, nos moldes da *European Currency Unit* que precedeu o euro. Não que os países asiáticos tenham condições de formar uma união monetária, dadas as grandes diferenças estruturais entre as economias da região. Mas a criação da *ACU* e a sua disseminação como meio de troca para as transações comerciais entre os países asiáticos teria maiores chances de sair do papel se motivada pela iniciativa europeia.

Neste contexto, a tentativa de fortalecer o euro, mediante a correção de importantes falhas institucionais, poderia se tornar um novo fator estrutural de enfraquecimento do dólar e acelerar a convergência para um sistema financeiro caracterizado por múltiplas moedas de reserva internacionais. É este debate que hoje merece uma reflexão mais profunda, fugindo um pouco das reclamações sobre uma guerra, por enquanto, quixotesca.