

Universidade Federal de Santa Catarina
Centro Socioeconômico
Departamento de Economia e Relações Internacionais
Graduação em Relações Internacionais

Vanessa Grüdtner

**A Moeda Internacional e os Custos de Ajuste
da Balança de Pagamentos: Impacto do
*financial statecraft***

Florianópolis, Santa Catarina
2017

Vanessa Grüdtner

**A Moeda Internacional e os Custos de Ajuste da Balança
de Pagamentos: Impacto do *financial statecraft***

Monografia submetida ao curso de Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Jaime César Coelho

Florianópolis, Santa Catarina

2017

Universidade Federal de Santa Catarina
Centro Socioeconômico
Departamento de Economia e Relações Internacionais
Graduação em Relações Internacionais

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota 9,5 à aluna Vanessa Grüdtner na disciplina CNM 7280 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca examinadora:

Jaime César Coelho

Laura Mabel Lacaze

Lucas Rovaris Cidade

Resumo

O aumento da financeirização da economia mundial levou a um aumento do poder monetário dos Estados e sua relevância na determinação do sistema mundial. Logo que os Estados Unidos descobriram o enorme poder que detinham por serem os emissores da moeda de ampla aceitação mundial, descobriram uma forma de lutar guerras sem perder vidas, através do uso do seu *financial statecraft* – a forma que o Estado transforma o poder monetário em instrumento de política externa. Entretanto este poder se difere dos demais *statecrafts* por ser, em última instância, determinado pela cooperação internacional, logo, não podendo ser utilizado indiscriminadamente. O poder monetário dos Estados Unidos é pautado pela confiança dos agentes internacionais no dólar, de modo que os Estados Unidos não podem utilizar a moeda apenas em benefício próprio, tendo que zelar pela ordem do sistema monetário e financeiro internacional. Mas, os Estados Unidos não vêm cumprindo esse papel de maneira satisfatória. O uso do seu *financial statecraft* levou o mundo à crise financeira internacional de 2008-2009 e, com isso, acelerou o processo de multipolarização mundial, com a ascensão de novos atores, principalmente da China. Dado esse cenário, o objetivo desse trabalho é entender o que levou a essas mudanças e como essas mudanças vão alterar a balança de poder dos Estados. Conforme a literatura mostra, a China vem utilizando seu *financial statecraft* para aumentar o seu poder e o poder dos demais países emergentes e, com isso, diminuir o poder relativo dos Estados Unidos. Mesmo que a China ainda não queira e não possa tomar a hegemonia dos Estados Unidos, como esse trabalho conclui, o caminho para o topo da hierarquia de moedas passa pela ascensão de um mundo multipolar e, quanto a isso, os Estados Unidos não parecem estar fazendo nada.

Palavras-chave: Poder Monetário. *Financial Statecraft*. Mundo Multipolar. Balança de Poder. Estados Unidos. China.

Abstract

The increase in the financialization of the world economy has led to an increase in the monetary power of states and their relevance in determining the world system. As soon as the United States discovered the enormous power they held as the issuer of the widely accepted currency, it discovered a way to fight wars without losing lives through the use of its financial statecraft — the way the states turns monetary power into an instrument of foreign policy. However, this power differs from other statecrafts because it is ultimately determined by international cooperation, so it can not be used indiscriminately. The monetary power of the United States is based on the confidence of the international agents in the dollar, so that the United States can not use the currency only for its own benefit, having to take care of the international monetary and financial system. But the United States is not fulfilling that role satisfactorily. The use of its financial statecraft led the world to the international financial crisis of 2008-2009 and thereby accelerated the process of multi-polarization worldwide with the rise of new players, especially China. Given this scenario, my purpose in this paper is to understand what led to these changes and how these changes will affect the balance of power of states. A review of the literature shows that China has been using its financial statecraft to increase its power and the power of other emerging countries and thereby reduce the relative power of the United States. Even if China still does not want to and can not take the hegemony of the United States, as I conclude in this paper, the way to the top of the hierarchy of the currencies is the rise of a multipolar world, and it seems United States is not doing anything about it.

Keywords: Monetary Power. *Financial Statecraft*. Multipolar World. Balance of Power. United States. China.

Sumário

1	INTRODUÇÃO	6
2	O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL	7
3	A RELAÇÃO ENTRE PODER E MOEDA	21
3.1	O poder de adiar e desviar os custos de ajuste na balança de pagamentos	23
3.2	Os papéis da moeda e o poder do Estado	25
4	O PRIVILÉGIO EXORBITANTE DO DÓLAR E A ASCENSÃO DE UM MUNDO MULTIPOLAR	30
4.1	A crise de 2008-2009	31
4.2	Alternativas ao dólar	34
4.3	O mundo multipolar	41
5	<i>FINANCIAL STATECRAFT</i>	46
5.1	As estratégias de <i>Financial statecraft</i> do Brasil no século XXI	52
5.2	China	55
5.3	A resposta dos Estados Unidos	58
6	CONCLUSÕES	62
	REFERÊNCIAS	65

1 Introdução

Os Estados Unidos, hoje, são a hegemonia dominante do sistema mundial, além de serem os emissores da única moeda de ampla circulação e aceitabilidade no mundo. Com a crise de 2008-2009, o governo norte-americano não resistiu e, como forma de financiar os seus custos, começou uma expansão monetária, se é que se pode dizer, discricionária, sem se preocupar com a repercussão mundial. Uma política dessas apenas o emissor da moeda mundial pode pôr em prática, na medida em que a detenção de dólares por agentes externos se torna uma forma de empréstimo a juros zero, ao invés de gerar uma crise inflacionária.

Contudo, zelar pela estabilidade do sistema monetário internacional é um dos papéis do país emissor da moeda global, de modo que o uso do poder monetário é pautado pela reputação, o que impõe limites ao uso dessa política de exportar os custos de ajuste na balança de pagamentos. A perda da fé internacional no dólar teria um grande efeito sobre o poder dos Estados Unidos, mas, se há algo sobre esse assunto que a história ensinou, é que não é fácil e nem rápido deslocar uma moeda do topo da pirâmide mundial de moedas.

Mesmo o dólar estando longe de perder seu posto de moeda global, o pessimismo crescente com relação ao dólar abriu espaço para que novos atores atuassem no sistema internacional, principalmente os países emergentes do BRIC (especialmente a China), não tão contentes com o status quo como os países desenvolvidos.

Para isso, o trabalho está dividido em mais cinco seções além desta. A primeira seção traz a história do sistema monetário e financeiro internacional, para se entender como se instituiu o atual processo de acumulação na ordem mundial, caracterizado pela financeirização da economia. O aumento da financeirização da economia aumentou a relevância do poder monetário dos Estados, logo, a segunda seção explica a relação que existe entre poder e moeda.

A terceira seção mostra as vantagens que os Estados Unidos têm por serem os emissores da moeda internacional, assim como as limitações desse poder e as políticas adotadas pelo governo que podem fazer os Estados Unidos perderem esse privilégio. Nessa seção também são apresentadas algumas alternativas ao dólar, seus problemas e alguns indícios de que o mundo está se tornando cada vez mais multipolar. Na quarta seção são apresentados os conceitos de *economic and financial statecraft*, a forma que o Estado transforma os assuntos econômicos e financeiros em instrumentos de política externa, e como os atores internacionais usam e podem usar seu *financial statecraft* para alterar a ordem mundial que está se formando. A quinta e última seção traz as principais conclusões obtidas através desse trabalho.

2 O sistema monetário e financeiro internacional

De acordo com [Eichengreen \(2000\)](#), o sistema monetário internacional é o que mantém ligadas as economias dos diferentes países. Seu papel é dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas de balança de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais em casos de abalos sistêmicos. Independente do sistema monetário internacional estar funcionando bem ou mal, é impossível desvincular o funcionamento da economia internacional do sistema monetário internacional. Desta forma, o desenvolvimento do sistema monetário internacional está intimamente ligado ao desenvolvimento do mercado de capitais.

O sistema monetário internacional geralmente não advém de um acordo firmado por especialistas, nem é negociado em conferências de cúpulas. De fato, acordos monetários estabelecidos em negociações internacionais são exceções, e não a regra. Para que acordos sejam firmados é necessário que existam laços firmes de cooperação entre os países através de iniciativas internacionais conjuntas, e que os governos ignorem a vantagem de simplesmente pegar carona no acordo e não participar a divisão de custo de se instituir um sistema monetário comum. Não é de se surpreender, como expõe [Eichengreen \(2000\)](#), que as conferências monetárias internacionais de 1870, 1920 e 1970 tenham falhado e que o Sistema de Bretton Woods tenha sido instituído em uma época de ascensão política solidária antifascista que se seguiu ao fim da Segunda Guerra Mundial.

Dessa forma, o desenvolvimento dos sistemas monetários internacionais são processos históricos e, com mais frequência, surgiram espontaneamente como resultado de decisões individuais de países que vieram a ter relevância no cenário econômico internacional. A emergência do padrão ouro antes da Primeira Guerra Mundial é um exemplo desse processo. Em 1717, Isaac Newton, como responsável pela casa da moeda inglesa, fixou o preço da prata em um valor muito baixo em ouro. Isso permitia que os especuladores praticassem arbitragem, importassem ouro e exportassem prata. Como consequência, a prata foi saindo de circulação e em 1774 a Inglaterra adotou o padrão ouro. Com a Revolução Industrial e a emergência do país como potência financeira e comercial do mundo no século XIX, os demais países foram, aos poucos, acompanhando os britânicos na adoção do padrão ouro.

Por volta do século XX finalmente havia surgido um sistema verdadeiramente internacional baseado no ouro, mesmo que apenas quatro países tenham adotado um padrão puramente baseado no ouro – Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos. Basicamente, o dinheiro que circulava nesses países tinha a forma de moeda de ouro. O montante adicional de papel-moeda e outras moedas que circulavam simultaneamente correspondia a um

volume equivalente de ouro guardado nos cofres dos Bancos Centrais, onde podiam ser convertidos. Os países incentivavam a entrada de ouro oferecendo empréstimos sem juros a importadores de ouro e tentavam desencorajar ao máximo a saída do metal. Como aponta [Mariano \(2011\)](#), os países integrantes do padrão ouro não mediam esforços para defender suas reservas de ouro para, assim, garantir o sistema de conversibilidade.

Em países como Bélgica e Suíça o dinheiro em circulação era na forma de papel, prata e moedas representativas, mas os governos estavam prontos para converter o dinheiro em circulação em ouro a um preço fixo. Logo, era como se também tivessem adotado o padrão ouro. Por outro lado, havia países que não tinham reservas expressivas em ouro, como a Índia, Filipinas, grande parte da América Latina, Rússia, Japão, Holanda, dentre outros. Nesses países as reservas assumiam a forma de haveres monetários de países cujas moedas eram conversíveis em ouro. A participação de saldos no exterior cresceu de aproximadamente 10% em 1880 para 20% às vésperas da Primeira Guerra Mundial, quando a libra esterlina era a divisa predominante, correspondendo a 40% de todas as reservas internacionais, de acordo com [Eichengreen \(2000\)](#).

Dessas decisões autônomas de governos nacionais nasceu um sistema internacional. A posição singular da Grã-Bretanha na economia mundial protegeu sua balança de pagamentos contra choques e proporcionou as condições para que a libra esterlina ancorasse o sistema internacional. Os britânicos, por um lado, concediam empréstimos e, por outro, exportavam bens de capital, estabilizando assim as contas externas do país e aliviando as pressões sobre o Banco da Inglaterra.

Quando o país importava mais do que exportava, ele incorria em déficit de pagamentos e tinha que transferir ouro para o país superavitário. Mas, para evitar uma grande movimentação de ouro, o Banco Central podia intervir utilizando a taxa de redesconto. Os bancos emprestavam dinheiro a comerciantes em troca de um título assinado pelo comerciante e de uma taxa de juros, a taxa de redesconto. Se o banco elevasse a taxa de redesconto e tornasse os empréstimos mais onerosos, menos pessoas estariam interessadas em pegar empréstimos, diminuindo assim o meio circulante, exercendo pressão para a baixa dos preços, aumentando a competitividade dos produtos domésticos e eliminando o déficit externo com a mesma eficácia de uma saída de dívidas em ouro.

Esse mecanismo, além de assegurar um lugar para os Bancos Centrais nas operações de ouro, introduz o papel dos fluxos de capitais no ajuste. As taxas de juros mais elevadas tornavam o mercado interno mais atraente para investidores em busca de investimentos de curto prazo e atraíam capital externo. Assim, a elevação da taxa de redesconto não agia apenas esfriando a demanda por bens importados, mas também atraindo capital do exterior, reduzindo as perdas de ouro.

Como aponta [Eichengreen \(2000\)](#), outros países do padrão ouro europeu também recorriam ao mesmo mecanismo para equilibrar suas contas externas. Assim, o fato de

o final do século XIX ter sido um período de expansão e multilateralidade no comércio internacional não se deu apenas pela estabilidade cambial do padrão ouro, mas também pela abertura dos mercados e o crescimento do comércio, que deram sustentação ao funcionamento do mecanismo de ajuste oriundo do padrão ouro. A livre circulação comercial e de capital permitiu o aumento tanto das exportações de mercadorias quanto de capital. Em contrapartida, os britânicos aceitavam importar sem restrições as commodities das regiões exportadoras de produtos primários ajudando, assim, esses países a arcar com o serviço de suas dívidas externas e se ajustar a impactos na balança de pagamentos.

O isolamento que os países tinham graças à taxa de câmbio fixa, permitia que as autoridades monetárias se comprometessem com a estabilidade da moeda e a manutenção da conversibilidade em ouro. A confiança dos agentes no sistema criava um mecanismo de realimentação positiva: quando a taxa de câmbio caía, os investidores adquiriam essa moeda, reduzindo a necessidade de realinhamento da taxa de câmbio. O que distinguia a confiança em diferentes estatutos nacionais era o montante de reservas que um banco deveria manter. Grã-Bretanha, Noruega, Finlândia, Rússia e Japão operavam um sistema fiduciário, onde o Banco Central tinha autoridade para emitir um montante limitado de moeda não lastreado em outro.

Contudo, por volta da virada do século, o crescimento do comércio internacional levou ao crescimento econômico e ao desenvolvimento financeiro também em outros países, enfraquecendo, comparativamente, a Grã-Bretanha. Nessa época, os Estados Unidos já eram a maior economia do mundo, mesmo sendo um país praticamente agrícola. Aliado ao seu perfil exportador de commodities, o fato de os Estados Unidos terem um sistema bancário rudimentar, fez com que aumentasse a demanda por cédulas e moeda e, junto com elas, a demanda por ouro e a taxa de juros. Assim, cada vez mais a Grã-Bretanha via uma parcela menor de seus empréstimos voltar a Londres na forma de depósitos externos.

De fato, os países não industrializados nunca chegaram a estabelecer solidamente o padrão ouro, principalmente por não terem as instituições necessárias. Os Estados Unidos criaram o seu Sistema de Reserva Federal, o FED, apenas em 1913 e os países da América Latina na década de 1920. Somando-se a ascensão, mesmo que insipiente, desses novos atores internacionais, à redução de descobertas de ouro, houve um questionamento sobre se o nível de estoque de ouro seria suficiente para atender às necessidades de expansão da economia mundial. Esses pontos aumentavam o risco de abalo na confiança dos agentes, que poderiam liquidar seus depósitos, liquidando as reservas cambiais dos países e assim liquidar todo o sistema.

Os acontecimentos políticos internos e externos também não se mostravam propícios para a estabilidade do sistema. Internamente, a ampliação dos direitos de cidadania e o surgimento dos partidos políticos operários fizeram com que as diretrizes das autoridades monetárias voltadas à manutenção da conversibilidade começassem a ser questionadas. A

estabilidade da moeda não parecia ser mais importante do que a manutenção do nível de emprego. Externamente, o crescimento das tensões militares entre Alemanha, França e Grã-Bretanha depois da partilha da África minaram a cooperação financeira que havia se estabelecido até então.

Com o advento da Primeira Guerra Mundial a liberdade comercial e o compromisso dos governos em relação à conversão das moedas domésticas em ouro terminou abruptamente. O ouro passou a ser insumo para financiar a Guerra. Os governos impuseram leis para proibir a exportação de ouro, aumentaram impostos e emitiram títulos governamentais. Frente ao constante desequilíbrio, os governos não tiveram escolha, senão suspender a conversibilidade em ouro ou em moeda estrangeira, e passaram a emitir cada vez mais moeda fiduciária, agora sem credibilidade, causando grandes variações nas taxas de câmbio.

Como coloca [Mariano \(2011\)](#), grande parte dessas variações nas taxas de câmbio se deram pelas condutas não-cooperativas entre os países, que praticaram desvalorizações cambiais competitivas e manipularam as taxas de desconto. Como resultado, o sistema de cooperação foi deixado de lado e, assim, todos o sistema deixou de operar. Nesse contexto, o movimento de capitais passou a assumir outra natureza, e moedas importantes do sistema passaram a sofrer ataques especulativos. Não é de se surpreender que grande parte da reconstrução do pós-Primeira Guerra foi de caráter monetário.

Os efeitos da Guerra foram basicamente diferentes entre os grupos de países ganhadores, perdedores e os Estados Unidos. Em 1932, o sistema monetário estava fracionado em três blocos, de acordo com [Eichengreen \(2000\)](#): os países que mantiveram a convertibilidade em ouro residual, principalmente os EUA; a área da libra esterlina, que incluía os países que haviam atrelado sua moeda à libra e; os países da Europa Central liderados pela Alemanha, onde era praticado o controle sobre o câmbio. Alguns países que tinham relações comerciais com mais de um bloco, como o Canadá, ficaram no meio termo. O Canadá abandonou o padrão ouro, como a Grã-Bretanha, mas não permitiu que sua moeda se desvalorizasse tanto, como a libra esterlina, para evitar a desestabilização de suas relações financeiras com os Estados Unidos.

Os Estados Unidos concederam empréstimos para que seus aliados pudessem financiar a guerra, principalmente à França e à Grã-Bretanha. Com isso, esses países passaram a atrelar sua moeda ao dólar a um câmbio desvalorizado. O que era vantajoso durante a guerra por baratear as importações deixou de ser depois dela por incentivar a saída de ouro do país. Assim, como uma tentativa de reorganizar o sistema financeiro internacional aos moldes do que era antes da Guerra, na segunda metade da década de 1920 o padrão ouro foi reestabelecido. Contudo, as condições eram muito diferentes das observadas antes da Guerra. Os mercados de trabalho já não eram tão flexíveis e as commodities já não circulavam tão livremente no comércio internacional, o que

impossibilitava a absorção de impactos com facilidade. Além disso não havia cooperação e credibilidade no sistema. Quando ocorriam choques, o capital financeiro, que antes fluía para equilibrar as balanças de pagamentos, passava a fugir.

A queda da atividade econômica que culminou na Grande Depressão em 1929 foi reflexo disso. A Grande Depressão resultou no colapso do padrão ouro na periferia, que tinha Bancos Centrais ainda muito insipientes. E o colapso na periferia se alastrou para os países centrais. Assim, o padrão ouro no período entre Guerras teve vigência como um sistema global durante menos de cinco anos. Datou da estabilização da moeda da França em 1926 até a desvalorização da libra pela Grã-Bretanha em 1931. A Áustria e a Alemanha, que sofreram crises bancárias e corridas contra suas reservas internacionais, foram levadas a suspender a conversibilidade e aplicar controles cambiais. A Grã-Bretanha, já enfraquecida pela queda das receitas de investimento oriundas da Grande Depressão e pela crise do sistema bancário na Europa Central, suspendeu a convertibilidade em 1931 e levou com ela muitos países que praticavam comércio intenso com a Grã-Bretanha e dependiam de financiamentos do mercado londrino. Para esses países fazia mais sentido atrelar suas moedas à libra esterlina e manter suas reservas cambiais em Londres.

Mas, esse sistema tripolar que se instaurou também não era estável. A desvalorização da moeda pelos países da área na libra, aliado ao controle de câmbio praticado pela Alemanha e seus vizinhos, começou a minar a balança de pagamentos dos países que seguiam praticando o padrão ouro. Esses foram obrigados a praticar medidas restritivas para defender suas reservas, como aumentar a taxa de juros, o que fez cair ainda mais os níveis de atividade econômica, aumentar o desemprego e aumentar as pressões políticas internas. Os investidores começaram a vender moedas lastreadas em ouro, causando fuga de capitais e pressão pela desvalorização cambial. Assim, os países membros do bloco do ouro foram obrigados a suspender a convertibilidade e desvalorizar sua moeda, guiados principalmente pelos Estados Unidos que, para defender seu sistema bancário e colocar o país de volta ao trilho do crescimento, compraram ouro e fizeram com que o dólar perdesse 40% de valor com relação à moeda dos demais países do padrão ouro. Esses países tiveram suas posições competitivas deterioradas e, sem opção, desvalorizam suas moedas.

Através desse processo caótico o padrão ouro deu lugar à adoção de taxas de câmbio flutuantes. Basicamente a Primeira Guerra transformou os Estados Unidos de devedor internacional em maior credor do mundo. O centro de gravidade internacional se distanciou do Reino Unido e passou a se aproximar dos Estados Unidos, que assumiram a liderança nas esferas comercial e financeira. Mas, ainda, as relações comerciais e financeiras dos Estados Unidos com o resto do mundo ainda não se ajustavam perfeitamente de forma a produzir um sistema internacional funcional. Porém, esse cenário muda no pós-Segunda Guerra Mundial, com as novas regras estabelecidas para o sistema financeiro internacional, com o Acordo de Bretton Woods em 1944.

O planejamento da ordem monetária internacional no pós-Guerra começou a se desenvolver em 1940 no Reino Unido e em 1941 nos Estados Unidos. Ao menos por motivos históricos, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), a libra continuou sendo o principal rival do dólar. Os membros da área da libra haviam concedido crédito ilimitado ao Reino Unido durante a guerra, recebendo, em contrapartida, notas do Tesouro britânico como títulos de dívida. Enquanto isso, a Inglaterra e seus aliados recorriam às suas reservas em dólar para adquirir suprimentos nos Estados Unidos. Assim, no fim da guerra, os saldos dos acumulados de libra esterlina em poder dos Bancos Centrais e dos governos correspondiam ao dobro dos saldos em dólar.

Superficialmente essa situação dava a impressão de que a libra ainda era a principal moeda de reserva internacional. Porém, dois terços dos créditos externos no Reino Unido estavam nas mãos dos países que abrangiam a área da libra esterlina, e a maioria havia acumulado a libra por motivos relacionados à guerra. Além disso, esses saldos foram mantidos no pós-Guerra apenas pelo fato dos ingleses imporem impostos que impediam os países de trocá-los por mercadorias ou moedas mais úteis. Mesmo os detentores da moeda sabiam que a manutenção de libras esterlinas era desvantajosa, pois os passivos externos líquidos do país, no valor de US\$15 bilhões, equivaliam a quase seis vezes suas reservas em ouro e divisas, diferente dos dias em que os ativos da Inglaterra no exterior excediam em muito seus passivos externos, quando não havia dúvidas sobre a estabilidade da libra esterlina nem sobre a segurança dos investimentos estrangeiros.

Mas, se havia alguma dúvida sobre o papel do dólar como unidade monetária dominante, a assinatura do Acordo de Bretton Woods acabou com ela. De acordo com [Baer et al. \(2016\)](#), a função efetiva desse acordo, mais do que ditar regras, foi instituir a hegemonia dos EUA no âmbito monetário internacional, ao se determinar o ouro como ativo de reserva internacional. Devido à situação totalmente assimétrica existente no pós-Guerra, onde os Estados Unidos detinham dois terços das reservas mundiais de ouro, o Acordo sancionava, inevitavelmente, o predomínio do dólar como moeda de circulação internacional, já que era a única moeda que podia garantir, de imediato, sua livre conversibilidade ao ouro em montantes significativos, o que consolidava sua aceitabilidade mundial. Isso fez com que os outros países, ao invés de acumularem ouro como reserva de valor internacional, mantivessem suas reservas diretamente em dólares, consolidando a moeda norte-americana como referencial monetário internacional e, assim, o padrão dólar-ouro.

A ordem monetária estabelecida em Bretton Woods se fundamentou em quatro aspectos básicos, além do ouro como ativo de reserva. Em primeiro lugar, o regime de câmbio seria fixo, mas ajustável em função de desajustes estruturais. Essa medida, juntamente com a âncora em ouro, impedia os países de praticar desvalorizações cambiais competitivas para incentivar o crescimento econômico e eliminar o controle sobre a expansão monetária, como muitos fizeram no período entre Guerras, gerando desordem monetária. A instituição de um padrão câmbio-ouro tinha, assim, como fundamento teórico a ideia de ancorar o

sistema monetário internacional a uma base material que garantisse limites concretos à expansão da liquidez.

O segundo aspecto era a livre conversibilidade de uma moeda nacional para outra, garantindo a plena mobilidade dos capitais privados entre os países. Esta mobilidade somente deveria ser restringida em caso de movimentos especulativos. O terceiro aspecto se referia ao procedimento para o ajuste nos desequilíbrios da balança de pagamentos. No caso de desajustes estruturais, era feito um realinhamento das paridades das taxas de câmbio, coordenado por um organismo supranacional, que se criou para tal, o Fundo Monetário Internacional – FMI.

O quarto aspecto era a institucionalização da ordem monetária internacional. Cabia ao FMI, em primeiro lugar, zelar pelo cumprimento das regras cambiais, inclusive coordenando as revisões das estruturas de paridade quando se tornasse necessário. Em segundo lugar, o Fundo deveria estender financiamentos compensatórios e supervisionar as “correções” nas políticas macroeconômicas dos países que apresentassem déficits transitórios em suas balanças de pagamentos, através de recursos financeiros disponibilizados pelos países membros. Além do FMI, também se criou o Banco Mundial – BIRD e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, com o objetivo de atuar na reconstrução da Europa e garantir a ordem monetária internacional.

Para o [Eichengreen \(2000\)](#), o Acordo de Bretton Woods foi um componente essencial para o crescimento no período pós-Guerras. O acordo proporcionou estabilidade nas taxas de câmbio, quando comparado à volatilidade nos períodos anterior e entre-Guerras. O acordo acabou com o problema nos pagamentos, permitindo a expansão do comércio e investimento internacional. Por outra visão, a facilidade dos ajustes foi uma consequência, e não causa, do crescimento acelerado. A ideia de que o Acordo tenha estabilizado as taxas de câmbio com a abertura dos mercados foi mera ilusão, já que os governos restringiram os movimentos de capitais durante todos os anos em que este vigorou. Por essa visão, os investimentos estrangeiros ocorreram apesar das implicações de Bretton Woods sobre a mobilidade de capitais.

Mas, em princípio, os elementos do Sistema de Bretton Woods eram complementares: as taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, eram viáveis, porque os controles de capital protegiam os países que queriam defender suas moedas contra o fluxo de capitais desestabilizadores e davam margem de manobra para que os ajustes fossem feitos de maneira ordenada; os fundos do FMI eram recursos extras de defesa para os países empenhados em manter o câmbio fixo frente às pressões de mercado e; o monitoramento do FMI desencorajava ações que resultariam em aproveitamento indevido do sistema. Contudo, de fato, esses elementos não funcionavam de modo tão perfeito. As mudanças nas taxas de câmbio foram raras, principalmente entre os países do centro do sistema, os recursos do FMI rapidamente se tornaram muito pequenos em comparação com os problemas de

pagamentos dos países e a cláusula que punia os países que ameaçassem o sistema nunca foi posta em prática.

Como salienta [Eichengreen \(2000\)](#), os controles de capital constituíram o único elemento que funcionou mais ou menos como planejado. O período pós-Guerras foi marcado por grandes intervenções na economia e no sistema financeiro. Foram impostas restrições aos tipos de ativos nos quais os bancos podiam intervir e limites às taxas de juros. Os créditos eram canalizados para setores considerados estratégicos e a necessidade de se solicitar licenças para importação desestimulava a transação de capitais através das contas correntes. De fato, os controles de capital foram mais eficazes nas décadas de 1940 e 1950, como consequência do relaxamento da regulação doméstica e das restrições impostas às contas correntes.

As necessidades de reconstrução no pós-Guerras eram imensas. Os governos que tentavam reduzir o desemprego e estimular o crescimento viam suas economias funcionar sob elevadas pressões de demanda. Com isso, os governos estavam permanentemente testando seus limites. Na década de 1950, antes do Sistema de Bretton Woods entrar em pleno funcionamento, os países registravam persistentes déficits em suas balanças de pagamentos e as quedas nas reservas levavam ao maior controle de capital.

Como explica [Eichengreen \(2011\)](#), para acumular reservas ou o país tinham que gerar superávits comerciais, algo que a Europa e o Japão não estavam em condições de fazer depois da Guerra, ou, então, o país emitente da moeda de reserva precisa emprestar e investir no exterior. Depois de alguma hesitação, os Estados Unidos forneceram dólares à Europa e ao Japão, por meio do Plano Marshall e do Plano Dodge. Essas iniciativas forneceram dólares para financiar a importação dos insumos necessários para reiniciar as exportações, evitando o perigo de que os países fossem obrigados a recorrer ao escambo.

Com a volta da conversibilidade nas contas correntes em 1959, os controles de câmbio, que preencheram a lacuna dos mecanismo de ajuste, estrangulando a demanda por produtos importados, deixaram de existir. O compromisso com o pleno emprego e crescimento, que fazia parte do contrato social no pós-Guerras, inibiu a adoção de políticas de redução dos gastos, assim como políticas de aumento de taxa de juros, usadas na época do padrão ouro. Dada a inexistência de um mecanismo de ajuste, o colapso do sistema internacional baseado no Acordo de Bretton Woods tornou-se inevitável. A questão a se levantar era como o Sistema se manteve até a década de 1970.

Para [Eichengreen \(2000\)](#), a sobrevivência do Sistema decorreu da cooperação internacional entre governos e Bancos Centrais. Este sistema de cooperação, de certo modo externa ao acordo, acabou cumprindo o papel de mecanismo de ajuste do Sistema. Ele permitiu a estruturação de uma rede capaz de sustentar o Acordo, que impediu o fim precoce da convertibilidade, especialmente em 1961, quando o preço do dólar fora dos Estados Unidos tinha superado US\$35 a onça troy de ouro, o preço de convertibilidade

estabelecido no Acordo de Bretton Woods. Os países europeus, mediante a criação do *Gold Pool*, comprometeram-se a não converter seus dólares em ouro e, ademais, a vender ouro de suas reservas, de modo a sustentar a convertibilidade, afim de manter o fundamento básico do Sistema.

Isso explica, ao olhar de [Mariano \(2011\)](#), porque o abalo da rede de cooperação internacional coincidiu com o colapso do Sistema de Bretton Woods. A reação norte-americana de não realizar ajustes necessários para defender o preço do ouro em dólares, que exigia, inclusive, a redução do papel do dólar como moeda de reserva, implicou na fragilização das relações com os demais parceiros, que teriam que se desfazer de uma fração cada vez maior de ouro para sustentar o preço de US\$ 35 a onça troy. Esse descontentamento levou a França a abandonar o *Golden Pool* em junho de 1967, obrigando os Estados Unidos a elevar a sua quota de participação. Para não acabar com as reservas em ouro o FED permitiu a prática de preços maiores do metal nas negociações privadas, o que fez o preço do ouro superar a barreira dos US\$40.

Somando-se a isso, a priorização de objetivos domésticos em detrimento do sistema monetário internacional, como o financiamento da Guerra do Vietnã, por parte dos Estados Unidos, e a crise da libra em 1967, por parte inglesa, terminaram por suprimir a principal âncora do sistema monetário internacional de Bretton Woods: a cooperação internacional [[EICHENGREEN, 2000](#)]. Outro ponto, talvez o mais importante na determinação da queda do Sistema de Bretton Woods, diz respeito ao que ficou conhecido como Dilema de Triffin. Em um estudo em 1947, Triffin salientou que havia um problema nos Estados Unidos fornecerem dois ativos de reserva, quais sejam, ouro e dólar, a preços fixos, já que a oferta de um era elástica, enquanto a do outro era inelástica.

O Dilema de Triffin consistia no fato de que, se os Estados Unidos se recusassem a fornecer dólares a outros países, o comércio e o crescimento econômico estagnariam. No entanto, se os Estados Unidos garantissem a oferta ilimitada de dólares, lubrificando o crescimento e o comércio, a confiança no compromisso americano de converter dólar em ouro seria erodida. Dessa forma, ocorreria uma corrida contra os estoques de ouro dos Estados Unidos, destruindo a capacidade do país de manter o preço do ouro em US\$35. Ou, os Estados Unidos poderiam renunciar à obrigação de fornecer ouro a preço fixo. De qualquer maneira, o sistema ouro-dólar estava condenado. A Grã-Bretanha também passou pelo Dilema de Triffin durante o padrão-ouro e, pelo mesmo motivo, muitos autores, como [Eichengreen \(2000\)](#), acreditam que o sistema monetário internacional entraria em colapso mesmo se a Primeira Guerra Mundial não tivesse eclodido.

O ponto é que o Sistema de Bretton Woods presumia que o dólar era tão bom quanto o ouro, o que não era. O fato de o estoque de dólares no exterior superar o estoque de ouro dos Estados Unidos representava uma ameaça para o sistema, expondo os Estados Unidos a uma corrida bancária se os detentores de dólares no exterior corresse para

converter seus direitos em dólar por ouro. Os passivos monetários dos americanos perante os estrangeiros ultrapassaram pela primeira vez as reservas de ouro dos Estados Unidos em 1960. Esse é o motivo, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), de o primeiro episódio sério de especulação contra o dólar ter ocorrido na segunda metade daquele ano.

Mas, possivelmente frente a todos esse motivos que tornaram a conversibilidade insustentável, em agosto de 1971 o governo norte-americano suspendeu a troca do dólar em ouro à paridade de US\$ 35 a onça troy e impôs restrições sobre importações. Com a eliminação da conversão, o dólar sofreu desvalorização de 8% e as bandas de flutuação das moedas foram aumentadas para 2,25%. Com o novo cenário financeiro internacional, a taxa de câmbio da Grã-Bretanha também extrapolou a banda de flutuação prevista no Sistema de Bretton Woods, provocando um movimento em cadeia em direção ao regime de câmbio flutuante. No ano seguinte, o dólar sofreu uma nova desvalorização, agora de 10%, e a convertibilidade foi pressionada para o seu fim. Com isso, o padrão dólar-ouro do Acordo de Bretton Woods, cedeu lugar ao um padrão dólar-flexível.

Com a mudança para taxas de câmbio flexíveis em 1973, supôs-se que os países precisariam de menos reservas. Com taxas de câmbio flexíveis, os choques nas balanças de pagamentos poderiam ser absorvidos pela livre flutuação das moedas e os Bancos Centrais não precisariam entesourar moedas alheias para intervir nos mercados cambiais. Mas, o que se seguiu foram duas surpresas, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#). A primeira foi que não ocorreu declínio na demanda por reservas. A explicação era simples: taxa de câmbio flutuante não significava livre flutuação do câmbio. Como os países detinham reservas para intervir na taxa de câmbio a intervenção exigia um volume muito grande de reservas, considerando a expansão do comércio e dos fluxos de capital. A segunda surpresa foi que não se constatou fuga em relação ao dólar. Houve volatilidade na participação do dólar nas reservas cambiais, mas não ocorreu declínio. A participação do dólar no total de reservas internacionais se manteve em torno de 80% em 1977.

Com o fim do padrão monetário estabelecido em Bretton Woods ocorreram profundas alterações do sistema internacional até chegar ao sistema financeiro como conhecemos hoje. Para [Chesnais, Marques e Nakatsni \(2005\)](#), o mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, onde o capital financeiro, ou o capital portador de juros, como define o autor, está localizado no centro das relações econômicas e sociais. Por isso, essas profundas transformações financeiras podem ser entendidas como um processo de interação dos agentes financeiros privados em um novo ambiente macroeconômico. Esses agentes são tanto as instituições financeiras bancárias, quanto as não bancárias, que detém um capital que gera lucros sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e de pagamentos recebidos de ações ou de qualquer especulação financeira rentável.

A alteração desse sistema só foi possível graças à liberalização dos movimentos de

capitais e à desregulamentação dos sistemas financeiros, imposta pelo país hegemônico, os Estados Unidos, que acabaram por integrar os mercados financeiros internamente e externamente. De fato, o reaparecimento do capital financeiro na década de 1980 foi acompanhado pelo ressurgimento de mercados especializados de título de empresas e de obrigações, que deram ao capital portador de juros o privilégio da liquidez. Dessa maneira, os investidores financeiros passam a poder comprar e vender títulos, como bônus de Tesouros e outras formas de título de dívidas públicas, assim como obrigações e ações de empresas de forma quase que automáticas. Nos anos que se seguiam à década de 1980, empresas inteiras, ou até mesmo grupos industriais, já podiam ser compradas e vendidas na Bolsa.

As etapas do processo de acumulação financeira que levaram a isso tiveram início no processo de centralização do capital sob a forma financeira, que começou nos anos 1950, como subproduto do desenvolvimento industrial na idade de ouro do crescimento no pós-Guerras. Com condições fiscais favoráveis, as famílias com renda mais elevadas começaram a investir sua renda excedente em títulos de seguro de vida. Nos anos 1960, quando os salários passaram a ser pagos mensalmente em contas em banco ou no Correio, uma massa grande de dinheiro líquido, que antes escapava dos bancos, começou a fluir para eles, o que aumentou a escala de operações de crédito e de aplicações de curto prazo.

Mas, o berço da reconstrução do mercado financeiro desregulamentado foi o centro histórico do capital financeiro, o Reino Unido. De acordo com [Chesnais, Marques e Nakatsni \(2005\)](#), em 1958, quando ocorreu o retorno à conversibilidade monetária, ainda no sistema de Bretton Woods, com taxas fixas e controle rígido sobre os movimentos de capitais, abriu-se caminho para aplicações financeiras sob a forma de depósitos remunerados fora do país de origem. Essas aplicações passaram a ser feitas em Londres, com a criação de um *offshore* de mercado interbancário de capitais líquidos registrado em dólares, algo semelhante com um paraíso fiscal com estatuto próprio, chamado de mercado de eurodólares. Grandes empresas e bancos participaram da institucionalização do *offshore* e, assim, começaram a se internacionalizar.

Muitos lucros de firmas transnacionais norte-americanas, que não eram repatriados, eram depositados em eurodólares. Esse fluxo de capital não investido começa a aumentar com o fim da idade de ouro do crescimento na década de 1970, quando os países do Primeiro Mundo passaram por uma profunda crise de oferta. Somou-se a esse excesso de liquidez internacional dado pela demanda restrita dos países desenvolvidos por crédito, o excesso de recursos que os países exportadores de petróleo colocaram na economia, os petrodólares, graças aos seus superávits com o choque do petróleo em 1973. A crise que se seguiu em 1974-75 pode ser visto, sob essa ótica, como a primeira quebra financeira, onde os bancos estavam no centro da crise.

Para resolver esse problema de excesso de crédito, em 1976 os petrodólares foram

“reciclados”. Como caracteriza [Baer et al. \(2016\)](#), o ano de 1970 foi um período de intenso processo inovativo no sistema financeiro internacional. Essa reciclagem tomou a forma de empréstimos e abertura de linha de crédito dos bancos internacionais aos países do terceiro mundo, em especial à América Latina. Esses países foram incentivados a aproveitar os crédito aparentemente vantajosos, com juros baixos, mas variáveis.

Internamente, os Estados Unidos vinham passando por problemas. Desde 1977, a inflação dos preços ao consumidor vinha aumentando ano a ano, o que não tornava atraente a retenção de dólares. Brigas ideológicas levaram à inação. Por um lado, economistas insistiam na adoção de uma política monetária mais rigorosa, por outro, Willian Miller, presidente do FED, resistia, temendo que o aumento das taxas de juros sufocasse o crescimento do emprego. Como era de se prever, o dólar entrou em tendência de queda e as moedas estrangeiras se tornaram tão caras que as tropas americanas na Europa tinham dificuldade em fechar as contas, comprar cigarros e até comer. Acumularam-se as queixas contra a política dos Estados Unidos e contra os prejuízos que ela impunha aos detentores de dólares no exterior. Esse dilema só foi resolvido quando Paul Volcker substituiu Miller em 1979, e adotou uma política monetária de restrição monetária e fortaleceu o dólar [[\(EICHENGREEN, 2011\)](#)].

Os efeitos desse aumento de juros foram sentidos no mundo inteiro. Os países que detinham dólares viram suas reservas aumentar. Por outro lado, os países credores, principalmente devido aos empréstimos em petrodólares, tiveram a taxa de juros que corrigia seus empréstimos triplicado, ou até mesmo quadruplicado. Além disso, as taxas de juros elevadas também afetaram importantes setores econômicos nos países industrializados, levando a contração do setor produtivo. A elevação da taxa de juros evidenciou a fragilidade a que estavam expostos os bancos comerciais, o que os levou a cortar os empréstimos de alto risco a países em desenvolvimento e aos setores fragilizados. Essa ruptura nos empréstimos, associada ao encarecimento dos recursos e à deterioração significativa das relações de trocas, levou a crises cambiais os países em desenvolvimento, cujo primeiro episódio foi a moratória decretada pelo México em 1982.

Diante do impacto que um simples aumento de juros teve sobre todo o sistema financeiro, evidenciando o elevado risco sistêmico, a política econômica norte-americana se alterou profundamente a partir do final de 1982. Entre 1984 e 1989 assumiu uma trajetória expansionista, sustentada por profundos desequilíbrios internos e externos. Assim, de acordo com [Chesnais, Marques e Nakatsni \(2005\)](#), não foi a dívida pública dos países do Terceiro Mundo que foram decisivas para que o capital financeiro tenha crescido quantitativa e qualitativamente, mas sim a dos países avançados. A formação dos mercados de obrigações liberalizadas correspondeu a necessidade de dois grupos de atores, os governos e as instituições que centralizavam a poupança. Serviu para financiar os déficits orçamentários dos países industrializados, através da aplicação de investidores financeiros internacionais em bônus do tesouro e outros compromissos da dívida, o que

se chama de titularização dos compromissos da dívida pública. O mercado de obrigações públicas detém uma fração elevada dos ativos financeiros internacionais, mesmo quando as taxas de juros são baixas, já que é compensado pela segurança do investimento.

Por outro lado, a titularização, o aumento das taxas de juros e a liberalização dos capitais coincidiram com o momento em que os fundos de pensões buscavam fontes de investimento em larga escala, dado o volume financeiro que haviam acumulado. Ao longo dos anos 1980, os investidores institucionais se tornaram o principal polo de centralização financeira, no lugar dos bancos, e tomavam parte da sua função de empréstimos. No fim dos anos 1990, o volume de ativos em posse do conjunto de investidores institucionais ultrapassava os US\$36 trilhões, o que representava algo em torno de 140% o PIB dos países da zona da OCDE. Em alguns países a razão entre ativos financeiro e o PIB chegou a 226%, no Reino Unido, 207% nos Estados Unidos e 200% na Suíça. No fim dos anos 1990 as sociedades de investimentos e fundos de pensões ultrapassaram as sociedades de seguro em volume de ativos, sobretudo as detentoras dos fundos mútuos que apresentaram maior crescimento, 20% entre 1990 e 1999 [(CHESNAIS; MARQUES; NAKATSNI, 2005)]. O que se percebe, com isso, é o acirramento na concorrência entre instituições bancárias e não bancárias, com pressões para a constante desregulamentação dos mercados financeiros. Com esse processo de desregulamentação, a distinção entre as instituições vai diminuindo, assim como a vantagem das instituições não bancárias, que tinham seus ativos menos comprometidos, menos restrições e menos custos.

Como coloca [Baer et al. \(2016\)](#), o processo de desregulamentação dos Estados Unidos se completou com a eliminação dos tetos de taxas de juros e dos controles sobre as transações com o exterior. A liberalização financeira entre os países desenvolvidos aumentou a volatilidade das taxas de câmbio e de juros, o que desencadeou um intenso processo de inovações financeiras com o aparecimento de novos instrumentos, como os derivativos, operações de swaps de juros e de câmbio, opções e mercados futuros, com a finalidade de proteger os detentores de ativos da instabilidade nos preços. Com a desregulamentação, a liberalização financeira e a perda de poder relativo dos bancos, são criadas as securitizações das dívidas, assim, as próprias dívidas são transformadas em títulos negociáveis em mercado.

As crescentes restrições sobre as operações bancárias, implicou no encarecimento do crédito e levou os tomadores de recursos de primeira linha, como as empresas, a buscar mecanismos de endividamento direto onde os recursos poderiam ser obtidos a um custo menor, o que se verificou, principalmente, a partir de 1984, quando se retomou o crescimento. Os bancos, sem opção, desencadearam outro processo característico desta fase: o desenvolvimento das operações fora do balanço. Assim, buscando novas fontes de receitas, os bancos transformaram-se em administradores de carteiras, responsáveis pela colocação de títulos de empresas, por fusões e incorporações. Enfim, foram deixando de exercer suas funções típicas para se transformar em bancos de negócios, concorrendo com

as demais instituições financeiras pelos fundos, sem perderem sua prerrogativa de criadores de moeda de crédito.

Assim, esse período, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), também se caracterizou pelos debates sobre uma “nova economia” e sobre se a exuberância do mercado de ações norte-americano sinalizava o advento de um aglomerado de inovações de alta tecnologia, explorados pelos Estados Unidos dada a sua posição privilegiada por ser o país emissor da moeda internacional dominante. Como aponta [Chesnais, Marques e Nakatsni \(2005\)](#), os Estados Unidos foram o único país onde o regime de acumulação financeira comandada pelo capital portador de juros foi também um regime de crescimento.

3 A relação entre poder e moeda

Dado o que se viu na seção anterior, é razoável supor que exista uma relação entre poder do Estado, moeda e a estruturação do sistema internacional. Não é de se estranhar que a constante desregulamentação do sistema financeiro e monetário internacional e o aumento da financeirização da economia tenha suscitado o debate sobre o poder monetário em si [(KIRSHNER, 1995); (ANDREWS, 2006); (COHEN, 2006)].

A definição mais tradicional de poder engloba a capacidade de controlar ou, ao menos, influenciar o resultados dos eventos. Dessa forma, um Estado é poderoso se conseguir exercer pressão ou coação sobre os demais. Mas, esse tipo de poder, como definido por Andrews (2006), é apenas o poder de influência. De acordo com Cohen (2006) existe uma outra dimensão de poder que é crucial para que um Estado possa exercer influência sobre os demais: a autonomia, que pode ser entendida como a habilidade de agir livremente, sem sofrer restrições externas. Assim, um Estado também é poderoso nesse sentido se for capaz de exercer política independentemente.

Segundo o autor, a distinção entre esses dois tipos de poder é vital, apesar de eles serem inevitavelmente inter-relacionados. O poder de um país começa com a autonomia interna e a influência externa é conquistada como um funcionamento derivado do processo. Assim, a dimensão interna, a autonomia, pode não ser suficiente para garantir a influência externa, mas é necessária.

Apesar da autonomia ser prezada pelos governos em todos os aspectos das relações internacionais, onde se possa exercer influência, ela é mais evidente nas relações monetárias, onde os Estados são interligados pela balança de pagamentos – o fluxo de dinheiro para dentro e fora do país gerado pelo comércio e investimento internacionais. Essas relações monetárias formam um jogo de soma zero, onde os déficits de uma economia são os superávits de outras. Dessa forma, as economias nacionais são inevitavelmente interligadas, criando uma teia de dependências mútuas, o que, de acordo com Keohane e Nye (1977), raramente é simétrica.

Os países mais bem posicionados na hierarquia internacional, os dotados de maior autonomia relativa, conseguem exercer influência nos países com menor autonomia. Mas, como já se sabe, para se ter autonomia é necessário independência política interna para alcançar objetivos próprios sem ter que acomodar a vontade de terceiros, o que, no âmbito monetário, pode ser comprometido pelo risco de desequilíbrio insustentável na balança de pagamentos.

Na prática, como coloca Capinzaiki e Coelho (2016), as exportações e importações de bens de consumo ou de capital dificilmente se manterão em equilíbrio, tanto no curto,

como no longo prazo. Um déficit comercial se dá quando a demanda doméstica por bens importados é maior que a demanda estrangeira pelos bens produzidos domesticamente e, conseqüentemente, a demanda pela moeda do país superavitário é maior que pela do país deficitário, já que os bens produzidos por um país são vendidos em moeda nacional e os países superavitários vendem mais. Dessa forma, os desequilíbrios comerciais geram e são gerados pelos desequilíbrios monetários.

O ajuste na balança de pagamentos é custoso para um governo, tanto em termos econômicos, quanto políticos, já que altera o bem-estar da população nacional. A forma com que o ajuste ocorre depende das características do regime monetário internacional. Como o processo de ajuste da balança de pagamentos necessariamente envolve um realinhamento dos preços relativos, renda ou taxa de câmbio suficiente para levar a balança de pagamentos de volta ao equilíbrio, um país deficitário com a taxa de câmbio fixa não pode desvalorizar a moeda para reequilibrar as contas, logo, o ajuste só pode ser alcançado através de políticas fiscais e monetárias restritivas. Economicamente, essas condições de restrição resultam em perda de bem-estar, dado por aumento de desemprego, restrição de crédito e crescimento lento ou até mesmo recessão econômica.

Na prática, conforme apresenta [Capinzaiki e Coelho \(2016\)](#), os países deficitários adiam o ajuste impondo controle sobre a mobilidade de capitais e medidas protecionistas, como demonstrou a experiência da época do padrão ouro com câmbio fixo. O problema de adiar o ajuste se torna mais crítico quando o desequilíbrio é evidente e os demais agentes perdem confiança no país deficitário, fazendo com que os especuladores retirem dinheiro do país, aumentando assim a pressão sobre a balança de pagamentos.

Por outro lado, em um regime de câmbio flutuante, o déficit comercial provoca uma desvalorização cambial, encarecendo as importações e incentivando as exportações, o que leva a economia de volta ao equilíbrio. Como coloca [Cohen \(2006\)](#), mesmo que a taxa de câmbio se altere para levar a economia ao equilíbrio, em última instância é necessário uma mudança nos preços e renda relativos. Essa mudança além de poder ser dada por políticas cambiais, via alteração da taxa de câmbio, também pode ser dada de forma mais direta via alteração de juros e gastos governamentais, ocasionadas por políticas monetárias e fiscais.

Mas, como aponta [Capinzaiki e Coelho \(2016\)](#), sob taxas de câmbio flutuantes, economias abertas e livre mobilidade de capitais o problema de especulação se torna ainda mais dramático, principalmente quando o volume de reservas comercializadas supera o valor monetário do comércio, como ocorre hoje. Isso é o que os teóricos chamam de “impossibilidade da trindade” [[\(ARMIJO; ECHEVERRI-GENT, 2014\)](#), p. 53], a manutenção da política monetária autônoma é problemática em um mundo de mercados de capitais globalizados com alta mobilidade de capital e taxas de câmbio flutuantes. Disso, percebe-se que todo processo de abertura econômica implica em um *trade-off* entre o grau

de autonomia e o acesso a recursos internacionais.

Como a distribuição desigual do poder monetário entre os estados faz com que os mecanismos de ajuste favoreçam um ou outro estado, a estratégia política de longo prazo dos estados é criar mecanismos para isolar suas economias da volatilidade dos mercados e do eventual ajuste. Mas, como esse ajustamento tem que ser feito em algum momento, o poder monetário se traduz, para [Cohen \(2006\)](#), na capacidade de adiar o ajuste e/ou repassar os seus custos para os outros.

3.1 O poder de adiar e desviar os custos de ajuste na balança de pagamentos

O poder de atrasar o ajuste e de repassar custos caracterizam os dois lados do poder, já que, de acordo com [Cohen \(1966\)](#), o poder monetário é fundamentalmente dual em sua natureza. Ligado a cada tipo de poder existe um tipo diferente de ajuste, um contínuo e outro de transição. O poder de atrasar é a capacidade de evitar o custo contínuo de ajuste, postergando o processo, enquanto o poder de repassar representa a capacidade de evitar os custos de transição do ajuste, desviando o quanto for possível o custo para outros.

O custo contínuo de ajuste se dá, de fato, pela perda de economia real que o país deficitário inevitavelmente sofre e que persiste indefinidamente, após o equilíbrio ser restaurado. Para um país deficitário ajustar a balança de pagamentos é necessária uma redução nas importações relativas a exportação, o que se dá com a redução de consumo dos residentes com bens e serviços. De forma análoga, os países superavitários necessitariam aumentar o consumo interno. Os países deficitários têm mais incentivos para adiar o ajuste que os países superavitários, uma vez que o custo contínuo de ajuste recai totalmente sobre os países deficitários.

Feito isso, no novo equilíbrio de pagamentos, o país deficitário fica pior que o país superavitário, no sentido que ele passa a receber uma fatia menor de produção das duas economias. [Cohen \(2006\)](#) chamou isso de custo contínuo, porque o sacrifício imposto pelo novo equilíbrio permanece depois que o processo de ajuste é concluído. Por outro lado, o processo em si também impõe sacrifícios, através dos custos de fazer as mudanças necessárias para levar a economia de um estado para outro, o dito custo transacional. Quando o ajuste não pode ser mais adiado, o poder de desviar permite ao estado que o detém transferir esse custo para terceiros. Assim o custo transacional, diferente do contínuo, pode ser compartilhado.

Como o processo de ajuste da balança de pagamentos necessariamente envolve um realinhamento dos preços relativos, renda ou taxa de câmbio suficiente para gerar a realocação necessária dos recursos, quanto maior as mudanças nos preços, renda ou taxa

de câmbio, maior o custo transacional de ajuste.

Como coloca [Cohen \(2006\)](#), o que dá, de fato, poder aos Estados para adiar o ajuste é o acesso a liquidez internacional, que engloba as reservas externas e acesso a ao crédito internacional. Quanta mais liquidez um país dispor, relativamente a outros, mais tempo vai poder postergar o ajuste na balança de pagamentos. Por outro lado, o poder de desviar os custos é fundamentado em variáveis estruturais da economia, também definidas em termos relativos. Isso mostra que existem limites diferentes para cada um desses dois lados do poder monetário.

Como o custo contínuo de ajuste recai totalmente sobre o país deficitário, se não houver ajuste não há custo a ser distribuído. Assim, a liquidez internacional age cobrindo os déficits da balança de pagamentos e os países podem aumentar seu acesso a liquidez internacional via retenção de reservas ou via crédito internacional. Os governos gostariam de acumular o máximo de reservas possível isolando, assim, sua economia das pressões do ajuste. Contudo, como coloca [Cohen \(2006\)](#), isso negligencia o custo de se adquirir reservas.

As reservas são acumuladas através de superávits na conta corrente ou via empréstimos. Ambas as estratégias significam uma redução do consumo nacional real, como resultado da redução das importações relativas às exportações ou como resultado do aumento dos pagamentos de juros. Assim, um governo racional tem que buscar um o nível ótimo de reserva, e não o máximo.

Disso, conclui-se que há um limite para o grau de liquidez e, conseqüentemente, para o poder de adiar o ajuste. Para [Cohen \(2006\)](#) ainda há um problema adicional no aumento de liquidez via crédito internacional: em última instância o quanto de liquidez internacional que um país vai dispor é determinado pelas expectativas do mercado financeiro global.

O risco de emprestar para países pobres e menos desenvolvidos é claramente maior, logo, para eles, a principal fonte de crédito internacional são os governos dos países mais bem colocados na hierarquia internacional ou as agências multilaterais, como o FMI. Mas, recorrer a credores do setor público normalmente significa levar um programa de estabilização junto com o empréstimo.

Para países emergentes ou economias mais avançadas, a fonte de crédito internacional é o mercado de capitais global. Apesar dos juros serem mais vantajosos, o endividamento excessivo altera as expectativas dos mercados, que perdem a credibilidade de que o país vai saudar suas dívidas, fazendo com que novas fontes de empréstimos sequem. Em última instância, o Estado poder ser obrigado a recorrer aos empréstimos públicos.

Independente da fonte do crédito, a autonomia eventualmente tem que ser sacrificada para restaurar a balança de pagamentos. Mas, de fato, os limites não são impostos pelos devedores e, sim pelos credores, tanto privados quanto públicos. Quanto maior a

dependência de empréstimos, maior é o papel dos credores na determinação de quem deve fazer o ajuste primeiro. Para [Capinzaiki e Coelho \(2016\)](#) é muito claro que o poder de adiar, que é função direta da capacidade de usufruir da liquidez internacional, é distribuído de forma desigual no sistema. Os mecanismos de ajuste acabam favorecendo aqueles mais bem posicionados na hierarquia do sistema internacional.

Por outro lado, o poder de desviar os custos para terceiros, de acordo com [Cohen \(2006\)](#), dependem de duas características estruturais da economia: o grau de abertura e adaptabilidade. O grau de abertura indica quando alterações de políticas feitas por outro Estado vão impactar a economia interna. Assim, quanto maior o grau de abertura, maior o impacto do processo de ajuste sobre os preços e renda domésticos. A adaptabilidade, por outro lado, indica de que maneira os diferentes setores de uma economia podem se realocar de forma a restaurar o equilíbrio sem grandes alterações nos preços e rendas. Por outro lado, quanto maior a rigidez alocativa mais custosos são os ajustes.

Novamente, segundo [Capinzaiki e Coelho \(2016\)](#), os fatores que determinam o poder de desviar favorecem os países ricos, por serem mais fechados e apresentarem maior diversificação produtiva, o que leva a maior adaptabilidade. Os autores também concluem que, como o grau de abertura e a adaptabilidade são variáveis estruturais, elas são mais estáveis no tempo. Com isso, os custos transitórios do ajuste também são mais estáveis em comparação com os contínuos. Assim, como coloca [Cohen \(2000\)](#), a hierarquia das moedas reforça a hierarquia dos Estados e vice-versa.

3.2 Os papéis da moeda e o poder do Estado

Para [Cohen \(2013\)](#) a moeda é um importante instrumento de poder de um Estado. Quanto mais amplamente uma moeda seja utilizada no sistema internacional, maior o poder monetário de um Estado. Mas, as moedas internacionais desempenham vários papéis, e nem todos esses papéis tem o mesmo impacto no poder do Estado. [Cohen \(1971\)](#) separa as funções do dinheiro em três categorias: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. No nível privado as funções do dinheiro correspondem a negociação cambial (meio de troca), faturamento e liquidação de comércio (unidade de conta e meio de troca) e mercados financeiros (reserva de valor) e, a nível governamental, correspondem a âncora cambial (unidade de conta), moeda de intervenção (meio de troca) e moeda de reserva (reserva de valor).

De acordo com [Cohen \(2013\)](#) apenas algumas moedas nacionais, podem exercer qualquer um desses três papéis a nível privado no mercado internacional. Mas, apesar de que todos os três podem gerar dividendos econômicos, apenas o papel dos mercados financeiros, onde as moedas servem como um meio de investimento, pode ser vantajoso em termos políticos também.

Dadas as mais de 150 moedas estatais que existem hoje, a quantidade de taxa de câmbio entre cada par de moedas é enorme. Contudo, na maioria dos casos, as conexões diretas entre duas moedas são fracas, o que significa que o custo de comprar a moeda diretamente é alto. Por isso, a maioria do comércio tende a passar por um intermediário mais amplamente utilizado, uma moeda “veículo”, a fim de minimizar os custos de transação.

A moeda veículo desfruta claramente de uma posição de centralidade na rede de moeda global, uma vez que tantas trocas passam por ela. Para o Estado emissor, isto certamente se traduz em benefícios econômicos, com os custos de transação reduzidos para as empresas locais e vantagem competitiva a partir do volume de negócios realizado em sua própria moeda pelas instituições financeiras. Por outro lado, os benefícios políticos são ínfimos, uma vez que esse papel não afeta a capacidade de um estado de atrasar ou desviar custos de ajuste. O papel de veículo de uma moeda é puramente mecânico e pode ser facilmente substituído.

Praticamente o mesmo pode ser dito sobre o papel de uma moeda no faturamento e liquidação de comércio, os benefícios são em grande parte econômicos, em vez de políticos. Sempre que os bens ou serviços são comprados e vendidos internacionalmente, as partes devem concordar com a unidade monetária a ser utilizada para denominar os contratos e efetuar os pagamentos. No plano econômico, as empresas locais precisam se preocupar menos com o risco cambial e as instituições financeiras podem desfrutar de uma vantagem competitiva no fornecimento de crédito comercial ou outros serviços relacionados com o comércio em sua moeda. Mas os ganhos políticos são secundários, e pela mesma razão. A escolha de uma moeda nacional para o faturamento e liquidação, por conta do mercado, não acrescenta nada à capacidade do governo de atrasar ou desviar custos de ajuste. Como apresenta [Cohen \(2013\)](#), as contas devem ser pagas no prazo, qualquer que seja a moeda utilizada.

Já nos mercados financeiros os efeitos são diferentes. O mercado financeiro é onde as moedas desempenham um papel de meio de investimento. Uma das principais funções dos mercados financeiros é de facilitar a gestão de risco dos investidores através da criação de oportunidades para a diversificação de carteira, o que, no nível internacional, significa aumentar o leque de escolha de moedas. Para distribuir o risco, os gestores globais da carteira, investem através de uma variedade de moedas, principalmente as moedas do topo da hierarquia de moedas.

Como os papéis de veículo e comércio, o papel do investimento também resulta em benefícios econômicos. O mais significativo é o ganho de senhoriagem, dado pelo desejo dos agentes do mercado de manter uma moeda (ou créditos financeiros nesta moeda) que não seja a sua própria. O ganho de senhoriagem é dado pela diferença de custo de um país imprimir uma unidade de moeda e quanto o mercado atribui de valor a esta unidade monetária quando ela entra em circulação. O governo que cunha uma moeda utilizada

apenas no mercado interno não pode imprimir moeda indiscriminadamente, já que colocar mais moeda em circulação gera inflação e reduz o valor das moedas já em poder dos residentes do país.

Mas, quando a moeda é utilizada internacionalmente, os residentes externos demandam o excedente de moeda. A impressão de moeda deixa, então, de gerar inflação interna e passa a funcionar como um empréstimo a juros zero para o país emissor. Nesse caso, os ganhos políticos são astronômicos. Como visto anteriormente, o acesso a crédito internacional aumenta a autonomia do Estado, aumentando o poder de adiar o ajuste, relaxando as restrições da balança de pagamentos sobre a econômica doméstica.

O poder de adiar era limitado pela quantidade ótima de empréstimos, já que o pagamento de juros diminuía, inequivocadamente, o consumo interno. Assim, os governos tinham que determinar a quantidade ótima de empréstimos, que daria mais autonomia, sem comprometer o consumo interno via pagamento de juros. Mas, no caso da emissão de moeda funcionar como empréstimos a juros zero, o nível ótimo de empréstimos é infinito, limitado apenas pela demanda externa pela moeda nacional.

No nível governamental, que envolve as relações entre os governos, as moedas nacionais também podem desempenhar qualquer uma das três funções, como uma âncora cambial, moeda de intervenção, ou moeda de reserva. Da mesma forma, cada função considerada separadamente tem suas próprias implicações para o poder do Estado. A grande diferença aqui também está entre as funções de meio de troca e de unidades de pagamento, por um lado, e a função de armazenamento de valor, por outro.

Conforme [Cohen \(2013\)](#), desde o colapso do sistema de taxa fixa de Bretton Woods, os governos têm a liberdade de escolher o regime de taxa de câmbio que desejam, a partir de várias versões de uma taxa fixa, uma flexibilidade gerenciada ou uma flutuação limpa. Os Estados que preferem manter alguma forma de âncora têm uma ampla gama de unidades de conta para escolher. Na prática, apenas algumas moedas agem como âncoras cambiais.

Tal como acontece com o faturamento do comércio a nível privado, o papel de âncora cambial no nível governamental produz ganhos que são em grande parte econômicos. A estabilidade relativa de uma âncora reduz o custo de fazer negócios com os países alinhados, mas as implicações sobre o poder do Estado, por outro lado, parecem ambíguas. Um papel de âncora certamente reforça a centralidade de uma moeda. Isso pode ajudar a promover, de acordo com [Cohen \(2013\)](#), o *soft power* do Estado de emissão, através da adição de prestígio global do país e reputação. Mas os benefícios de *hard power* são poucos, já que em sua própria função de atrelar o valor da moeda não faz nada para aumentar a autonomia monetária. Na verdade, o impacto líquido em posição de poder do Estado emissor pode até vir a ser negativo, na medida em que seu uso como âncora limita a capacidade do governo de recorrer a mudanças da taxa de câmbio como parte do processo de ajuste, corroendo, assim, seu poder atrasar o ajuste.

Exceto por algumas economias, na prática nenhum regime cambial é completamente limpo, envolvendo algum grau de intervenção do governo no mercado de câmbio. Como na negociação de câmbio, a economia de escala importa na determinação da moeda estrangeira a ser comprada ou vendida. A moeda tem que ser amplamente negociada para garantir que os efeitos da intervenção sejam rápidos. Isso significa contar com os fundos internacionais mais populares. O uso para fins de intervenção geralmente leva o dinheiro a ser tratado como moeda de veículo. Mas os efeitos do papel de intervenção, para o Estado de emissão, são idênticos aos do papel de âncora. Por um lado, é provável que haja algum benefício econômico, na medida em que o uso generalizado da moeda traz vantagem para as instituições financeiras domésticas. Por outro lado, não há nada na função de intervenção que aumente a autonomia monetária.

Para os Bancos Centrais, ativos de reserva servem como reserva de valor que podem ser usados diretamente para fins de intervenção, ou então podem ser mais ou menos rapidamente convertidos em um meio de intervenção utilizável. Por razões históricas o ouro ainda está incluído nos estoques de reserva de muitos países, apesar do fato de não ser mais empregável diretamente como um meio de troca e ter que ser trocado por um instrumento mais útil quando surge a necessidade de financiamento. Mas a grande maioria das reservas é realizada sob a forma de ativos líquidos, moedas que estão no pico da pirâmide de moeda.

Os efeitos do papel moeda de reserva mais se assemelham aos de investimento. Pelo lado econômico existem benefícios claros, incluindo o ganho de senhoriagem para a economia como um todo, bem como oportunidades de lucro maior para as instituições financeiras locais que estão na posição de auxiliares dos Bancos Centrais estrangeiros na gestão das suas reservas. Pelo lado do poder, a autonomia é aumentada inicialmente como resultado de um maior grau de flexibilidade macroeconômica. Os Bancos Centrais estrangeiros, dispostos a aumentar suas reservas, estendem o crédito ao Estado emissor, o que torna mais fácil para o emissor atrasar ou desviar os custos de ajuste. Disso, emerge uma capacidade de exercer influência.

Em linhas gerais, segundo [Cohen \(2013\)](#), todas as seis funções da moeda internacional geram benefícios econômicos de alguma magnitude. Os efeitos políticos, no entanto, tendem a ser concentrados em dois papéis diretamente, o papel do investimento a nível privado e o papel de reserva a nível governamental, os quais são capazes de aumentar diretamente a autonomia monetária do Estado emissor, criando um potencial de influência, mesmo que com o tempo esta vantagem possa ser corroída por uma acumulação de dívida externa e perda de confiança na macroeconomia do país emissor. A este respeito, há uma linha divisória clara entre a função de reserva de valor e as outras duas funções da moeda internacional, meio de troca e unidade de conta. Contudo, indiretamente, o papel de moeda no comércio privado pode ser visto também como vital, na medida em que ajuda a moldar as preferências de reserva do governo.

Mas em última análise, [Cohen \(2013\)](#) conclui que o papel de reserva de uma moeda tem maior efeito sobre o poder do Estado, devido à maior capacidade que emerge da influência direta sobre os governos, e não via mercado. Assim, os papéis comerciais e de investimento parecem ter importância secundária, mas são essenciais para aumentar a importância do papel de reserva. O sistema financeiro internacional mostrou que o papel do investimento vem em primeiro lugar e é seguido pelo papel de reserva. Esse foi o padrão seguido no século XIX pela libra esterlina, que ganhou um papel internacional como consequência da proeminência de Londres como um centro financeiro, e só mais tarde começou a ser detido também pelos Bancos Centrais e, depois, pelo dólar, quando Nova York entrou como um rival de Londres em empréstimos estrangeiros, bem antes de ter superado a libra esterlina como ativo de reserva.

Assim, como resume [Cohen \(2013\)](#), um estado cuja moeda é utilizada apenas como reserva de valor nos mercados privados, ganha apenas a influência criada por esse papel. Mas um estado cuja moeda é utilizada como reserva de valor por parte dos Bancos Centrais também ganha o efeito acumulativo de ambos os papéis. E, a ligação é dada pelo papel do comércio, que determina quais entre as várias moedas de investimento podem emergir como um ativo de reserva. O emitente de uma moeda internacional que é usada apenas como meio de investimento pode aspirar, na melhor das hipóteses, apenas a um grau modesto de poder. Mas, quando se adiciona o uso no comércio, o Estado emissor se coloca no centro da rede monetária global, aumentando consideravelmente a sua influência. Para [Cohen \(2013\)](#), combinando o domínio no mercado financeiro, comércio e reservas, surge o “privilégio exorbitante” de uma moeda que se encontra no topo da pirâmide de moedas.

4 O Privilégio Exorbitante do dólar e a ascensão de um mundo multipolar

Hoje a única moeda que ocupa o topo da pirâmide é o dólar dos Estados Unidos. E a sua posição é forte. Desde a assinatura do acordo de Bretton Woods, o dólar é a moeda mais utilizada em faturamento e liquidação de transações internacionais, inclusive no comércio que não passa pelos portos dos Estados Unidos. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), a Coreia do Sul e a Tailândia definem em dólar os preços de mais de 80% de seu comércio, embora apenas 20% de suas exportações se destinem a compradores americanos, 70% das exportações da Austrália são faturadas em dólar, mesmo que menos de 6% se destinem aos Estados Unidos. Além disso, as commodities e o petróleo são precificados em dólar no mercado internacional. O dólar é usado em 85% de todas as transações do mundo, em 60% das reservas dos Bancos Centrais, e corresponde a quase metade do estoque global de títulos de dívida internacionais. O fato de quase três quartos das notas de US\$100 circularem fora dos Estados Unidos, mesmo sem registro, coloca o dólar como principal moeda de circulação até mesmo no mercado negro.

Além do papel no comércio o dólar também é proeminente como ativo de reserva. Como mostra [Eichengreen \(2011\)](#), os Bancos Centrais estrangeiros retêm quase US\$5 trilhões em títulos do Tesouro dos Estados Unidos, que servem para equilibrar a balança de pagamentos norte-americana. Como todos os países querem dólares para liquidar seu comércio internacional e manter reservas, os Estados Unidos podem pagar juros mínimos sem ter problema de demanda pelos seus títulos. Assim, com os juros baixos americanos financiados pelo capital externo, as famílias americanas podem viver além de seus meios, sustentadas pelos estrangeiros, graças ao funcionamento assimétrico do sistema financeiro internacional.

Essa hegemonia absoluta norte-americana no sistema financeiro internacional fazia mais sentido no período pós-Guerras, quando os Estados Unidos concentravam mais da metade da produção mundial e não havia substituto ao dólar. Hoje, a China e a Alemanha exportam mais que os Estados Unidos e os Estados Unidos exercem menos domínio econômico do que há 50 anos. Esse fato não é só consequência do progresso de outras economias, como a da Europa, Japão e, mais recentemente, mercados emergentes como China e Índia. Também é consequência da financeirização da economia norte-americana que deixou de produzir bens para produzir moeda.

Mas, nas palavras de [Eichengreen \(2011\)](#), o status quo é autorreforçador, nem mesmo a crise financeira de 2008–2009 e o cenário de profunda recessão internacional, o maior desde a Segunda Guerra Mundial, foi capaz de afastar o dólar do seu lugar de

principal moeda internacional. Ainda que o privilégio exorbitante do dólar tenha tido grande participação na formação da crise.

4.1 A crise de 2008-2009

A crise de 2008-2008 foi uma crise de âmbito financeiro que começou nos Estados Unidos e se espalhou pelo mundo graças à globalização financeira crescente e às pressões competitivas entre as várias instituições financeiras que levou à desregulamentação do sistema financeiro internacional. As mudanças na tecnologia e o surgimento de novas formas de investimentos, também fomentaram a crença de que os bancos poderiam gerenciar melhor os riscos e usar mais alavancagem, e as instituições financeiras poderiam manter mais linhas de negócios, investir em espectro mais amplo de ativos e teriam condições de fazer negócios em todos os países do globo.

Com o início da “Grande Moderação”, em meados da década de 1980, as famílias e as empresas nos Estados Unidos e em outros lugares desfrutaram de um longo período de pouca volatilidade do produto, além de inflação baixa e estável. Essas condições de estabilidade talvez tenham levado muitos agentes privados a se tornarem menos prudentes e a subestimarem os riscos, levadas pela própria política do FED de ser mais transparente em suas intenções e reduzir a incerteza sobre o futuro.

Mas, a ideia se cristalizou, segundo [Eichengreen \(2011\)](#), quando o FED diminuiu as taxas de juros para 1%, depois do estouro da bolha tecnológica em 2002, e o presidente tranquilizou o mercado argumentando que era difícil identificar as bolhas de ativos enquanto estavam em formação, então era mais eficiente direcionar a política monetária para combater seus efeitos quando ela estourasse.

Com isso, o papel da política monetária passou a ser limitado a tratar as consequências de desestabilizações econômicas. Como consequência, os investidores passaram a acreditar que, como o FED interviria, não havia necessidade de se preocupar com prolongamento de crises e o colapso nos preços dos ativos. Minimizando o perigo de grandes perdas, os agentes se tornaram mais propensos a assumir riscos.

Outro ponto, talvez não tão importante quanto a globalização financeira desregulada, que levou à captação de riscos subavaliados, foi o baixo nível de poupança interna norte-americana. Esse comportamento foi nutrido pelos juros baixos, que não incentivava o investimento em detrimento do consumo, intensificando o fluxo de capitais para o país. Assim, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), se o financiamento hipotecário fosse mais oneroso, o mercado habitacional não teria aquecido com tanta intensidade, não ocorreriam tantos empréstimos com base em garantias colaterais superavaliadas e a alavancagem teria sido menos intensa.

Mas, grande parcela da culpa não foi dos consumidores internos norte-americanos,

mas sim dos mercados asiáticos, com sua superabundância de poupança. Basicamente, a Ásia emergente intensificou o fluxo de capitais para os mercados de dívida dos Estados Unidos. Alguns Bancos Centrais acumularam reservas não como garantia contra reversões súbitas na direção dos fluxos de capitais, mas como subproduto de políticas de crescimento econômico induzido por exportações. Bancos Centrais dos países emergentes, como o Banco Popular da China, compraram divisas estrangeiras para evitar a valorização da sua taxas de câmbio.

Independente do motivo o resultado foi um enorme acúmulo de reservas em dólares, reforçando o poder dos Estados Unidos. Mas a questão que levanta [Eichengreen \(2011\)](#) era por que essas reservas foram mantidas em dólares e não em outras moedas, como o euro, já que a Europa é tão importante quanto os Estados Unidos como mercado para as exportações asiáticas.

O motivo era o seu status de moeda global e todos os papéis que o dólar desempenha, sendo como unidade de conta, meio de troca ou reserva de valor, que autorreforça o seu poder monetário. Como a maioria seguia precificando suas moedas em dólar, todos os países seguiam agindo da mesma maneira, já que estabilizava as taxas de juros, incentivava a exportação e conseqüentemente, estimulava a prática de acumular reservas em dólar. Enquanto o dólar seguia lubrificando a economia internacional, dando mais poder aos Estados Unidos.

O papel do dólar como meio de reserva, papel que mais dá poder ao Estados emissor, foi intensificado pelo fato do mercado de títulos de dívida dos Estados Unidos ser extremamente líquido, o que fez com que os custos de comprar e vender esses papéis fossem baixos. Os Bancos Centrais e os governos podiam comprar e, quando necessário, vender esse títulos sem movimentar os preços. E ainda, esses mercados eram tão líquidos devido a participação de tantos Bancos Centrais e governos, que não tinham incentivos a substituir o dólar como moeda e intervenção.

O poder do dólar fica evidente quando se percebe que a posição financeira internacional dos Estados Unidos foi efetivamente fortalecida pela crise, mesmo ela sendo resultado da má gestão financeira do país. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), ao longo de 2007, o dólar se desvalorizou em cerca de 8% no mercado do de câmbio internacional. Mas como as dívidas americanas são expressas em dólar americano, o valor em dólar desse endividamento não foi afetado. Em contraste, os investimentos externos dos Estados Unidos, sejam em bônus ou em fábricas, tornaram-se mais valiosos com a queda do dólar. Os juros e dividendos por eles pagos passaram a valer mais quando convertidos em dólar. Por outro lado, os investimentos externos de outros países em dólares perderam valor. A depreciação do dólar melhorou a situação externa dos Estados Unidos em quase US\$450 bilhões, as custas dos demais países que tinham menos autonomia que os Estados Unidos.

Como se pode perceber, o governo dos Estados Unidos não tem sido um guardião

confiável da moeda internacional. Com a profunda recessão provocada pela crise e com os grandes déficits orçamentários gerados, começou a se questionar a sustentabilidade da dívida do Tesouro dos Estados Unidos. Com a maior parte de seus títulos públicos nas mãos de estrangeiros, a tentação de desvalorizá-los por meio da inflação vem se tornando cada vez maior. Como coloca [Eichengreen \(2011\)](#), é razoável que os Bancos Centrais queiram acumular reservas como um amortecedor contra os fluxos de capitais voláteis, mas é insensato que a única maneira de fazer isso seja empurrando o capital financeiro para os Estados Unidos e abastecendo os excessos que levaram o sistema financeiro global para a beira do abismo.

Com base nesses argumentos, predominava o pessimismo sobre o futuro do dólar como reserva de valor e, em consequência, sobre seu papel internacional. Contudo, de fato, não houve redução no papel dólar nas transações internacionais. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), estudos mostram que quase 75% de todas as importações de outros países que não os Estados Unidos continuaram a ser faturadas e liquidadas em dólar americano. A OPEP ainda precifica o petróleo em dólar. Segundo o FMI, a fatia em dólar do total oficial das posições em divisas estrangeiras, em 2010, foi de 61%, uma queda apenas marginal em relação aos 66% do período 2002-2003. Na primeira metade da década de 1990, a posição do dólar no total oficial de divisas estrangeiras era até mais baixa que as de tempos mais recentes.

O que explica essa diferença entre o discurso e a realidade é que, acima de tudo, os Estados Unidos continuam a ser a maior economia do mundo, com os mais amplos e profundos mercados financeiros do planeta. Além disso, o dólar tem a vantagem de ser a moeda global, o que autorreforça o status quo. Ou seja, se outros exportadores estão faturando e liquidando suas transações em dólares, cada exportador tem um incentivo para agir e continuar agindo da mesma maneira, limitando as flutuações em seus preços e, assim, não confundindo os clientes.

Para muitos Bancos Centrais também faz sentido estabilizar suas taxas de câmbio em relação ao dólar, embora os Estados Unidos já não respondam pela maior parte de suas transações comerciais, já que os demais países também estabilizam suas taxas de câmbio em relação à moeda norte-americana. Como outros países atrelam suas moedas ao dólar, agir da mesma maneira estabiliza a taxa de câmbio do país não só em relação aos Estados Unidos, mas também em âmbito mais amplo. Da mesma forma, os Bancos Centrais preferem manter reservas na mesma moeda em que o país expressa sua dívida externa e fatura seu comércio exterior, uma vez que usam essas reservas para ajustar os fluxos de dívida e de comércio. Mesmo que os custos de comparar preços em diferentes moedas e de mudar entre elas estejam declinando com o desenvolvimento das tecnologias da informação, as vantagens de se deter a moeda dominante na economia internacional não são desprezíveis.

4.2 Alternativas ao dólar

Além dos papéis da moeda que autorreforçam a continuidade do papel do dólar no topo da hierarquia de moedas internacionais outro motivo pelo qual o dólar não perdeu poder depois da crise é que todos os outros concorrentes ao status de moeda internacional apresentam sérias deficiências. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), o Reino Unido e a Suíça são pequenos demais para que a libra esterlina e o franco suíço sejam mais que alternativas subsidiárias como moeda de reserva e de transações internacionais. O Japão é uma economia maior, mas seu governo passou muitos anos desencorajando o uso internacional do iene, sob o argumento de que essa mudança comprometeria a capacidade do Japão de manter a taxa de câmbio competitiva e complicaria a condução da política industrial do país. Hoje, essa relutância em internacionalizar o iene ficou no passado, porém as políticas do passado continuam a influenciar a liquidez do mercado. Uma década de estagnação e de taxas de juros zero tornou pouco atraente a manutenção de reservas em ienes. Atualmente, o iene mal responde por 3% do total das reservas cambiais no mundo.

O euro ainda é hoje, apesar de suas dificuldades, o rival mais sério do dólar. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), a área do euro conta com a escala necessária. Suas exportações representam quase o dobro das dos Estados Unidos. A Alemanha é grande exportadora de bens de capital para a Ásia emergente. As empresas da área do euro operam fábricas em países situados a leste, que estão ligados cada vez mais às redes de produção e às cadeias de fornecimento da Europa Ocidental. Os bancos da área do euro controlam e operam muitas instituições financeiras da Europa Oriental. Além disso, o Banco Central da Europa – BCE tem apresentado seriedade na preservação da estabilidade dos preços, não demonstrando inclinação a adotar políticas anti-inflacionárias negligentes, compreendendo sua responsabilidade como prestador.

Em 2008, no auge da crise, o BCE concedeu empréstimos de emergência a países cujos bancos e empresas haviam contraído empréstimos em euros e também forneceu euros a outros Bancos Centrais, em troca de suas moedas. Esses swaps, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), são a assinatura de um Banco Central que reconhece o papel internacional de sua moeda. Para completar, a área do euro também possui amplo estoque de títulos de dívida pública. Seus mercados de bônus são acessíveis a investidores estrangeiros, uma vez que não há mais controles sobre fluxos de capital. A área do euro serviu como porto seguro na crise de 2008. Considerando a história da libra esterlina como moeda de reserva, a entrada da Inglaterra na área do euro impulsionaria o status do euro como moeda de reserva, mas o país resolveu tomar o caminho oposto.

Mas o que impede o euro de subir ao topo da hierarquia de moedas não passa apenas pela Inglaterra ter saído definitivamente da União Europeia, mas sim os problemas dos demais membros e a falta de cooperação entre eles, quando se trata de questões monetárias. Como coloca [Eichengreen \(2011\)](#), os países do sul da Europa vivem um o

processo difícil de consolidação fiscal e com a perspectiva de um período prolongado de crescimento lento. Além disso, o continente enfrenta dificuldades demográficas. Sua população está envelhecendo. A taxa líquida de reprodução é de apenas 0,75, bem abaixo do valor necessário para se manter a estabilidade da população. A imigração proveniente da Turquia e do Norte da África poderia compensar a diferença, mas poucos europeus aceitam essa possibilidade. A maioria se opõe a entrada de imigrantes no continente, que seria a maneira óbvia e rápida de resolver o problema demográfico da Europa.

Quando a Europa enfrenta problemas econômicos e financeiros, a superação exige cooperação entre seus governos nacionais, o que não é, de modo algum, garantido. A possibilidade de que não se façam os ajustes com rapidez suficiente gera certa relutância entre os Bancos Centrais de outras partes do mundo em colocar o euro em suas reservas. A Europa carece de uma política externa comum. Ela nem mesmo conseguiu alinhar uma posição comum quanto à reforma do FMI e do sistema financeiro internacional para reduzir sua dependência em relação ao dólar.

Provavelmente, como prevê [Eichengreen \(2011\)](#), o único lugar em que o euro vai conquistar participação no mercado com rapidez é em torno de sua própria jurisdição, o que o caracteriza como uma moeda regional, e não global. O euro já é a moeda dominante para faturamento e liquidação de transações comerciais no comércio com países europeus. Com isso, a União Europeia vem desenvolvendo laços mais fortes com outros países não participantes da zona do euro, principalmente ao sul e ao leste. Para tanto, implementou uma União para o Mediterrâneo, com o objetivo de aprofundar seus vínculos com países não membros. A medida que a União Europeia reforça seus laços com os países vizinhos, eles passam a depender mais do euro. Assim, em 2009, a Rússia anunciou que estava aumentando o peso do euro na cesta de moedas que orienta sua política cambial, refletindo a maior participação da área do euro em suas transações e pagamentos internacionais. E, à medida que o euro se torna mais importante para a Rússia, o Banco Central russo tenderá a ampliar a fatia do euro em suas reservas internacionais.

Se por um lado o euro é uma moeda sem Estado, por outro, o yuan chinês é uma moeda com Estado de mais, como coloca [Eichengreen \(2011\)](#). O acesso aos mercados financeiros da China e o uso internacional de sua moeda são limitados por controles governamentais rigorosos. Mas, como mostra [Cohen \(2017\)](#), o governo chinês vem adotando uma política de internacionalização de sua moeda e, seguindo o autor, hoje, o yuan chinês é o rival mais promissor do dólar.

Conforme [Cohen \(2017\)](#), até 2006 a China possuía uma das moedas mais controladas mundo, com o governo impondo todo tipo de restrições de câmbio e controles de capital para incentivar as exportações e sustentar o crescimento acelerado do país. Mas, como foi visto na seção anterior, existe um *trade-off* entre autonomia e influência externa. O governo chinês, apesar de indicar almejar uma posição mais central na hierarquia internacional de

poder, não parece estar pronto para flexibilizar o controle sobre seu mercado interno.

Apesar de não haver na história recente do sistema financeiro internacional um modelo bem sucedido de um governo promovendo sua moeda internacionalmente, como visto anteriormente, Cohen apresenta um guia e a China parece estar seguindo-o ao pé da letra. De acordo com [Cohen \(2017\)](#), a política de internacionalização do yuan está seguindo por dois caminhos inter-relacionados, de um lado o governo está promovendo o uso do yuan no comércio exterior e do outro tratando de aumentar o uso nas finanças internacionais como reserva de valor.

A questão que fica, então, é como o uso transfronteiriço do yuan pode ser incentivado se o dinheiro ainda não é amplamente conversível e o mercado chinês se mantém relativamente fechado. Para [Cohen \(2017\)](#), a China está escrevendo seu próprio manual de como se deve internacionalizar sua moeda, montando um laboratório *offshore* em Hong Kong, onde experimenta inovações e faz testes que o governo ainda não está preparado para introduzir internamente.

Isto é, nas palavras de [Cohen \(2017\)](#), pelo menos, um padrão incomum. Nunca antes um governo procurou deliberadamente desenvolver um mercado *offshore* para a sua moeda, mantendo um controle financeiro rigoroso na economia doméstica. A *offshore* em Hong Kong, passou a se concentrar na promoção do yuan nas finanças internacionais como reserva de valor. Lá foi desenvolvido mercado de ativos para depósitos em yuan e títulos denominados em yuan.

Por outro caminho, para chegar a internacionalização da moeda, o governo vem promovendo acordos de swap cambiais com um número crescente de Bancos Centrais para aumentar o uso do yuan como meio de pagamento. De acordo com [Cohen \(2017\)](#), em meados de 2016, cerca de três dúzias de acordos foram assinados totalizando mais de U\$ 480 bilhões. A nível privado, a regulamentação vem sendo flexibilizada para permitir que mais transações de importação e exportação sejam liquidadas em yuan, ignorando o faturamento tradicional com o dólar.

Até então, o lado do comércio vem progredindo mais que a via financeira, como coloca [Cohen \(2017\)](#). Até 2016, cerca de 30% do comércio chinês estava sendo liquidado em yuan – acima de zero, contabilizado na década passada. Mesmo que a maior parte do aumento tenha se dado pela transferência de dinheiro entre as empresas do continente e suas próprias subsidiárias *offshore* em Hong Kong, o faturamento do yuan está se espalhando gradualmente, apoiado por acordos governamentais que autorizaram bancos de compensação selecionados a negociar em yuan em quase uma série de centros financeiros em todo o mundo. Estes incluem, como mostra [Cohen \(2017\)](#), não só os postos no Leste Asiático como Singapura, Seul, Taipei e Tóquio, mas também Doha, Frankfurt, Zurique, Londres e Toronto.

Essas medidas fizeram, segundo [Cohen \(2017\)](#), com que o yuan ascendesse em 2016

ao quarto lugar entre as principais moedas de pagamentos do mundo, mesmo que com apenas 2% do total dos pagamentos globais, e duplicasse a sua participação no mercado global de câmbio entre 2013 e 2016, de 2% para 4%. Apesar do yuan representar apenas algo em torno de 1% do total das reservas globais, essas realizações alcançadas foram consideráveis, dado o período curto de tempo.

Apesar de que, em nenhum dos papéis o yuan esteja próximo de desafiar o dólar, o governo chinês provavelmente vai seguir com sua política de internacionalização da moeda e, conseqüentemente, o uso do yuan vai se intensificar internacionalmente. Como expõe [Cohen \(2017\)](#), a economia da China tem o tamanho necessário para ampliar o uso o yuan. A economia da China já é a segunda maior do mundo e pode superar os Estados Unidos em meia década. Apesar do declínio do volume de comércio em 2015 e 2016, não há dúvida de que a China vai se tornar o centro do comércio global. Outro ponto que indica que a China terá sucesso na internacionalização de sua moeda é a crescente rede de laços de política externa que o governo chinês vem cultivando através de investimentos estratégicos, programas de ajuda bilaterais e por meio da ampla série de acordos de swap cambial.

Por outro lado, de acordo com [Cohen \(2017\)](#), a natureza autocrática do regime político interno da China é tão diferente das formas mais democráticas de governo que prevaleceram em todos os casos anteriores de internacionalização de moeda na era moderna, que a China não inspira confiança. Soma-se a isso o fato de, até o momento, o governo chinês ter mostrado pouco respeito pelos direitos de propriedade e cumprimento das obrigações contratuais, e estrutura de governança do país não ser nada transparente, o que aumenta a incerteza em investir em yuan.

Além de tudo, o setor financeiro da China ainda precisa ser modernizado. Apesar do sucesso da economia chinesa desde que as reformas começaram, instituições financeiras nacionais permanecem rudimentares, os mercados de ações e obrigações são ainda incapaz de fornecer todos os ativos que o mercado está habituado, a liquidez é baixa e os preços dos ativos são voláteis. Além disso, o setor financeiro *onshore* permanece limitado ao mundo *offshore*, já que os fundos de investimento só podem ser movidos para dentro ou fora do país através de instituições bancárias autorizadas e somente com a aprovação dos órgãos competentes.

Além desses fatores, para [Eichengreen \(2011\)](#), o maior impedimento, hoje, da China se tornar a emissora da moeda mundial, é que 65% de suas reservas, no total de US\$2,5 trilhões, estão em ativos denominados em dólar. Apesar do mercado de dólar se muito líquido, se a China vendesse uma quantidade de títulos do Tesouro dos Estados Unidos suficiente para alterar significativamente a composição do seu portfólio de reservas, os preços do dólar pelo mundo inevitavelmente iria cair, comprometendo o valor das reservas de todos os Banco Centrais, inclusive o da China. Isso é o que a literatura convencionou chamar de “armadilha” do dólar ([YU, 2010](#)). Além das perdas de reserva, se o dólar se

depreciasse, as importações americanas se tornariam mais caras, impactando as exportações chinesas, o que não é desprezível para um país que ainda está em desenvolvimento e não tem um nível de adaptabilidade e flexibilidade econômica muito altas.

Para [Cohen \(2017\)](#), os líderes chineses parecem entender o que poderia ser necessário para compensar as deficiências de sua moeda e vem agindo em conformidade. A política chinesa vem sendo implantada de forma gradual e com considerável cautela, o que não poderia acontecer de outra forma, visto tudo que está em jogo, caso o governo tome alguma decisão equivocada. O Banco Central, por definição, só pode ser avesso ao risco.

Mesmo com tanta cautela, de acordo com [Cohen \(2017\)](#), o yuan alcançou um marco notável no final de 2015, quando foi formalmente admitido na cesta de moedas utilizadas pelo Fundo Monetário Internacional, os Direitos Especiais de Saque (SDR). Esta foi uma honra concedida apenas ao dólar, euro, libra e iene. Na prática, essa medida reconhece o peso da China na economia mundial e facilita a aceitação global do yuan.

Dado que, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), em março de 2009 o presidente do Banco Central chinês declarou que os SDR deveriam, um dia, substituir o dólar como moeda de reserva mundial. Resta saber o que o governo chinês quer ao inserir sua moeda na cesta do FMI: se é, de fato, elevar o SDR ao nível de moeda global, ou apenas ganhar prestígio.

Os SDR são uma unidade monetária contábil criada pelo FMI no fim da década de 1960 para substituir o dólar nas transações internacionais oficiais. Mas, de acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), os SDR logo se tornaram moda intelectual. A ideia era ótima, em vez de acumular dólares para pagar empréstimos externos e comprar bens e serviços importados, em situações de emergência, os governos poderiam usar seus SDR, desde que outros governos fossem obrigados a aceitá-los. Com isso, o privilégio exorbitante desfrutado pelo emissor de uma moeda global seria eliminado, o que tornaria o mercado financeiro mundial mais seguro. Ao se criar uma alternativa para as moedas nacionais existentes, também estaria resolvido o dilema de grandes detentores de reservas, como a China. A armadilha do dólar estaria resolvida.

Mas, para tornar os SDR atraentes seria necessário construir mercados profundos e líquidos em que fosse possível comprar e vender créditos em SDR. Também seria preciso desenvolver mercados em que os governos e as empresas pudessem emitir bônus em SDR, a custos competitivos. Os bancos teriam que aceitar depósitos e conceder empréstimos em SDR e seria necessário reestruturar os mercados cambiais, para que os SDR se tornassem uma moeda veículo. Em outras palavras, conforme [Eichengreen \(2011\)](#), para que o SDR se assemelhe mais a uma moeda global, o FMI teria de se tornar mais parecido com um Banco Central global do que com um provedor de liquidez de emergência.

No entanto, a ideia de uma moeda global, emitida e gerenciada por um Banco Central global é convincente apenas na ideia. Em termos práticos, o problema do SDR é

parecido com o do euro, enquanto não houver um governo global para ser responsabilizado por suas ações, não pode haver um Banco Central global emitindo a moeda do topo da hierarquia de moedas.

No entanto, para [Eichengreen \(2011\)](#), a principal razão para que o SDR não se torne a principal moeda do Sistema Internacional é que não faz sentido para a China se desatrelar de grande parte de sua reserva em dólares para trocar por SDR. Se ela resolver o seu problema de exposição à armadilha do dólar, é provável que não precise mais de uma moeda substituta e, assim, já possa estabelecer o yuan como moeda internacional e usufruir de todo o privilégio exorbitante de um país emissor de moeda de reserva internacional. Assim, parece fazer mais sentido a China estar interessada apenas no prestígio ao inserir sua moeda na cesta de o FMI e, de fato, ambicionar tornar o yuan a moeda global.

De fato, como expõe [Eichengreen \(2011\)](#), a China vem caminhando nessa direção há mais de uma década, mas, no entanto, só completou parte do percurso. Por motivos óbvios: reconciliar estabilidade financeira com liberdade plena para comprar e vender ativos nacionais e estrangeiros não é simples. Primeiro, os mercados devem se tornar mais transparentes, os bancos precisam ser modernizados, a supervisão e a regulação devem ser fortalecidas, as políticas monetária e fiscal têm de ser sólidas e estáveis e a taxa de câmbio deve ser mais flexibilizada, a fim de acomodar um maior volume de fluxos de capital. Em outras palavras, a China deve primeiro abandonar o modelo de crescimento cujos pilares centrais são os empréstimos bancários e o atrelamento da taxa de câmbio.

Observe-se, no entanto, que a reação das autoridades chinesas à crise de 2008, como os demais países, foi avançar na direção oposta, determinando que os bancos aumentassem seus empréstimos e reforçando o atrelamento do yuan ao dólar para sustentar as exportações. Assim, as evidências sugerem que as iniciativas da China para a abertura dos mercados financeiros continuarão graduais. O natural é a parcela das reservas em yuan ser limitada, mais atraentes para os países que mantenham grandes fluxos comerciais com a China, onde também realizam transações financeiras.

Isso sugere que a prática de manter reservas em yuan se concentrará na região asiática, assim como a prática de manter reservas em euro também se limitará aos arredores da Europa. Por esse caminho, a China já permite que o yuan seja usado no comércio transfronteiriço com seus vizinhos imediatos, países como Mongólia, Vietnã, Camboja, Nepal e Coreia do Norte, além das zonas administrativas especiais de Hong Kong e Macau. Mesmo assim, apenas empresas confiáveis têm permissão para liquidar suas transações em yuan, afim de evitar que o valor das importações e exportações seja manipulado como modo de contornar os controles de capital da China.

Como se viu, a China não tem pressa em destronar o dólar. Ao contrário, ela tem enormes investimentos em dólares. Mas, olhando para o *trade-off* entre autonomia e influência internacional, a China já dá sinais claros de que está mais interessada em se

tornar uma grande potência mundial, e não apenas proteger sua autonomia interna.

A ascensão de uma moeda ao posto de moeda global não passa só pelo lado da oferta, mas também pelo lado da demanda. Do lado da oferta, o governo Chinês vem fazendo seu papel: aumentou a disponibilidade de yuan, estabeleceu uma extensa rede de acordos de swap de moeda, conseguiu nutrir mercados *offshore* para depósitos títulos em yuan e foi capaz inserir o yuan na cesta SDR do FMI. E tudo isso em menos de uma década. O yuan, de fato, vem ganhando reputação.

Mas, pelo lado da demanda, como o status quo é autorreforçador, é provável que a mudança nas preferências dos agentes por dólar só ocorra com uma ruptura no sistema. Assim, como concordam [Eichengreen \(2011\)](#) e [Cohen \(2017\)](#), se ocorrer um colapso do dólar, é muito provável que ele seja causado pelos próprios Estados Unidos e não pelos chineses. A libra esterlina perdeu o status de moeda internacional porque a Inglaterra deixou de ser uma grande potência e o país perdeu a condição de grande potência por causa de seus problemas econômicos internos. Visto de outra maneira, é possível que como a autonomia é condição necessária para que o país possa praticar política externamente, ela também seja responsável por erodir o poder externo de uma país, mesmo o hegemônico, levando a perda de influência.

Assim, em última instância, o destino do dólar depende da política orçamentária dos Estados Unidos. E, de acordo [Eichengreen \(2011\)](#), nesse ponto há três motivos para preocupação. O primeiro é a deterioração da posição fiscal norte-americana. Os cortes tributários de 2001 e 2003 empurraram as receitas para seu nível mais baixo como proporção do PIB desde 1950, enquanto as decisões de estender os benefícios do Medicare a medicamentos tarjados e de manter duas guerras dispendiosas eliminaram qualquer pretensão de reduzir os gastos. O segundo são os déficits resultantes da crise financeira. A receita tributária despencou e, ainda por cima, o governo não teve escolha senão suprir parte dos gastos privados que evaporaram na crise. O terceiro é a perspectiva de déficits ainda maiores, quando os *baby boomers*, ou a parcela da população americana que nasceu durante a explosão demográfica do pós-Guerras, começarem a se aposentar, aumentando os custos de assistência médica e de seguridade social.

Mas não é necessário olhar tão longe para ver os problemas. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), as atuais trajetórias das receitas e despesas indicam que a dívida do governo federal terá subido de 40% do PIB, antes da crise, para 75% do PIB, em 2015, sem a inclusão de obrigações perante a seguridade social e outros fundos fiduciários do governo. Não é fácil para os Estados Unidos lidar com um índice de dívida/PIB de 75%. Esse tipo de ônus é manejável por um governo que arrecada de 30% a 40% da renda nacional em impostos, como se vê na Europa. Porém, é mais difícil nos Estados Unidos, onde a receita tributária é de apenas 19% do PIB, em um ano normal.

Além disso, os Estados Unidos perderam muita credibilidade como principal emissor

da moeda global quando, além de ter grande parcela de culpa da formação da crise de 2008-2009, repassaram grande parte dos seus custos com ela para as demais economias do mundo. Como nos lembra [Coelho e Capinzaiki \(2013\)](#), os Estados Unidos fizeram com que os outros países, principalmente os emergentes, com sua economia pouco diversificada e relativamente aberta, pagassem a maior parcela do custo do ajuste através da valorização cambial causada pelo aumento da oferta de dólar.

Outro ponto que abala a credibilidade no dólar é a eleição de Donald Trump como presidente dos Estados Unidos. Trump, claramente, não entende que não existe apenas vantagem em emitir a moeda nacional, mas também custos que o país tem que arcar para manter a credibilidade dos demais agentes em sua moeda. Segundo [Cohen \(2017\)](#), Trump chegou a sugerir que Washington deveria negociar com seus credores para comprar de volta grande parte da sua dívida externa norte-americana, afim de reduzir o fardo do serviço da dívida para os contribuintes americanos. Os investidores estrangeiros e os Bancos Centrais ficaram em alerta, já que essa simples sugestão poderia colocar em risco a classificação de crédito do país e aumentar o custo dos empréstimos futuro.

Ainda mais problemático são os discursos protecionistas de Trump que prometem colocar a *America First*, que, mas palavras de [Cohen \(2017\)](#), cheira a nacionalismo xenófobo e desrespeito pelos interesses dos outros. Nessa leva, o novo presidente se comprometeu a trazer milhões de empregos de volta aos Estados Unidos pela elevação de tarifas de importação e cancelamento de acordos comerciais. Só resta, agora, o presidente norte-americano começar a pregar o controle sobre o capital, para fazer tudo ao contrário do que a China está fazendo.

Enquanto a China vem seguindo o manual ao pé da letra para internacionalizar sua moeda, Donald Trump parece querer fazer o contrário, encarecendo o crédito, limitando a liquidez do dólar e fechando sua economia.

4.3 O mundo multipolar

Para [Eichengreen \(2011\)](#) a ideia de que o dólar está envolvido em uma corrida mortal com seus rivais é falha, pautada na crença de que há espaço para apenas uma moeda internacional ocupando o topo da hierarquia de moeda. Segundo o autor, salvo a segunda metade do século XX, com características muito peculiares, sempre houve mais de uma moeda internacional. Mas entre a acensão de um mundo multipolar, como defendido por [Eichengreen \(2011\)](#), até a substituição do yuan pelo dólar como principal moeda internacional, em um período não tão longo de tempo, como acredita [Cohen \(2017\)](#), existe um longo caminho, como a história do sistema monetário internacional mostra.

Como visto na primeira seção, o dólar não tomou o papel da libra esterlina como moeda global diretamente. No período entre-Guerras, quando a libra começou a perder

credibilidade, houve o estabelecimento de um mundo multipolar estável dividido em três blocos: os países alinhados com os Estados Unidos, países alinhados com a Alemanha e os que ainda confiavam na Inglaterra. A zona de influência do poder monetário desses países era mais local, se estendendo aos países com quem mantinham relações comerciais mais profundas. Foi apenas depois da Segunda Guerra Mundial que os Estados Unidos reinaram absolutos no topo da hierarquia de moedas.

Da mesma forma, se os credores dos Estados Unidos começarem a perder a credibilidade no dólar, não há razão para não acreditar que daqui a alguns poucos anos os países próximos das fronteiras da China comecessem a usar primordialmente o yuan em suas transações internacionais, enquanto os países próximos da Europa usem o euro e os países que fazem negócios com os Estados Unidos usem o dólar.

O impedimento de uma moeda global ser diretamente substituída por outra se dá, justamente, porque a ascensão de uma moeda global é pautada na confiança, e a confiança não pode ser conquistada em um período curto de tempo. Os credores começam a comprar uma moeda, o Estado emissor a mantém estável e os agentes seguem comprando. Desse forma a conquista de credibilidade é um processo de longo prazo. Por essa ótica, a China também está fazendo tudo certo, aumentando o prestígio de sua moeda e preparando o terreno para que quando surja a oportunidade, a demanda por yuan aumente exponencialmente. [Volz \(2014\)](#) também acredita que o cenário mais provável nas próximas duas décadas é o surgimento de um sistema monetário internacional multipolar, com o dólar, o euro e o yuan atuando cada um em sua área, mas não por motivos de credibilidade, e sim porque acredita que uma liberalização rápida e abrangente da conta de capital da China é improvável.

Para [Eichengreen \(2011\)](#) é claro que o mundo de várias unidades monetárias com aceitação global está em formação porque a economia mundial está se tornando mais multipolar. A crise financeira de 2008–2009 acelerou esse processo, já que a perda de credibilidade do dólar passa pela má gestão da moeda global pelos Estados Unidos. Como poder monetário é dado de forma relativa, a ascensão de novos atores, não só a gigante China, retiram, juntos, poder relativo dos Estados Unidos.

Para verificar se, de fato, novos agentes estão emergindo e transformações em curso são meras acomodações conjunturais ou se representam mudanças de longa duração na direção da multipolaridade do sistema financeiro internacional, [Coelho \(2012\)](#) propõe uma análise da mudança na distribuição de poder dentro das instituições criadas no Acordo de Bretton Woods: o FMI e o Banco Mundial. Corroborando com a ideia de que a crise financeira acelerou o processo de multipolaridade, o autor afirma que dificilmente a reforma na distribuição de votos do FMI e do Banco Mundial teria acontecido sem a imensa crise de legitimidade que acompanhou estas instituições financeiras multilaterais com a crise de 2007-2008. A crise de legitimidade foi, de fato, maior para o FMI. O Banco Mundial já

vinha sendo afetado de forma estrutural pelo aumento de recursos alternativos disponíveis para os países em desenvolvimento, vindos de fundos soberanos e, principalmente, da China. Já o FMI havia falhado em seu papel de fiscalizar o sistema financeiro internacional e punir os responsáveis por minar sua estabilidade ao soltar uma nota otimista, em abril de 2007, com relação à economia mundial.

Para o autor, este fato conta, claramente, com um aspecto já conhecido do funcionamento das organizações hierárquicas e assimétricas: elas tendem a reproduzir os interesses das elites. Se, por um lado, o discurso do Banco Mundial sobre reformas normalmente é associado ao conceito de multipolaridade, o que demonstra uma perspectiva de mudanças sistêmica ao deixar a estrutura mais suscetível à elas, por outro, a resistência à mudança dentro do FMI é uma clara manifestação de que a reforma institucional não altera, ainda, a linha ideológica dentro da instituição. Isto indica qual o limite e o grau de resistência de cada instituição. Mesmo assim, em ambas as instituições de Bretton Woods, houve uma aceitação de que, no mínimo, era necessário um processo adaptativo dentro das instituições.

Assim, como mostra [Coelho \(2012\)](#), a reforma nas cotas colocou os países emergentes entre os dez maiores acionistas do FMI, notadamente: Rússia, Índia, Brasil e China – BRIC. Ainda permitiu redefinir, parcialmente, um problema histórico na distribuição das cotas e dos votos: a desproporção de votos em favor da Europa em detrimento da Ásia e dos países emergentes. No FMI, dentro do antigo G7, perderam sua participação relativa a Inglaterra, França, Canadá e Alemanha. Historicamente, entre estes países, aquele que mais perdeu participação foi a Inglaterra, que caiu de uma participação relativa de 7,50% do total de votos, em 1980, para 4,23%. A Rússia manteve-se relativamente estável desde sua entrada na organização, oscilando em torno de 2,7%. A China aumentou significativamente sua participação: de 1,4%, em 1980, para 6,39%. A Índia recuperou o status que tinha em 1980, mas, o mais importante, igualou sua representação com a Rússia. O Brasil aumentou significativamente sua participação, saindo de 1,38%, em 2010, para 2,32%. Somados, os BRICs chegaram a 14,17% e, relativamente, se aproximaram dos Estados Unidos, com 17,41%.

Entre os vinte maiores acionistas do Fundo, países intermediários de renda alta, como Suíça, Holanda, Austrália, Bélgica, Suécia e Arábia Saudita, perderam posição. A Itália manteve-se relativamente alinhada ao seu perfil histórico, enquanto a Espanha ganhou algumas posições. Outros países que cresceram em importância de poder de voto foram o México e Coreia do Sul.

Nas dez primeiras posições encontram-se os quatro países dos BRICs. A China passou a ocupar a terceira posição substituindo a Alemanha. Os países emergentes e em desenvolvimento saltaram de 39,4% do total de votos para 44,70%, enquanto as economias avançadas caíram de 60,60% para 55,30%. A região que mais cresceu em termos de

participação relativa foi a Ásia, com ganho de 6 pontos percentuais. Assim, do ponto de vista institucional, há um realinhamento que mostra uma perda relativa da Europa, a emergência de alguns países semiperiféricos (Brasil, México, Índia e Coreia do Sul) e a consolidação da China como grande potência.

Tanto os processos de adaptação das instituições, como os mecanismos de inovações institucionais, que criaram o G20 e os fundos soberanos, indicam alterações de longo prazo nas interações internacionais – mudanças no sistema e não do sistema, como conclui [Coelho \(2012\)](#). Assim, se as instituições são meios para estabilizar e controlar a ordem econômica dentro do sistema mundial, alterá-las indica que o sistema está se transformando. O que ocorre com a reforma das cotas de abril de 2010 e com o seu realinhamento, principalmente no FMI, é uma expressão de que houve efetivamente uma mudança na distribuição de poder dentro do sistema. A capacidade de resistência dos países ampliou o grau de autonomia dos mesmos e seu potencial de influenciar na criação de regras, ou ao menos, no aumento do grau de participação no processo decisório.

De fato, o aumento de representação de votos dos países emergentes altera a hierarquia de prestígio no sistema das instituições financeiras multilaterais. Mas, em relação ao FMI, por mais que o discurso interno indicasse uma forte pressão para que ocorressem as mudanças, houve uma resistência dos países centrais, como Europa, EUA e Japão. Por outro lado, o aumento no grau de autonomia dos países emergentes, dado pelo aumento de seu produto interno bruto e pelo aumento da riqueza líquida na forma de reservas, não os levou a descartar a importância das instituições de Bretton Woods. Isso seria possível se o aumento do multilateralismo fosse acompanhado por conflitos interestatais. De qualquer forma, a reforma mostra que os países estão conseguindo, em um contexto de interações estratégicas assimétricas e multidimensionais, um grau razoável de coordenação e consenso. A criação do G20 é uma demonstração de que novos arranjos estão surgindo, mas que os velhos arranjos institucionais ainda permanecem, o que só será redefinido quando o processo de reestruturação ceder lugar a um novo sistema financeiro interacional.

Traços desse mundo multipolar já podem ser vistos. De acordo com [Eichengreen \(2011\)](#), a China está investindo na *Greater Nile Petroleum Operating Company*, que controla os campos petrolíferos do Sudão, dificultando para os Estados Unidos pressionarem Cartum a cessar as violações de direitos humanos em Darfur. Enquanto os Estados Unidos estão reduzindo as verbas para a *Radio Free Europe/Radio Liberty*, a *China Radio International* transmite 19 horas de programação diária de sua radiodifusora no Quênia.

A questão fundamental, mais uma vez, para o poder estratégico dos Estados Unidos é a saúde econômica e fiscal. Como coloca [Eichengreen \(2011\)](#), um país cuja economia não cresce perde poder político e estratégico. Um governo incapaz de arrecadar receitas suficientes ou de conter despesas excessivas será incapaz de financiar um orçamento de

defesa adequado. É essa questão, e não a permanência do dólar como moeda de reserva dominante, com que se defronta o Pentágono. Os gastos com defesa baixaram para níveis históricos inferiores a 4% do PIB. A China vem enviando para muitas partes da África mais médicos, financiados pelo governo, do que os Estados Unidos. É o Tesouro sem dinheiro, não o status de moeda de reserva dominante, que impede os Estados Unidos de gastar mais com ajuda externa ou de receber mais acadêmicos pelo Programa *Fulbright*.

Mas, de fato, como coloca [Eichengreen \(2011\)](#), as mudanças de um mundo no qual o dólar é a moeda internacional dominante para outro em que dividir o protagonismo, tem implicações apenas secundárias para a capacidade dos Estados Unidos de realizar seus objetivos geopolíticos. A consequência de outros países não confiarem mais no dólar como moeda de reserva internacional criará a necessidade de redução do déficit em corrente em 3% do PIB e redução da taxa de câmbio em 30%, o que não deve fazer tanta diferença, considerando que o dólar oscilou nessa intensidade antes, sem provocar efeitos cataclísmicos.

5 *Financial statecraft*

Apesar do poder monetário ser importante, o que realmente importa para os Estados é como colocar o seu poder de influência em prática. Não o poder de influência gerado pelo processo de ajustamento, que tem efeitos difusos e indiretos, mas sim o poder de influência definido por [Andrews \(2006\)](#), que convencionalmente é entendido como dimensão externa do poder, que engloba a capacidade de controlar ou, ao menos, influenciar o resultados dos eventos.

De acordo com [Cohen \(2006\)](#), a diferença entre os dois tipos de influência, é similar ao que [James e Lake \(1989\)](#) descreveram como primeira e segunda face da hegemonia ou poder: a primeira face é a influência direta, governo-a-governo, que é exercida por sanções positivas e negativas; a segunda face é a influência de mercado, que altera favoravelmente as estruturas de incentivos, ou seja, uma forma de influência passiva e ativa.

Como já visto, tanto a influência ativa, quanto a passiva tem como condição básica necessária a autonomia. Enquanto que no modo passivo a pressão exercida nos outros é levada pelo mercado, operando através da segunda face da hegemonia, no modo ativo a pressão é exercida diretamente pelo governo, através da primeira face da hegemonia.

Nesse sentido, a influência ativa é uma questão política, e não de mercado, uma vez que é posta em prática intencionalmente. No modo passivo, outros agentes arcam com o custo de ajuste através da prática de influência simplesmente como um produto da autonomia. O modo ativo, efetivamente, transforma a influência passiva em um controle instrumental do uso do poder. E isso é que se chama de *financial statecraft*.

Não é de se estranhar que o governo dos Estados Unidos só começaram a se concentrar em como o controle das instituições, instrumentos e práticas do mercado financeiro poderiam ser aplicados ao serviço da política externa em meados da década de 1990, quando a atividade econômica superou amplamente o comércio tradicional como indica [Steil e Litan \(2006\)](#). Como visto nas primeiras seções, esse foi o período em que a desregulamentação do Sistema Financeiro e Monetário Internacional e o aumento da liberalização financeira levou o poder monetário do Estado para um patamar de relevância internacional.

Assim, o *financial statecraft* é um aspecto do *statecraft* econômico que visa influenciar os fluxos de capitais internacionais. Normalmente o interesse dos Estados é usar os fluxos de capital para alcançar objetivos tradicionais de segurança e política externa, que antigamente eram alcançados, principalmente, via informação, com propagandas, via diplomacia, com negociações, e via força, os instrumentos tradicionais de *statecraft*. Os esforços iniciais para utilizar o *financial statecraft*, como apresenta [Steil e Litan \(2006\)](#),

passaram pelas instituições financeiras, já que elas se tornaram um agente poderoso nas relações monetárias internacionais, estendendo seu poder por todo o globo.

De acordo com [Steil e Litan \(2006\)](#) ao mesmo tempo que as instituições financeiras reforçaram o poder dos Estados, estes procuraram promover as instituições financeiras nas iniciativas internacionais de regulamentação e comércio, aumentando assim o seu poder ainda mais. Um exemplo disso é que em 1994, na Rodada do Uruguai, mesmo que o mercado de bens ainda representasse a maior parte do comércio internacional, os governos negociaram o primeiro Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços, garantindo o direito de uma empresa estrangeira criar filial em outro país, sob as mesmas regras impostas às empresas nacionais.

Embora os bens ainda representassem a maior parte do comércio mundial, eles representavam menos de metade da produção dos países ricos. A assinatura desse acordo foi um passo importante para o aumento da financeirização internacional, guiada pelos Estados Unidos, já que os serviços financeiros atuam mobilizando dinheiro ao redor do mundo e qualquer restrição governamental sobre a mobilidade de capital inibe sua capacidade de fazer negócios e, conseqüentemente, diminuem o poder do dólar. Da mesma forma, os bancos pressionaram os negociadores dos Estados Unidos a incluir cláusulas de livre mobilidade de capital nas negociações de comércio bilaterais.

Por outro lado, de acordo com [Steil e Litan \(2006\)](#), o governo dos Estados Unidos também pressionaram as instituições financeiras. Desde o segundo choque do petróleo, o governo norte-americano incentivou os bancos a seguir emprestando dólares para os países emergentes, já endividados além do limite, para aliviar as restrições macroeconômicas sobre as finanças e as indústrias internas, como visto na primeira seção. Para o governo, as necessidades econômicas da nação superavam a segurança bancária e isso, claramente não era uma preferência dos bancos, que normalmente tem como principal objetivo receber seus pagamentos.

Da mesma forma, os bancos foram envolvidos na guerra ao terror pós-ataque de 11 de setembro. Os Estados Unidos e outros governos impuseram vários requisitos sobre as instituições financeiras, visando expor e interromper a transmissão de dinheiro com a finalidade de apoiar atividades terroristas e impedir a lavagem de dinheiro. Para isso obrigaram os bancos a “conhecer seus clientes”, nas palavras de [Steil e Litan \(2006\)](#). Dessa forma, as instituições financeiras começaram a vigiar atividades criminosas e foram obrigadas a recusar contas suspeitas. Além de vigiar essas atividades, também apresentam listas periódicas e repassam para o governo para checagem. Complementarmente, o governo sancionou uma lei que permite congelar as contas que acreditam ser críticas para a segurança nacional.

Com o *financial statecraft*, o governo norte-americano descobriu uma forma de punir seus inimigos com pouco esforço e sem perda de vidas. Aos amigos são concedidos

acordos de livre comércio, enquanto os inimigos são punidos com sanções econômicas. Como coloca [Steil e Litan \(2006\)](#), o substituto à guerra tradicional contra países que historicamente tem relações tensas com os Estados Unidos, como China e Rússia, tornou-se as sanções no mercado de capitais.

As sanções no mercado de capitais se tornaram uma peça fundamental do que [Steil e Litan \(2006\)](#) chamou de *financial statecraft* coercivo, uma forma de *financial statecraft* mais agressivo. O *financial statecraft* coercivo nasceu da fusão das finanças com a política externa, de forma que as finanças se tornaram parte da política externa. A regulamentação financeira foi moldada para que qualquer empresa estrangeira que o governo desaprovasse fosse automaticamente tachada como “mau investimento”.

Quando a Comissão de Valores Mobiliários norte-americana marca uma empresa estrangeira como mau investimento se pressupõe que o investimento é arriscado, logo, o preço da ação despenca. Com isso, o governo obriga as empresas estrangeiras a agirem conforme sua vontade. Para empresas mais estratégicas ou que não apresentassem perdas significativas com a má classificação do governo, simplesmente foram criadas leis para impedir que abrissem capital nos Estados Unidos, como expõe [Steil e Litan \(2006\)](#).

Esse foi o caso de qualquer empresa e fizesse negócios no Sudão, a não ser aquelas que fizessem relatórios detalhando suas atividades para garantir que não estivessem envolvidos com violações dos direitos humanos e da liberdade religiosa. Outro exemplo são de duas grandes companhias de petróleo, uma russa e outra chinesa, Gazprom e Lukoil, respectivamente.

Essas empresas foram impedidas de fazer um aumento de capital nos Estados Unidos, com o argumento de que os Estados Unidos não deveriam financiar os projetos de seus inimigos, de acordo com [Steil e Litan \(2006\)](#). Contudo, os efeitos não foram os esperados. Uma grande petrolífera não fica sem financiamento, já que o lucro é garantido. De fato, a Gazprom simplesmente retirou a oferta de títulos de US\$ 3 bilhões do mercado de dívida dos EUA e levou para a Europa, mas pagando uma taxa de juros mais alta. O fato é que a Gazprom perderia mais dinheiro deixando de fazer negócios no Irã e na Líbia, como era exigido pelo Estados Unidos, do que abrindo capital na Europa.

Visto isso, como coloca [Steil e Litan \(2006\)](#), as sanções unilaterais nos mercados de capitais funcionam ainda menos do que as sanções econômicas unilaterais, uma vez que, se os Estados Unidos se negam a vender armamento de guerra para um país, este tem que comprar modelos inferiores em outro lugar do mundo, mas se os Estados Unidos se negarem a fazer empréstimos a um país, este pode conseguir empréstimos em termos quase idênticos na Inglaterra. De fato, essa política acaba deteriorando o poder dos Estados Unidos, ao direcionar o fluxo de capitais internacionais para outros países.

Como mostra [Armijo e Katada \(2014\)](#), [Hufbauer, Schott e Elliott \(2009\)](#) estima que para uma sanção ser minimamente viável, o tamanho do agente que impõe a sanção

tem que ser 10 vezes maior que o que sofre, e a sanção implantada tem representar pelo menos 1% do PIB ou, no caso acima, do capital social do alvo. Esse é o motivo pelo qual os estudos sobre *financial statecraft* se concentram nas democracias ricas, particularmente nos Estados Unidos, o país que impõe a maioria das sanções. Ao definir uma barreira tão alta, é natural os pesquisadores desconsiderarem o uso do *financial statecraft* por economias emergentes, ou, pelo menos, era.

Nos últimos anos, houve grandes mudanças na distribuição de poder monetário. Como visto na seção anterior, novos atores estão surgindo nas reações internacionais. E, para [Armijo e Katada \(2014\)](#), o poder de influência desses atores emergentes também aumentou. O exemplo disso foi a convocação da Cúpula inicial do G20, convocada em Washington, durante a crise em 2008. Para os autores, esta foi um forte indício da incapacidade dos grandes poderes do G7 de lidar com a crise financeira global.

O Grupo dos Sete, o G7, foi formado na década de 1970 por Inglaterra, Canadá, França, Itália, Japão, Estados Unidos e Alemanha. O G7 funcionava como uma espécie de comitê de direção para assuntos monetários globais. A inclusão dos países emergentes, que transformou o G7 em G20, afirmou o poder desses países. De fato, como coloca [Armijo e Katada \(2014\)](#), as principais potências perceberam que seria mais custoso implementar políticas anticíclicas para parar o contágio financeiro global sem a participação ativa de muitos das maiores economias de mercado emergentes do mundo.

Dado que, conforme apresenta [Cohen \(2000\)](#), a hierarquia das moedas reforça a hierarquia dos Estados e vice-versa, assumir que os novos atores globais e regionais tem a capacidade de usar o *financial statecraft* pressupõe a distribuição de capacidades entre os próprios Estados soberanos está em fluxo. E, esta mudança, eventualmente, deve transformar a influência global sobre os resultados econômicos e políticos internacionais.

Para [Armijo e Katada \(2014\)](#), a definição padrão de *financial statecraft*, focada, principalmente em sanções e, ocasionalmente, em incentivos, aplicados pelos Estados fortes sobre alvos muito mais fracos, é muito simplista. Como já nos lembrava [Cohen \(2006\)](#), a autonomia tem que ser conquistada em todos os seus aspectos no campo internacional, os Estados podem exercer influência com sucesso em determinados assuntos ou relacionamentos mesmo que eles mesmos sofram pressão ou coerção em outros. Isso deixa claro que entender como a política internacional é alterada pelo aparecimento dos novos Estados em ascensão – que, por mais me estejam longe do topo da hierarquia de Estados, estão adquirindo capacidades financeiras cada vez mais altas – requer uma análise mais detalhada.

Para tanto, [Armijo e Katada \(2014\)](#) propõe categorizar as principais modalidades de *financial statecraft* e analisar como os países emergentes podem usar cada modalidades de *financial statecraft* para aumentar seu poder. Conforme a dicotomia já vista entre autonomia e influência, os autores dividem os Estados entre defensivos, onde se enquadrariam os países

mais preocupados em manter sua autonomia interna, e os países ofensivos, interessados em exercer, de fato, seu poder de influência nas relações internacionais. Por outro lado, os autores diferenciam o *financial statecraft* feito de forma bilateral, da forma sistêmica. O bilateral envolve o ato direcionado de um país sobre outro, já o sistêmico envolve o ato direto de um país sobre a estrutura ou sobre os processos do mercado global ou das instituições internacionais. Combinando as partes temos quatro quadrantes de modalidades de *financial statecraft*.

Como definem os autores, o *financial statecraft* defensivo e bilateral incluem políticas destinadas a reduzir a vulnerabilidade de um estado fraco a bancos transnacionais, investidores estrangeiros ou credores governamentais. Historicamente, praticamente a única opção para os países em desenvolvimento devedores era o *statecraft* defensivo bilateral, como foi visto na segunda seção. Assim, de uma forma mais ativa, os Estados emergentes podem explicitamente procurar diversificar seu empréstimo soberanos com diferentes credores e investidores, dificultando a cooperação entre eles, caso o país não possa mais pagar os empréstimos. De maneira similar, uma estratégia monetária parecida seria diversificar as reservas monetárias, o que poderia ajudar um país a se defender contra coação monetária externa e até mesmo contra abalos no país emissor de moeda principal da reserva.

O *financial statecraft* ofensivo e bilateral das economias emergentes se dá com os países maiores atuando como hegemônias regionais, disponibilizando empréstimos e ajuda externa a vizinhos mais fracos em troca de apoio político mesmo que em promessa. Como colocam [Armijo e Katada \(2014\)](#), essa é uma estratégia importante praticada pela China hoje. Os laços financeiros norte-sul já estão, em certa medida, sendo substituídos por sul-sul, incluindo empréstimos chineses significativos para a América Latina e investimentos chineses e brasileiros na África subsaariana.

O *financial statecraft* de potências emergentes também pode ser defensivo e sistêmico. Em geral, o *financial statecraft* sistêmico é destinado a influenciar as interações do país com a economia política internacional. De acordo com os autores, a política de proteção mais óbvia é impor controles de capital, destinados a reduzir a volatilidade dos fluxos transfronteiriços. Também, o uso de bancos para implementar políticas anticíclicas, como aumento de crédito. Do lado monetário, *financial statecraft* defensivo e sistêmico inclui a acumulação intencional de reservas como moeda de intervenção contra a pressão externas, lobby nas instituições de governança financeira global para uma expansão dos ativos de reserva, como os direitos SDR, que não são controlados por um único governo nacional. As estratégias regionais de troca de moeda também são sistêmicas e defensivas, porque o país prefere apostar na moeda regional e não global, alterando as relações de poder relativo.

O *financial statecraft* ofensivo e sistêmico são direcionados para ganhar poder no mercado global ou reescrever suas regras. Aqui, o *financial statecraft* diz respeito a qualquer

reforma econômica, social ou política que um país pode implementar para se tornar mais digno de receber créditos oficiais multilaterais. Como colocam [Armijo e Katada \(2014\)](#), agora que os poderes emergentes têm assentos na mesa da governança financeira global sob a forma de cúpulas dos líderes do G20, eles estão dispostos a levantar questões importantes para si mesmos. Mesmo que a história das potências emergentes envolvidas com o *financial statecraft* ofensivo e sistêmico não seja longa, os autores defendem que há sinais claros de que esses governos começaram a utilizar esses instrumentos para atingir seus objetivos econômicos e políticos.

Para [Armijo e Katada \(2014\)](#), os quadrantes são para ser conquistados na medida que os países vão adquirindo capacidade. Inicialmente, os países em desenvolvimento ou relativamente mais fracos praticam um *financial statecraft* puramente bilateral e defensivo, com ações de proteção direcionados a um país rival ou vizinho mais forte, considerado como uma ameaça. À medida que algumas economias emergentes se tornam relativamente mais capazes, elas começam a ficar mais ofensivas, com *financial statecraft* bilaterais, tipicamente contra países em desenvolvimento ainda menores. Com o tempo, muitos poderes intermediários ou médios podem se tornar suficientemente confiantes para promulgar políticas contra o sistema, que seus governos percebem como necessárias para proteger a economia doméstica. Esses poderes esperam desafiar a pressão global através do *financial statecraft* defensivo e sistêmico. Finalmente, apenas as maiores e mais capazes potências emergentes, como os quatro países que formam os BRIC, Brasil, Rússia, Índia e, particularmente a China, podem aspirar a se envolver com o *financial statecraft* sistêmico e ofensivo a nível global.

Mas, essa lógica não parece estar totalmente certa. Uma ideia mais alinhada com a teoria de Cohen parece fazer mais sentido. Primeiro, a escolha entre o *financial statecraft* defensivo e ofensivo não estão ligados pela falta de capacidades, como a relação de autonomia e influência, mas sim, pelas decisões políticas, como a relação entre primeira e segunda face da hegemonia. Como exemplifica [Cohen \(2017\)](#), a Alemanha e o Japão nunca praticaram um *financial statecraft* ofensivo e sistêmico, mesmo que nas décadas de 1970 e 1980 as suas moedas chegassem a desafiar o dólar. Ambos os países simplesmente sempre adotaram uma postura de preferência por isolamento contra a pressão externa, do que pela influência internacional. Nesse ponto, o status quo parece ser satisfatório para esses países.

Por outro lado, os países do BRIC parecem ser mais capaz de fazer o *financial statecraft* sistêmico ofensivo do que o bilateral ofensivo. Como visto anteriormente sanções bilaterais são mais complicadas de se colocar em prática, principalmente se tratando de sanções financeiras. Corroborando com [Cohen \(2006\)](#), aumentar a eficiência de todas as modalidades de *financial statecraft* passa por aumentar a autonomia interna do Estado e aumentar o poder de adiar o ajuste.

Assim, em suma, o aumento de autonomia é necessário para aprimorar a prática de qualquer modalidade de *financial statecraft*, mas as preferências geopolíticas ou autonomia interna, entre *financial statecraft* defensivo e ofensivo parece ser uma questão política, da mesma forma que a escolha entre *financial statecraft* bilateral ou sistêmico, depende em que âmbito o estado quer impor sua vontade externa. Por isso é importante analisar não só a capacidade dos estados de colocar seu poder monetário em prática, mas suas características e preferências.

5.1 As estratégias de *Financial statecraft* do Brasil no século XXI

De acordo com [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), a reputação financeira do Brasil passou por mudanças notáveis desde o início da década de 1990. Nessa época, o Brasil começou a liberalizar o seu mercado de bens e financeiro. Desde então, o crescimento do país se deu de forma acelerada. Em 2007, na véspera da crise financeira de 2008-2009, o Brasil já era classificado como um grande mercado emergente. Além do crescimento econômico, o Banco Central do Brasil teve sucesso em manter a inflação estável. O mercado bancário nacional se consolidou com uma mistura de bancos domésticos e públicos, que atuam com barreiras ínfimas contra bancos estrangeiros e práticas de empréstimos rigorosamente regulamentados.

Também na década de 1990, como resposta à crise dos mercados emergentes, o Brasil construiu suas reservas cambiais, que, em 2007, era de US\$ 180 bilhões, de acordo com os autores. Em 2009, o estoque total de passivos financeiros externos do Brasil era de 68% do PIB, com a maior parte sendo de investimento externo direto em plantas e equipamentos. Outro ponto relevante para a reputação financeira alcançada pelo Brasil é o seu significativo mercado de capitais. O mercado de ações do Brasil, segundo [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), passou de apenas 5% do PIB em 1980 para 113% em 2009. Na década de 2000 o total dos ativos financeiros, somando os depósitos bancários, ativos de seguros, ações e títulos aumentaram de 164% para 302%. Assim, como classificam os autores, a abertura comercial do Brasil se encontra em algum ponto entre os setores bancário e financeiro privatizados e liberalizados do México ou da Coreia do Sul e o monopólio estatal da China.

Até recentemente, o Brasil nem pensava em se tornar competitivo nos mercados financeiros internacionais, e, muito menos, moldar as regras financeiras globais. Os seus esforços no *financial statecraft* eram praticamente apenas defensivo e bilateral, uma vez que as principais ameaças históricas do país eram os seus credores e não o sistema. O *financial statecraft* bilateral e defensivo mais importante nos últimos tempos, como coloca [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), foi durante a crise da dívida na década de 1980. O Brasil tomou várias medidas unilaterais, incluindo a moratória da dívida em 1987, resistindo assim à pressão externa no curto a médio prazo, embora tenha gerado alguns custos monetários e

de reputação.

No que diz respeito ao *financial statecraft* bilateral e ofensivo, o Brasil se tornou um investidor direto nos seus vizinhos menores, acelerando sua posição dominante na América do Sul. De acordo com [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), os crescentes investimentos bilaterais do Brasil na África subsaariana contribuíram para a popularidade internacional do Brasil, que levou em 2013 à eleição do brasileiro Roberto Azevedo como chefe da Organização Mundial do Comércio. De fato, hoje como colocam os autores, o Brasil é muito grande para sofrer com o *financial statecraft* agressivo de outros países, mas muito pequeno para projetar um poder significativo no *financial statecraft* bilateral que tenha algum efeito que não seja o ganho de reputação. Dessa forma, o *financial statecraft* bilateral do país, seja defensivo ou ofensivo, é limitado.

Durante os principais períodos de contágio internacional da crise em 2008-2009, o governo brasileiro fez uso do *financial statecraft* para se defender contra os perigos sistêmicos. Como colocam [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#) a primeira linha de defesa foi a reorientação da política monetária para levar em conta as condições internacionais. A crise forçou o país a reverter a tendência de queda da taxa de juros que o Banco Central vinha propondo. Além disso, forçou o governo a fazer políticas expansivas para que o consumo interno compensasse a perda de exportações. Embora a crise tenha complicado a formulação de políticas monetárias, as políticas foram bem implementadas e o país respondeu bem às pressões internacionais.

Durante a crise, além da política monetária convencional, o governo brasileiro também manipulou os controles de capital e usou os bancos estaduais para apoiar as empresas brasileiras e bancos privados com dívidas em moeda estrangeira. Nas décadas de 1990 e 2000 o país praticava menos intervenção financeira, mas a crise fez com que os o uso do *financial statecraft* defensivo e sistêmico fossem necessários para que a própria política monetária funcionasse.

O controle sobre capital mais importante do Brasil impôs foi o imposto sobre operações financeira, IOF, que recaiu sobre todas as operações transfronteiriças de capital. Em geral, como expõe [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), os formuladores de políticas brasileiras trataram o regime de controle de capital como um instrumento de ajuste da política monetária. Além dos controles sobre capital, quando a crise financeira atingiu a economia brasileira, o governo dispunha de dois tipos de recursos financeiros controlados pelo Estado: as reservas de divisas e os ativos e capacidades institucionais dos bancos do setor público.

O Banco Central do Brasil usou suas reservas para suprir empréstimos em moeda estrangeira de empresas brasileiras e bancos no exterior, já que as fontes de financiamento normais secaram devido a crise. Os principais bancos públicos do Brasil também foram direcionados para implementar apoio de emergência e políticas expansivas. O Banco

Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, o BNDES, um banco de desenvolvimento industrial até então especializado em apoio a longo prazo para empresas brasileiras, começou a oferecer crédito comercial e capital de giro para empresas transnacionais brasileiras que operavam no exterior.

Além de ajudar em situações de crise, o Brasil também começou a apoiar ativamente suas empresas multinacionais e bancos no exterior como um componente crucial da política externa. Em meados de 2009, de acordo com [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), o BNDES possuía um portfólio de créditos de US\$ 15,6 bilhões para apoiar as exportações de bens e serviços, como construção pesada e engenharia em toda a América do Sul.

Como já visto, o *financial statecraft* ofensivo e sistêmico se refere ao uso das capacidades financeiras do país pelo governo com a intenção de influenciar uma série de resultados internacionais. O uso de todas as demais modalidades de *financial statecraft*, como visto, foi o que, com certeza, abriu as portas para que o Brasil pudesse se tornar ator ativo do sistema financeiro global.

O aumento das capacidades financeiras nacionais foi o que levou o Brasil a participar dos círculos de poder político internacional primeiro. Além das reuniões do G20, de acordo com [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), o Brasil foi convidado a participar do encontro regular dos líderes iniciadas em novembro de 2008, bem como do Conselho de Estabilidade Financeira e dos comitês bancários da Basileia, onde se tornou membro pleno em 2009. Além disso, a expansão das relações diplomáticas sul-sul tem potencial para aumentar as capacidades financeiras sistêmicas do país através do grupo dos BRIC.

De acordo com [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), nos mandatos do presidente Fernando Henrique Cardoso, o Brasil se envolveu ativamente com a maior parte do mundo, incluindo os maiores atores, como Estados Unidos e Europa. O presidente reforçou o MERCOSUL e posteriormente promoveu um processo de cooperação política regional para toda a América do Sul formalizado em 2006 como UNASUR, a União das Nações Sul-Americanas. Já no mandato do presidente Lula, o foco foi na formação de alianças sul-sul, com outros países em desenvolvimento, incluindo seus vizinhos sul-americanos, Ásia Oriental, África e Oriente Médio. Assim, graças a liderança nos processos do MERCOSUL e da UNASUR o Brasil ganhou poder de ajudar a coordenar a ação coletiva entre os países da região.

Desde o governo do presidente Lula, no que diz respeito ao *financial statecraft* ofensivo e sistêmico, o Brasil vem criticando publicamente a liderança financeira global dos Estados Unidos. Muitas dessas críticas vem da ideologia dos governos de esquerda que estabeleceram posições independentes dos Estados Unidos. E, claramente, o Brasil não precisa mais da ajuda dos Estados Unidos como antes. Pelo contrário, essa relação está mais recíproca. O Brasil, mesmo antes da descoberta de vastos depósitos de petróleo ao longo de sua costa sudeste, é independente de energia, sua economia está estável, o Brasil

tem acesso fácil à liquidez internacional e acumulou reservas. Além disso, o Brasil parece ter chegado a um consenso interno sobre liberalização financeira comedida e a expansão financeira regional, uma combinação estratégica que atende tanto os objetivos da política externa do governo quanto os interesses dos grandes bancos brasileiros, tanto privados como públicos, bem como os principais atores dos mercados de capital do Brasil.

O Brasil está, obviamente, entusiasmado em desempenhar seu papel de jogador global com uma agenda para transformar as finanças globais. E os membros dos BRIC compartilham o objetivo comum de reforma financeira internacional, cuja definição fundamental é a maior influência na governança financeira multilateral. Assim, de acordo com [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), o papel dos BRIC, muitas vezes, tem sido o de um lobista dentro do G20. Em 2009, por exemplo, eles deixaram claro que não concordariam em aumentar os recursos adicionais para o FMI usar em resposta à crise financeira até que os pedidos de maior representação dos países em desenvolvimento no Fundo fossem aceitos.

Em suas reuniões semestrais, os BRIC sinalizaram a desaprovação do domínio global do dólar americano. Em março de 2012, os cinco se comprometeram formalmente a diminuir sua exposição ao dólar praticando comércio e investimento bilaterais em moedas locais. Como coloca [Armijo e Echeverri-Gent \(2014\)](#), a China, com US\$ 3,2 trilhões em reservas estrangeiras, tem capacidades financeiras maiores do que os parceiros BRIC. O Brasil vem se preocupando cada vez mais com os déficits comerciais estruturais com a China, que em 2009 deslocou os Estados Unidos como principal parceiro comercial do Brasil. Muitas vezes, o poder econômico tão superior da China impede a cooperação mais profunda do grupo. O Brasil deve ficar um tanto cauteloso com a possibilidade da troca de relação com os Estados Unidos pela relação com a China seja o mesmo que trocar seis por meia dúzia.

5.2 China

A crise financeira asiática de 1997 levou os governos do Leste Asiático a melhorar sua cooperação. Com o impacto da crise, os governos da Ásia Oriental começaram a perceber sua vulnerabilidade diante das forças financeiras globais. Os pacotes de ajuda do FMI acabaram não atendendo às expectativas e foram “politicamente problemáticas” [([KATADA; SOHN, 2014](#)), p.138]. Além das tradicionais condições impostas aos países em crise para acessar os créditos internacionais, a quantidade de empréstimos foram insuficientes devido às baixas cotas dos países no FMI, e alguns países não foram beneficiados com a contribuição dos EUA para o pacote de resgate, como a Tailândia em agosto de 1997.

Com isso, historicamente, a região se sentia marginalizada. E tinha razão para tal. Os Estados Unidos, como emissores da moeda global, tem a obrigação de ofertar liquidez em todos os cantos do mundo. Se a crise de 2008-2009 acelerou a ascensão de um mundo

multipolar, de fato, foi a crise financeira da Ásia que colocou a China no jogo.

Até então, nenhuma instituição regional era capaz de enfrentar adequadamente a crise da balança de pagamentos desses países. Segundo [Katada e Sohn \(2014\)](#), a Associação das Nações do Sudeste Asiático, não era forte o suficiente, a Cooperação Econômica Ásia-Pacífico era muito diversificada para gerar soluções para a crise e o Banco Asiático de Desenvolvimento era muito inconstante para servir como o credor regional de última instância.

Com isso, era natural que o países do Leste Asiático quisessem implementar um acordo regional de financiamento de emergência, através de uma instituição forte, capaz de proteger a região de crises, como uma alternativa ao FMI. Mais de dez anos depois, a Ásia Oriental teve resultados tangíveis da cooperação entre os dez membros da Associação das Nações do Sudeste Asiático, ASEAN, mais a China, Coréia do Sul e Japão, com a chamada Iniciativa de Chiang Mai.

Desde a primeira reunião em maio de 2000, na 33^a Reunião anual do Conselho de Governadores do Banco asiático de Desenvolvimento, o foco das discussões foi a série de acordos de trocas bilaterais, com dois objetivos básicos: fornecer liquidez de emergência no momento de crises e melhorar a cooperação regional em termos de estabilização monetária, monitoramento e vigilância financeira.

A Iniciativa de Chiang Mai, hoje, já está relativamente institucionalizada. De acordo [Katada e Sohn \(2014\)](#), com uma estrutura visivelmente formal e participação dos Bancos Centrais de cada membro A Iniciativa que começou com total de swap de US\$ 25,5 bilhões em 2002, alcançou US\$ 120 bilhões em 2010 com a multilateralização. Como colocam os autores, também fortaleceu sua capacidade no balanço de pagamentos e vigilância e monitoramento macroeconômicos, estabelecendo o Escritório de Pesquisa Macroeconômica em 2011, uma unidade de vigilância regional independente.

A Iniciativa de Chiang Mai percorreu um longo caminho nos últimos dez anos, embora os resultados mais tangíveis sejam com relação a cooperação, já que os mecanismos de ajuda financeira nunca foram ativados. Por mais que a Iniciativa de Chiang Mai seja, claramente uma instituição intra-regional do Leste Asiático que não envolve os Estados Unidos, o mecanismo foi integrado na governança financeira global do FMI. Quando a Iniciativa foi configurada, os países membros tiveram que concordar em fazer 90% dos acordos de swap bilaterais independentes do envolvimento do FMI. Dessa forma, apenas os 10% restantes podiam ser ativados sem que o país fizesse um contrato de empréstimo com o FMI. Apesar desse número ter subido para 30% em 2009, a ligação com o FMI foi o motivo pelo qual os países do Leste asiático foram relutantes em ativar a Iniciativa de Chiang Mai durante a crise financeira de 2008-2009.

Embora a China não tenha sido atingida diretamente pela crise, o país vem investindo importantes esforços e recursos na Iniciativa de Chiang Mai. De acordo com

[Katada e Sohn \(2014\)](#) os líderes chineses estão conscientes da necessidade de estabilizar a região do Leste Asiático, uma fonte cada vez mais importante de investimento na China e mercado para as exportações chinesas. Mas, a estabilização financeira não traz ganhos apenas econômicos, mas também políticos. As dificuldades econômicas na Indonésia, causadas pela crise, desencadearam protestos, que levaram à transição política no país.

Assim, a Iniciativa de Chiang Mai acaba por atender o interesse nacional chinês a um custo menor. Como coloca [Katada e Sohn \(2014\)](#), dada a natureza interdependente da globalização financeira, se a China adotasse uma estratégia unilateral de exploração de grandes reservas de divisas para gerenciar grandes ameaças pouco frequentes de fuga, acabaria gastando mais. Além disso, a China pode dispor dos mecanismos de informações financeiras, *expertise* e vigilância instituídos na Iniciativa.

De acordo com [Katada e Sohn \(2014\)](#), a China vem utilizando o regionalismo financeiro para fortalecer o seu *financial statecraft* ofensivo sistêmico. A China vem assumindo a liderança na definição de iniciativas regionais, como de Chiang Mai, e o fomento do mercado de títulos regionais através da Iniciativa do Mercado de Obrigações da Ásia, com o intuito de que uma postura mais cooperativa ajude a dissipar a percepção da “ameaça da China”, nas palavras dos autores, entre seus vizinhos e, assim, aumentar sua influência na região.

Apesar da retórica constante da China contra o domínio do dólar e a defesa de reforma no Sistema Financeiro e Monetário Internacional pós-crise de 2008-2009, esse não parece ser o foco da política financeira externa do país. Na verdade, como defende [Katada e Sohn \(2014\)](#), o comportamento político chinês chega a ser inconsistente com o objetivo declarado.

Para os autores, a desvalorização das bases do Consenso de Washington, principalmente no que diz respeito a abertura comercial e financeira e a desregulamentação de mercado, prejudicou significativamente o poder dos Estados Unidos e abriu espaço para a China barganhar sobre o que deveria ser a nova governança financeira global, possibilitando que a China entre no grupo seletivo de países que são criadores de regras e não seguidores.

Mas, os líderes chineses ainda são incapazes de liderar a reforma institucional financeira global, de acordo com [Katada e Sohn \(2014\)](#). Em comparação com as negociações comerciais, as questões financeiras globais são relativamente novas para a China e as elites chinesas ainda não possuem conhecimentos e experiências sofisticados necessários para abordar a natureza tecnicamente complexa da política financeira internacional. Apesar de que, como foi visto na subseção 3.3, a China vem fazendo experimentos para isso.

No entanto, embora a China continue defendendo reformas fundamentais do sistema financeiro internacional, o país não se tornou nem um líder propondo as inovações políticas defendidas, nem um oponente fundamental que vetou as principais iniciativas políticas nas discussões pós-crise de 2008-2009. Embora tenha desempenhado um papel crucial na

institucionalização da cúpula do G20, a China não desempenhou seu papel de liderança nessas iniciativas.

Há autores, como [Volz \(2014\)](#), que defendem que o impulso para a internacionalização do yuan foi desencadeado pela necessidade de reforma financeira interna da China e de diminuir a dependência excessiva do dólar. Assim, a China vem revertendo, mais uma vez, a ordem do que era dado como certo e, portanto, internacionalizando sua moeda com o objetivo de atingir estabilidade interna, ao invés de mudar a ordem financeira global ou apoiar metas maiores da política externa.

Mas, mesmo que o desafio chinês à hierarquia monetária global existente através da internacionalização do yuan venha da necessidade de reestruturar o setor financeiro rígido e ineficiente do país, e não do uso meticuloso, ofensivo e sistêmico do *financial statecraft*, não é possível que o governo chinês não vá utilizar esse instrumento de poder que tem ao alcance para estabelecer novas metas políticas. Ao contrário, por tudo que se viu até agora, parece claro que a China, de fato, vem atuando em várias frentes para se tornar o próximo país hegemônico.

Segundo [Katada e Sohn \(2014\)](#) o que se vê hoje é que a China não está buscando se tornar uma hegemonia mundial, mas sim regional, uma vez que, ao invés de usar os arranjos regionais como uma ferramenta de *financial statecraft* sistêmico e ofensivo para influenciar a hierarquia financeira global, o país está indo na direção oposta, utilizando sua presença em fóruns multilaterais para aumentar seu poder na região asiática.

Essa postura não indica que a China pretende se tornar apenas uma hegemonia regional, mas que ela está construindo as bases para que possa ascender na hierarquia de poder dos Estados. Se por um lado, as instituições regionais criadas protegem as economias domésticas da Ásia Oriental contra a turbulência financeira externa e mantêm a autonomia das políticas regionais, por outro, elas reforçam ainda mais a capacidade da China a se posicionar contra a ordem mundial, aumentando seu poder de barganha.

Isso corrobora com o que foi visto na seção anterior. A China deve aumentar seu envolvimento internacional de forma gradual e medida. Segundo [Katada e Sohn \(2014\)](#) a China ainda não tem capacidade para estabelecer novos padrões globais e revisar as instituições existentes por conta própria. Hoje, ainda é um poder regional. Por isso, por uma visão realista, ainda é razoável que o país evite tensões e confrontos com os principais poderes estabelecidos, dada a sua posição não-hegemônica, embora crescente, no sistema internacional.

5.3 A resposta dos Estados Unidos

Mesmo que a China esteja se estabelecendo como uma potência regional, não há quem duvide que ela tem ou terá, em um período não tão longo de tempo, capacidade de

tomar o poder dos Estados Unidos como poder hegemônico do sistema internacional. Isso, claro, se a China mantiver sua tendência crescente de *financial statecraft*. A questão que fica é saber o que os Estados Unidos estão fazendo a respeito.

O desafio da China, em especial com relação ao seu poder monetário, é sem precedentes. E o maior problema para os norte-americanos, segundo [Cohen \(2017\)](#), é que a China não é um aliado histórico dos Estados Unidos, que tem grandes aspirações de poder. Para o autor a internacionalização do yuan faz parte do objetivo estratégico da China para colocar em prática sua agenda geopolítica, e geopolítica se forma através de conflitos de *statecrafts*, e não apenas ações unilaterais de um país.

Ninguém duvida dos recursos materiais que o emissor da moeda global tem a disposição para lutar contra a influência da China, mas, até agora, os Estados Unidos vêm mostrando pouco interesse em montar uma defesa contra o yuan, o principal instrumento de poder da China. O *financial statecraft* dos Estados Unidos foi, em grande parte, passivo, deixando a iniciativa para os chineses. Como define [Cohen \(2017\)](#), essa é uma política de mais ou menos deliberada não ação, que prioriza uma forma reativa, em vez de pró-ativa, chamada de negligência benigna.

De fato, a negligência benigna parece caracterizar bem a atuação dos Estados Unidos. Como visto na subseção 3.2, para um país promover sua moeda internacionalmente, ele tem que se preocupar tanto com o lado da demanda por sua moeda, quando a sua oferta. Assim, lutar uma guerra de *financial statecraft* contra a China não seria difícil: bastaria que os Estados Unidos incentivassem os atores do sistema financeiro internacional a seguir demandando dólar e não yuan.

Para isso, os Estados Unidos poderiam desenvolver ainda mais seu mercado financeiro para diminuir ainda mais os custos de transações financeiras e aumentar a liquidez em todo o globo, não deixando lugares negligenciados. Também, poderiam diminuir as barreiras à importação e abrir novos mercados através de mais acordos comerciais bilaterais. Uma alternativa mais complicada seria aumentar as taxas de juros levando mais capital financeiro para o país, mas o alto nível de endividamento interno dificulta o aumento de juros. Essa política não só aumentaria diretamente o fluxo de capitais para os Estados Unidos, mas reforçaria o status quo e indiretamente levaria a mais demanda por dólar.

Mas, como coloca [Cohen \(2017\)](#), hoje o governo norte-americano não parece tratar a reputação do dólar com uma alta prioridade. O autor não vê nenhuma dessas políticas sendo postas em prática de forma mais árdua, o que se vê é que a luta interna orçamentária já levaram à redução da classificação de crédito dos Estados Unidos. “Se algo está acontecendo, é que a marca do dólar está sendo manchada e não polida” [([COHEN, 2017](#)), p. 10].

Da mesma forma, não se vê uma estratégia mais direta de manter o status quo do dólar, como incentivos e sanções para que autoridades externas sejam persuadidas a continuar usando o dólar. Apesar de que, o momento não está propício ao uso de coação

no sistema financeiro internacional, uma vez que existem alternativas satisfatórias ao dólar, o efeito dessa política poderia ser difuso e até mesmo contrário do desejado. Assim, os ganhos não seriam garantidos.

Então, por outra ótica, o ganho de prestígio da China vem, em grande medida, do jogo perigoso do dólar de não ação. Mas, segundo [Cohen \(2017\)](#), é difícil imaginar que essa postura dos Estados venha de medo ou intimidação, dado o enorme poder que detém. Da mesma forma, a alegação de alguns autores, como o próprio [Cohen \(2017\)](#), de que o governo norte-americano vem abandonando o *financial statecraft* como instrumento de política externa não faz sentido, dada o que foi apresentado no começo da seção.

Uma possível explicação é o que [Gallarotti \(2010\)](#) chama de “maldição poder”, de acordo com [Cohen \(2017\)](#). Pela maldição do poder, há um risco de se acumular poder, de forma que os países tomam como certo o seu poder e não levam em consideração o aumento do poder relativo dos demais atores do sistema. Assim, com o passar do tempo, o acúmulo de poder leva, realmente, a perda de poder.

Mas, como defende [Cohen \(2017\)](#), a complacência dos Estados Unidos não é totalmente injustificada. A vantagem competitiva do dólar continua enorme, apesar do governo norte-americano tomar o privilégio exorbitante do dólar como dado. Para o autor, o ganho inicial de participação do mercado da China foi considerável, particularmente no comércio, mas as taxas de crescimento rápido já estão desacelerando e, pelo menos por enquanto, o ritmo de internacionalização do yuan parece ter estagnado. Mas, essa complacência não pode durar para sempre.

Pode ser que os Estados Unidos ainda vejam a China como uma ameaça não muito séria, e estejam esperando para agir quando surgir uma ameaça séria ao seu poder. Entretanto, a maior ameaça aos Estados Unidos não é a China, mas a multipolaridade dos atores. Como visto, provavelmente a China só venha a assumir um papel hegemônico anos depois do estabelecimento de um Sistema Financeiro multipolar.

E, por mais que a China não esteja perto de tomar o poder dos Estados Unidos, o país está exercendo um papel primoroso de levar o mundo à multipolaridade. A China vem estendendo empréstimos sul-sul e, com isso, reduzindo a dependência dos países em desenvolvimento com relação ao dólar, instituições financeiras internacionais e órgãos multilaterais que ajudavam a reforçar o poder do dólar. A diversificação de empréstimos e reservas, como visto no começo da seção, aumenta o *financial statecraft* defensivo e bilateral dos países emergentes. De acordo com [Katada e Armijo \(2014\)](#), em 2012, a China já tinha acordos de troca de moeda com a Argentina, Austrália, Bielorrússia, Brasil, Islândia, Indonésia, Cazaquistão, Coreia, Malásia, Nova Zelândia, Cingapura, Emirados Árabes Unidos e Uzbequistão.

Ainda assim, mais significativo é o ganho que os países emergentes tiveram com *financial statecraft* ofensivo e sistêmico, com a participação no G20, o fortalecimento

do Chiang Mai, o aumento do poder de voto no FMI e outras participações em fóruns internacionais, que foram diretamente influenciadas pelo potencial de poder da China, o que, de fato está aumentando o poder relativo dos países emergentes e levando o mundo a se tornar cada vez mais multipolar.

6 Conclusões

Os Estados Unidos ainda são a hegemonia dominante do sistema mundial e o dólar a única moeda que ocupa o topo da pirâmide de moedas. Ainda, a posição do dólar é forte, é a moeda mais utilizada em faturamento e liquidação de transações internacionais, inclusive no comércio que não passa pelos portos dos Estados Unidos e tem um amplo uso como ativo de reserva, o que dá aos Estados Unidos o “privilégio exorbitante” de ser o emissor da moeda global e aumenta consideravelmente seu poder de influência.

Ainda que o privilégio exorbitante do dólar tenha tido grande participação na formação da crise de 2008–2009 e o governo dos Estados Unidos não tenha sido um guardião confiável da moeda internacional por exportar sua crise financeira para o mundo, o status quo é autorreforçador e a crise financeira acabou por fortalecer a posição do dólar. Isso, de fato, se deu por falta de alternativas à altura para substituir a moeda internacional.

Hoje o governo chinês vem adotando uma política de internacionalização de sua moeda, e o yuan chinês já é visto como um rival promissor do dólar. Mas, a China não tem pressa em destronar o dólar. Ao contrário, ela tem enormes investimentos em dólares, o governo ainda tem mais ganhos controlando sua economia interna do que promovendo a abertura e o mercado de capitais ainda é muito incipiente. Mas, mesmo mantendo o controle interno, as autoridades chinesas estão mostrando que sabem o que fazer.

O governo está promovendo o uso do yuan no comércio exterior e tratando de aumentar o uso nas finanças internacionais como reserva de valor. Por outro lado, o governo chinês também está aumentando o prestígio de sua moeda, o que fez o FMI incluí-lo na sua cesta de moedas, por exemplo, promovendo o lado da demanda por sua moeda, não apenas o lado da oferta.

Mesmo assim, como o status quo é autorreforçador é provável que a mudança nas preferências dos agentes por yuan e dólar só ocorra com uma ruptura no sistema. Como a autonomia é condição necessária para que um país possa praticar política externamente, ela também é responsável por erodir o poder externo de um país, mesmo o hegemônico, levando à perda de influência. Dessa forma, é muito provável que a diminuição da demanda por dólar seja causada pelos próprios norte-americanos e não pelos chineses.

Em última instância, o destino do dólar depende da política orçamentária dos Estados Unidos, que está levantando ressalvas ao redor do mundo. A posição fiscal norte-americana está se deteriorando e a expectativa é que não melhore. O governo norte-americano promoveu cortes orçamentários, aumentou os gastos com o Medicare, as receitas tributárias caíram com a crise e o governo aumentou os gastos para suprir a perda de consumo privado. Há ainda a perspectiva de que os déficits aumentem quando a parcela

da população que nasceu durante a explosão demográfica do pós-Guerras começar a se aposentar.

Outro ponto que abala a credibilidade do dólar, além da parcela de culpa na formação da crise de 2008-2009 e por ter repassado grande parte dos seus custos para as demais economias do mundo, é a eleição de Donald Trump como presidente dos Estados Unidos. Os discursos protecionistas de Trump que prometem aumentar as tarifas de importação e cancelamento de acordos comerciais é o extremo oposto do que a China está fazendo para internacionalizar sua moeda. Trump parare estar buscando um processo de desinternacionalizar sua moeda, limitando a liquidez do dólar e fechando sua economia.

Dessa forma, quanto mais rápido os credores dos Estados Unidos começarem a perder a confiança no dólar, mais rápido o mundo multipolar vai se estabelecer. Daqui a alguns poucos anos os países próximos das fronteiras da China começarão a usar primordialmente o yuan em suas transações internacionais, enquanto os países próximos da Europa usarão o euro e os países que fazem negócios com os Estados Unidos, o dólar. Como mostra a história do sistema monetário e financeiro internacional, no período entre a queda da libra como moeda global até a ascensão do dólar o mundo permaneceu multipolar. Disso, se tiram duas conclusões: a primeira que o futuro próximo é a ascensão, de fato, de um mundo multipolar e, segundo, se a China fizer tudo certo o yuan pode vir a assumir o topo da hierarquia de moedas em seguida.

A internacionalização do yuan faz parte do objetivo estratégico da China para colocar em prática sua agenda geopolítica e, geopolítica se estabelece através de conflitos de *statecrafts*, e não apenas com ações unilaterais de um país. Ninguém duvida dos recursos materiais que o emissor da moeda global tem à disposição para lutar contra a influência da China, mas, até agora, os Estados Unidos vêm mostrando pouco interesse em montar uma defesa contra o yuan, o principal instrumento de poder da China.

O *financial statecraft* dos Estados Unidos vem sendo, em grande parte, passivo, deixando a iniciativa para os chineses, o que é uma política deliberada de não ação. Mas, como o poder monetário é dado de forma relativa, a ascensão de novos atores, não só da China, retira poder relativo dos Estados Unidos. Ainda, dado que a China não é um aliado histórico dos Estados Unidos, e que tem grandes aspirações de poder – muito diferente dos países desenvolvidos, que apresentaram na história recente as maiores ameaças ao dólar, que estavam satisfeitos com o status quo – não se sabe ao certo porque os Estados Unidos estão adotando essa política de não fazer nada. Pode ser porque veem a China como uma ameaça não muito séria ou acreditam que são muito poderosos para cair.

Ainda assim, a maior ameaça aos Estados Unidos não é a China, mas a multipolaridade do sistema. Entretanto deixar a China agir livremente, mesmo que não esteja perto de tomar o poder dos Estados Unidos, é um erro. O papel mais significativo que a China está exercendo hoje não é a internacionalização da sua moeda, mas sim de levar o

mundo à multipolaridade. A China vem estendendo empréstimos sul-sul e, com isso, reduzindo a dependência dos países em desenvolvimento com relação ao dólar, e a instituições financeiras internacionais e órgãos multilaterais que ajudavam a reforçar o poder do dólar.

Por enquanto, a China não está buscando se tornar uma hegemonia mundial, mas sim regional, uma vez que está utilizando sua presença em fóruns multilaterais para aumentar seu poder na região asiática. Essa postura indica que China está construindo as bases para que possa ascender na hierarquia de poder dos Estados. Isso corrobora com o indício de que a China vai buscar aumentar seu envolvimento internacional de forma gradual e comedida, já que hoje ainda não tem capacidade para estabelecer novos padrões globais e revisar as instituições existentes por conta própria.

Em uma visão realista, ainda é razoável que a China evite confronto, tensões e confrontos com os principais poderes estabelecidos, dada a sua posição não-hegemônica, embora crescente, no sistema internacional. Mas, isso não impede que os BRIC sinalizem a sua desaprovação com o domínio global do dólar americano. Essa postura vem principalmente do Brasil, que aumentou consideravelmente sua autonomia interna nos últimos anos e, com isso, não precisa mais da ajuda dos Estados Unidos como antes.

Referências

- ANDREWS, D. M. Monetary power and monetary statecraft. In: _____. *International Monetary Power*. [S.l.]: Cornell University Press, 2006. p. 7–28. ISBN 9780801444562. 21, 46
- ARMIJO, L.; ECHEVERRI-GENT, J. Brave new world? the politics of international finance in brazil and india. In: _____. *The Financial Statecraft of Emerging Powers: Shield and Sword in Asia and Latin America*. Palgrave Macmillan UK, 2014. (International Political Economy Series), p. 47–76. ISBN 9781137429384. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=c0xvBAAQBAJ>>. 22, 52, 53, 54, 55
- ARMIJO, L.; KATADA, S. New kids on the block: Rising multipolarity, more financial statecraft. In: _____. *The Financial Statecraft of Emerging Powers: Shield and Sword in Asia and Latin America*. Palgrave Macmillan UK, 2014. (International Political Economy Series), p. 1–20. ISBN 9781137429384. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=c0xvBAAQBAJ>>. 48, 49, 50, 51
- BAER, M. et al. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Economia e Sociedade*, v. 4, n. 1, p. 79–126, 2016. 12, 18, 19
- CAPINZAIKI, M.; COELHO, J. C. Ajustamento, poder e custos distributivos. *Estudos Internacionais*, v. 4, n. 03, p. 59–74, 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.5752/P.2317-773X.2016v4n3p59>>. 21, 22, 25
- CHESNAIS, F.; MARQUES, R.; NAKATSNI, P. O capital portador de juros:. In: _____. *A finança mundializada*. Boitempo, 2005. p. 35–67. ISBN 9788575590690. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=hW4JMwAACAAJ>>. 16, 17, 18, 19, 20
- COELHO, J. C. Reformando as instituições financeiras multilaterais (passado e presente): Banco mundial e o monetário internacional. In: _____. *As Transformações no Sistema Financeiro Internacional*. [S.l.]: IPEA, 2012. p. 605–648. 42, 43, 44
- COELHO, J. C.; CAPINZAIKI, M. Os custos sistêmicos transicionais: O vaivém da política monetária dos eua e seus reflexos em termos de custos de ajustamento. *Estudos e Análises de Conjuntura*, Nov 2013. ISSN 2316-2481. 41
- COHEN, B. J. *Adjustment costs and the distribution of new reserves*. International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University, 1966. (Princeton studies in international finance). Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=kikPAQAAMAAJ>>. 23
- COHEN, B. J. *The future of sterling as an international currency*. Macmillan, 1971. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=z3MaAAAAMAAJ>>. 25
- COHEN, B. J. *The Geography of Money*. Cornell University Press, 2000. (Cornell paperbacks). ISBN 9780801485138. Disponível em: <<http://www.cornellpress.cornell.edu/book/?GCOI=80140100137920>>. 25, 49
- COHEN, B. J. The macrofoundations of monetary power. In: _____. *International Monetary Power*. Cornell University Press, 2006. p. 31–50. ISBN 9780801444562.

Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/10.7591/j.ctt1xx45w.7>>. 21, 22, 23, 24, 25, 46, 49, 51

COHEN, B. J. Currency and state power. In: _____. *Back to Basics: State Power in a Contemporary World*. [S.l.]: Oxford University Press, 2013. p. 159–176. ISBN 9780199970100. 25, 26, 27, 28, 29

COHEN, B. J. Prepared for presentation at the ISA International Conference 2017, *RENMINBI INTERNATIONALIZATION: A CONFLICT OF STATECRAFTS*. 2017. Disponível em: <<http://web.isanet.org/Web/Conferences/HKU2017-s/Archive/ab9b21df-37a2-403a-8492-d964e3d5d01d.pdf>>. 35, 36, 37, 38, 40, 41, 51, 59, 60

EICHENGREEN, B. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. [S.l.]: Editora 34, 2000. ISBN 9788573261745. 7, 8, 10, 13, 14, 15

EICHENGREEN, B. *Privilégio exorbitante: A ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional*. Elsevier Brasil, 2011. ISBN 9788535247268. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=P9h8Td7q06sC>>. 12, 14, 16, 18, 20, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 44, 45

GALLAROTTI, G. *The Power Curse: Influence and Illusion in World Politics*. Lynne Rienner Publishers, 2010. ISBN 9781588266699. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=9PhNPgAACAAJ>>. 60

HUFBAUER, G. C.; SCHOTT, J. J.; ELLIOTT, K. A. *Economic Sanctions Reconsidered*. 3. ed. [S.l.]: Peterson Institute for International Economics, 2009. 248 p. (Peterson Institute Press: All Books). ISBN 9780881324822. 48

JAMES, S. C.; LAKE, D. A. The second face of hegemony: Britain's repeal of the corn laws and the american walker tariff of 1846. *International Organization*, v. 43, n. 01, p. 1–29, 1989. Disponível em: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:intorg:v:43:y:1989:i:01:p:1-29_00>. 46

KATADA, S.; ARMIJO, L. The financial statecraft of emerging powers: How, why, and so what? In: _____. *The Financial Statecraft of Emerging Powers: Shield and Sword in Asia and Latin America*. Palgrave Macmillan UK, 2014. (International Political Economy Series), p. 162–184. ISBN 9781137429384. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=c0xvBAAAQBAJ>>. 60

KATADA, S.; SOHN, I. Regionalism as financial statecraft: China and japan's pursuit of counterweight strategies. In: _____. *The Financial Statecraft of Emerging Powers: Shield and Sword in Asia and Latin America*. Palgrave Macmillan UK, 2014. (International Political Economy Series), p. 138–161. ISBN 9781137429384. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=c0xvBAAAQBAJ>>. 55, 56, 57, 58

KEOHANE, R.; NYE, J. *Power and interdependence: world politics in transition*. Little, Brown, 1977. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=RmvuAAAAMAAJ>>. 21

KIRSHNER, J. *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. Princeton University Press, 1995. ISBN 9780691037684. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?id=_7SaAAAIAAJ>. 21

MARIANO, G. de Oliveira e Geraldo Maia e J. O sistema de bretton woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. *Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política*. ISSN 1806-9029, v. 19, n. 2(34), 2011. ISSN 1806-9029. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/7570>>. 8, 10, 15

STEIL, B.; LITAN, R. *Financial Statecraft: The Role of Financial Markets in American Foreign Policy*. Yale University Press, 2006. (A Council on Foreign Relations/Brookings Institution book). Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=WCdQngEACAAJ>>. 46, 47, 48

VOLZ, U. All politics is local: The renminbi's prospects as a future global currency. In: _____. *The Financial Statecraft of Emerging Powers: Shield and Sword in Asia and Latin America*. Palgrave Macmillan UK, 2014. (International Political Economy Series), p. 103–137. ISBN 9781137429384. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=c0xvBAAAQBAJ>>. 42, 58

YU, Y. Witness imbalances: Twin surpluses, renminbi exchange rate and the dollar trap. *SDX Joint Publishing Company*, 2010. 37