





O G20 e a Reforma da Regulação Financeira

Editado em Março de 2011

Esta publicação ou parte dela não pode ser reproduzida sem citação de fonte.

Coordenação

Gerência de Pesquisa da ANBIMA

Redação

Fernando José Cardim de Carvalho (UFRJ)

Revisão

Aristóteles Angheben Predebon

Fotografia

Leandro Viola , Shutterstock e Agência Brasil

Projeto gráfico

Cauduro Associados

ANBIMA

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230/13º andar - CEP 20031-919 - Tel: (21) 3814-3800

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501, 11º e 21º andares - CEP 05425-070 - Tel: (11) 3471-4200

www.anbima.com.br - anbima@anbima.com.br

Impressão - RWA

G111

O G20 e a reforma da regulação financeira / Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. _ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

39 p.; 25 cm. - (Perspectivas)

ISBN 978-85-86500-64-0

1. Mercado financeiro. 2. G-20 - origem e evolução.
3. Regulação bancária. I. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

CDD-332



Presidente

Marcelo Giufrida

Vice-Presidentes

Alberto Jorge Kiraly
Alfredo Neves Penteado Moraes
Demosthenes Madureira de Pinho Neto
Denise Pauli Pavarina
José Olympio da Veiga Pereira
Marcio Hamilton Ferreira
Pedro Luiz Guerra
Sergio Cutolo dos Santos

Diretores

Alan Dain Gandelman
Celso Portasio
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira
José Hugo Lalon
Luciane Ribeiro
Luiz Fernando Figueiredo
Márcio Appel
Pedro Augusto Botelho Bastos
Regis Lemos de Abreu Filho
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Saša Markus
Valdecyr Maciel Gomes

Superintendente Geral

Luiz Kaufman

▶ Sumário

| | |
|---|----|
| Apresentação | 7 |
| O G20 e Reforma da Regulação Financeira | 9 |
| Entrevista - Guido Mantega (Ministro da Fazenda). | 30 |
| Bibliografia | 38 |

► Apresentação



Esta edição de Perspectivas, ainda dedicada ao tema da Regulação Bancária, aborda o importante papel cumprido pelo G20 na ação coordenada de revisão da regulação bancária e definição de estratégias de políticas macroeconômicas expansivas, em resposta à crise financeira de 2007-2008. O G20 e a Reforma da Regulação Financeira torna-se um tema ainda mais pertinente quando se considera que este terceiro número de Perspectivas é lançado ao mesmo tempo em que o Banco Central inicia o processo de adaptação da regulação bancária brasileira às recomendações prudenciais consolidadas na rodada mais recente de atualização das regras emitidas pelo Comitê de Basileia, cumprindo, enquanto

país membro do G20, o compromisso assumido em novembro de 2010, na Coreia do Sul.

Novamente contando com a consultoria do professor Fernando Cardim, da UFRJ, esta edição trata de tema que também ganha relevância, na medida em que, a partir da crise, cresce a percepção do contraste existente entre globalização financeira e permanência de aparatos nacionais de regulação e supervisão, suscitando os esforços dos diferentes países na busca por estratégias coordenadas.

As origens do G20, suas inter-relações institucionais e as linhas diretrizes para a revisão da Regulação Bancária em curso, tarefa atribuída ao Comitê de Basileia, bem como as perspectivas deste fórum, como catalizador de medidas de natureza macroeconômica e regulatória para um grupo de países essencialmente heterogêneo, estão em discussão nesta publicação.

Assim, os três volumes iniciais de Perspectivas encerram um primeiro ciclo de reflexões em torno de Regulação Bancária. Esta edição complementa os temas colocados em pauta nos dois volumes anteriores: Basileia III: Novos desafios para a adequação da regulação

bancária, que consolida as recomendações de reforço das regras prudenciais e registra o atual estágio da adaptação de Basileia no Brasil, e Reforma Financeira Norte-Americana: A Lei Dodd-Frank, que discute os principais pontos desta lei, essencialmente no que se refere à reforma financeira nos EUA. Temas como operações com derivativos, classificação de risco por agências de *rating*, remuneração de executivos financeiros e regras de proteção a consumidores foram abordados na edição anterior.

Em seus dois primeiros números, *Perspectivas* entrevistou o então diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro do Banco Central do Brasil, Alexandre Tombini, que abordou os impactos potenciais da revisão na regulação brasileira, e o diretor da CVM, Otávio Yazbek, que fez uma reflexão

sobre temas regulatórios presentes na reforma financeira norte-americana, traçando um paralelo com o mercado financeiro doméstico.

Nesta edição, o debate é enriquecido com a entrevista do Ministro da Fazenda, Guido Mantega, que nos brinda com sua experiência, incorporando à discussão o ponto de vista do governo brasileiro, que vem se consolidando como importante interlocutor internacional.



Alfredo Neves Penteado
Diretor da ANBIMA

Março de 2011

▶ O G20 e a Reforma da Regulação Financeira

Introdução: Governança Econômica Internacional

A crise financeira norte-americana, iniciada no primeiro semestre de 2007, com o colapso do esquema de financiamento de hipotecas chamadas de *subprime*¹, impactou de modo quase imediato um certo número de bancos sediados em outros países, especialmente na Europa ocidental. No entanto, foi apenas a partir de setembro de 2008, com a bancarrota do banco de investimentos Lehman Brothers, que a crise se tornou verdadeiramente internacional, atingindo não apenas algumas instituições europeias ou asiáticas, mas sistemas bancários, e economias inteiras, em todo o mundo.

A internacionalização da crise deixou patente uma fonte de vulnerabilidade apontada com frequência por muitos analistas do processo de integração financeira, popularmente chamado de globalização financeira, que vem se desenvolvendo com grande intensidade desde a década de 1980. Os sistemas financeiros nacionais aumentaram muito seu grau de inter-relação, unificando mercados nacionais, de maneira quase completa, em uma única entidade global, como já ocorre com o mercado cambial. A integração de mercados, contudo, não se refletiu em integração semelhante das estruturas nacionais de regulação e supervisão financeiras, nem dos instrumentos que constituem as redes de segurança anticrise sistêmica criadas e aperfeiçoadas ao longo do século XX.

Essa vulnerabilidade foi, de certo modo, subestimada por muito tempo. Embora a referência ao contraste entre a globalização financeira e a permanência de aparatos nacionais de regulação e supervisão fosse obrigatória, tanto em relatórios de instituições financeiras internacionais, como o FMI ou o BIS, quanto em trabalhos de natureza mais acadêmica, a importância dada a esse problema era relativamente limitada. A preocupação maior, expressa em praticamente toda a literatura produzida até os primórdios da presente crise, focalizava problemas de risco moral, ou de evasão de regulamentos, permitidos pela coexistência de regras nacionais diferenciadas e de aparatos nacionais de supervisão de eficiência igualmente diferenciada. Ressaltavam-se com frequência, nessa discussão, problemas derivados da existência de paraísos regulatórios, mas as reservas eram expressas muito mais fortemente com respeito à possibilidade de compromisso da integridade dos

1. A denominação *subprime* identifica os contratos de hipotecas que não preenchiam os requisitos mínimos necessários para que a operação contasse com as garantias oferecidas a contratos dessa natureza por instituições conhecidas como Fannie Mae e Freddie Mac (apelidos dados às instituições FNMA, Federal National Mortgage Association, e FHLMC, Federal Home Loan Mortgage Corporation).

mercados do que com preocupações com estabilidade sistêmica. Predominava a hipótese de que os sistemas financeiros modernos, especialmente nos países mais avançados, eram capazes de criar e adotar instrumentos e práticas de mercado cada vez mais eficientes, caminhando na direção da criação dos mercados completos ideais, que deveriam ser suficientes para controlar as ameaças que porventura surgissem contra a estabilidade sistêmica. Nesse sentido, acreditava-se que a expansão e diversificação rápidas dos mercados de derivativos, por exemplo, contribuía decisivamente para o fortalecimento da estabilidade dos mercados financeiros.

Desse modo, reconhecia-se a possibilidade de emergência de lacunas regulatórias quando mercados se integravam, enquanto os aparatos regulatório e de supervisão permaneciam nacionais em decisão e jurisdição; no entanto, isso não gerava preocupações de natureza sistêmica, mas, sim, preponderantemente com a possibilidade de que esquemas menos honestos pudessem prosperar nas franjas do sistema.

Como é amplamente conhecido, porém, a crise financeira iniciada em 2007 não se limitou às franjas do sistema, atingindo, ao contrário, algumas das instituições mais emblemáticas dos mercados financeiros norte-americano e europeu ocidental. Além disso, embora no segmento que se tornou o pivô da crise, o das hipotecas concedidas a tomadores sem a qualificação necessária para obter essa classe de créditos, tenham sido identificadas várias práticas na fronteira da ilegalidade, a crise mostrou a fragilidade insuspeitada de processos perfeitamente legais e bem aceitos, como a emissão de ativos securitizados (e ressecuritizados) ou de derivativos de crédito. Como já observado, essas classes de instrumentos financeiros foram sempre avaliadas como importantes para a promoção da estabilidade e a eficiência dos mercados ao torná-los "mais completos".

Finalmente, e ainda mais importante no período imediatamente posterior ao colapso financeiro, ao final de 2008 tornou-se patente que, para conter uma crise financeira internacional, seria necessário construir redes de segurança supranacionais, se não realmente internacionais. A ampliação da oferta de liquidez para sustentar os mercados financeiros era, e é, responsabilidade de instituições nacionais, agindo de acordo com os interesses e objetivos dos estados de que são parte direta ou indireta. No entanto, a perspectiva nacional tornou-se excessivamente estreita, dado o nível atual de integração financeira. Por um lado, estímulos criados sob a forma de ampliação da oferta de liquidez

podem facilmente vazar para outras economias. Por outro, problemas que comprometem a saúde financeira de instituições que operam em um grande número de mercados nacionais, servem como óbvios canais de contágio dessas dificuldades para outras economias.

Todos esses problemas tornaram-se repentinamente claros em 2008. A inadequação ou obsolescência das hipóteses sobre o grau de estabilidade sistêmica dos mercados financeiros em economias avançadas fez com que a súbita necessidade de sustentação por parte de governos esbarrasse na inexistência de instituições preparadas para tal tarefa. As organizações competentes nacionais, como o Federal Reserve, nos Estados Unidos, ou regionais, como o Banco Central Europeu, agiram com rapidez, mas de forma fundamentalmente independente, no início da crise. Exceto por uma redução coordenada de taxas de juros ainda nos primeiros meses de turbulência, as políticas de alívio de liquidez moveram-se de modo independente, ainda que na mesma direção. A instituição na qual teoricamente a coordenação de políticas anticrise poderia ter tido lugar, o Fundo Monetário Internacional, não se mostrava à altura da missão. Desde o final dos anos de 1970, após o colapso do regime cambial concebido em Bretton Woods em 1944, os países mais avançados deixaram de ver no FMI uma instituição com poderes de coordenação sobre suas próprias políticas. Mesmo sobre países em desenvolvimento, esse poder só é exercido com plenitude nos casos de existência de programas de ajuste, em que a necessidade de recursos por parte dos tomadores alavanca o poder de influência do Fundo. Além disso, a busca por soluções de “consenso”, modo como opera normalmente o FMI, em uma instituição com mais de 180 membros, tende a ser tarefa penosa e demorada. Haveria um papel para o Fundo na estrutura de administração da crise, mas certamente não seria o de liderança.

Foi nesse contexto, e respondendo às características da presente crise, que emergiu o G20. Esse agrupamento de países tornou-se central para a administração da crise, porque, ao contrário do G8, grupo de países que se autonegara como órgão central de governança econômica internacional, o G20 inclui países emergentes de grande peso, como os chamados BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), além de outros países em desenvolvimento². Desse grupo, naturalmente, o país cuja participação se buscava com mais intensidade era a China, então a caminho de tornar-se, como ocorreu no ano de 2010, a segunda maior economia do mundo em paralelo ao

2. O *status* da Rússia é ambíguo. O país é normalmente considerado mais uma economia emergente do que um país avançado. No entanto, seu *status* militar lhe garante um papel especial nas discussões de política e governança internacionais. Por isso mesmo, o G7 integrou a Rússia nas suas reuniões periódicas, originando o G8.

seu peso no comércio internacional. A urgência das medidas de integração de países emergentes na administração da crise econômica era explicada pela sua expansão relativamente rápida e pelo grau relativamente reduzido de impacto adverso sofrido por essas economias (com algumas exceções notáveis, como o México). Enquanto as economias avançadas avaliavam a forte possibilidade de atravessarem uma nova depressão, os países emergentes mais importantes se constituíam numa possível tábua de salvação para estabilizar a economia internacional. O G20, que já existia desde 1999, pareceu o fórum ideal para coordenar políticas anticrise e iniciativas de reforma que garantissem a estabilização da economia mundial de forma mais acelerada. A crise internacional de 2008, ao contrário das anteriores desde a década de 1990, foi gestada nos países avançados, que ainda hoje se debatem para sair dela. Acostumados a prescrever soluções para problemas de países em desenvolvimento, as instituições coletivas de países avançados, como o G8, a OECD, entre outras, viram-se na contingência inesperada de ter de pedir ajuda e discutir estratégias com países emergentes. O canal para isso foi o G20, que se tornou uma sigla familiar para todo o mundo do dia para noite, embora nem sempre se entenda exatamente sua natureza, funções e limites.

O G20

A origem mais remota não só do G20, mas também de outros arranjos semelhantes, como o G7, é o colapso das formas de governança internacional criadas em Bretton Woods, em 1944. A Conferência de 1944 reuniu os países que constituíam a Aliança das Nações Unidas, formada para combater as potências do chamado Eixo (Alemanha e Japão, mas incluindo também a Itália e outros parceiros menores), para discutir a criação de regras e procedimentos de governança monetária internacional. A meta era criar um sistema de pagamentos internacionais que evitasse as limitações das duas formas praticadas no então passado recente (isto é, anterior à segunda guerra). A primeira forma era o padrão ouro, que tinha tido relativo sucesso em garantir a estabilidade do poder de compra das moedas dos países que aderiram ao regime, mas que exibia efeitos colaterais considerados inaceitáveis: era deflacionário em sua natureza e assimétrico em sua operação, isto é, países com déficits em seus balanços de pagamentos eram forçados a se contrair para eliminar o desequilíbrio, mas os países superavitários não sentiam pressão semelhante para expandir suas economias.

A outra forma de relacionamento monetário internacional não era propriamente um "relacionamento". A alternativa ao câmbio fixo do padrão ouro não era o câmbio flutuante,

mas a fixação unilateral das taxas de câmbio para promover objetivos nacionais. Adotada amplamente na década de 1930, no contexto da grande depressão, o seu principal objetivo, como não poderia deixar de ser, foi exportar o desemprego: desvalorizar a moeda nacional permitia baratear exportações e encarecer importações, aumentando o emprego nacional às custas da produção e da renda dos parceiros. Esse foi o regime que se tornou conhecido como guerra cambial, expressão que voltou a ser usada recentemente em sentido semelhante. Como seria de esperar, esse sistema mostrou-se conflitivo e instável, sendo tão ou mais inaceitável, como alternativa permanente, que o próprio padrão ouro.

Governança Internacional depois de Bretton Woods

Não cabe aqui discutir a solução específica a que se chegou em Bretton Woods, exceto no que concerne ao problema da governança internacional. De fato, criou-se na Conferência um sistema de “câmbio fixo, mas ajustável”, monitorado e administrado pela comunidade internacional, representada em uma instituição concebida para ter uma natureza eminentemente técnica, o Fundo Monetário Internacional. O câmbio fixo foi visto como o regime cambial mais adequado para defender a estabilidade do valor externo das moedas nacionais e para dar apoio à expansão do comércio internacional. Reconheceu-se, contudo, que o valor de uma moeda qualquer pode se alterar com o tempo. A alteração pode se dever a mudanças fundamentais (na linguagem da própria Conferência) ou a políticas domésticas inadequadas. No primeiro caso, variações da taxa de câmbio deveriam ser permitidas, no segundo não. A possibilidade de mudança ficaria, portanto, aberta, mas teria de ser justificada pela ocorrência de mudanças fundamentais e tal justificativa teria de sobreviver ao escrutínio de uma instituição criada precisamente com esse fim³.

O papel definido para o FMI, portanto, era precisamente servir de instituição central de um sistema formal de governança econômica global, estabelecido por tratado internacional, para avaliar e coordenar as políticas macroeconômicas dos países membros, sempre que elas pudessem ter alguma repercussão sobre a economia internacional por meio dos seus impactos sobre a posição do balanço de pagamentos de cada um.

3. O FMI ficou com a denominação de “Fundo” em razão de sua segunda função definida em Bretton Woods, a de financiador de processos de ajustes de curto prazo de balanço de pagamentos. Para fazer esses empréstimos, o Fundo contou com a criação de um tesouro constituído por contribuições dos países membros. Essas contribuições, por sua vez, em conjunto com alguns fatores adicionais, são o principal determinante do poder de voto de cada país membro das decisões da instituição.

Pouco mais de quarenta países participaram da Conferência. Com o fim da guerra, e a ratificação do Acordo de Bretton Woods, o FMI abriu suas portas em 1946, passando a desempenhar as funções que lhe foram atribuídas. O número de membros cresceu gradativamente até chegar aos mais de 180 países afiliados de hoje. Tão importante quanto esse crescimento, que foi tornando a governança interna do próprio Fundo cada vez mais complexa, foram as mudanças ocorridas na economia internacional, que levaram, entre 1971 e 1973, ao abandono do regime de “câmbio fixo, mas ajustável” criado em 1944, em favor de um regime de flutuação cambial. A adoção de câmbio flutuante em escala global era historicamente uma verdadeira inovação institucional. As expectativas que cercavam o novo regime, depois do acúmulo de tensões nos anos finais do regime cambial de 1944, acabaram mostrando-se, contudo, excessivamente otimistas. De fato, o mercado cambial mostrou-se muito mais volátil do que o antecipado, sofrendo e contribuindo para a propagação de choques contínuos e relativamente violentos sobre a economia internacional. A operação espontânea dos mercados cambiais não parecia conduzir a situações de equilíbrio, antes pelo contrário. A autonomia de política macroeconômica que supostamente deveria ser criada pela adoção da flutuação cambial era uma quimera⁴.

Alguma forma de coordenação de políticas deveria ser alcançada para que o câmbio pudesse deixar de ser uma fonte autônoma, ou um canal de transmissão, de instabilidade macroeconômica.

O FMI, no entanto, não seria a instituição escolhida para viabilizar a reconstrução de mecanismos de governança. Os países mais avançados não se mostravam dispostos a aceitar recomendações da instituição, nem muito menos a submeter suas decisões, ou mesmo a envolver, nas discussões, o grande número de membros do Fundo, na sua maioria economias de peso reduzido no cenário internacional. Na verdade, a própria ideia de um mecanismo mais institucionalizado de governança deixou de ser aceitável para aqueles países. A coordenação deveria ser buscada de maneira *ad hoc*, para a solução de problemas específicos, restrita aos países mais relevantes, e sem a criação de novos mecanismos ou a incorporação de países cuja voz tivesse pouca influência efetiva no processo econômico global. Assim se originaram os “Gs”, a começar pelo G5 (a geografia é variável e o número de países envolvidos nem sempre corresponde ao algarismo que serve como identificador) na reunião do Hotel Plaza, em Nova York, em 1985, culminando no atual G20.

4. Os problemas do período são avaliados pela então historiadora oficial do FMI, Margaret de Vries, em seu livro *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986 – The IMF Experience*, editado em Washington pelo FMI, em 1988.

Sendo grupos de natureza informal, sem qualquer mandato legal, os Gs se transformaram em fóruns nos quais os interessados debatem os problemas que lhes interessam e encaminham as soluções que lhes aprouverem, de modo voluntário, sem necessidade, portanto, de consulta ou de aprovação de terceiros. À medida que a globalização financeira foi avançando, especialmente no último quarto do século XX, a importância dessas entidades tendeu a crescer acentuadamente, exatamente pela sua flexibilidade e pela possibilidade que oferecem de limitar a participação apenas àqueles países cuja opinião pode ter relevância para o problema específico a ser tratado (ou ser aceitável pelos outros participantes). Entre as entidades mais importantes criadas desta forma estão o Comitê da Basileia para Supervisão Bancária e o Financial Stability Forum (depois transformado em Financial Stability Board).

O G20: Origem e Evolução

O G20 foi criado em 1999, no âmbito do Fundo Monetário Internacional. A época era marcada pela sequência de crises, iniciada com a crise asiática em 1997, passando pela crise russa em 1998 e terminando com a crise brasileira em finais de 1998 e início de 1999. De todos esses episódios, certamente o mais significativo foi o primeiro, o da crise asiática, por atingir países que eram até então considerados paradigmas de sucesso no processo de desenvolvimento, como Coreia do Sul, Taiwan, Malásia, Hong Kong e outros, como Tailândia, Filipinas e Indonésia. Todos esses países tinham passado por um período de crescimento acelerado, com desequilíbrios macroeconômicos relativamente reduzidos, seja em termos fiscais, seja em termos de balanço de pagamentos⁵. Em todos os casos, as economias haviam crescido como economias de mercado, ainda que com participação variável do Estado, voltadas para a competição em mercados externos. Outras características do crescimento na região permitiam apoiar tanto os argumentos do Banco Mundial, que apontavam para a importância do estímulo à competitividade privada como primordial para o desenvolvimento, como os argumentos dos seus críticos, que chamavam a atenção para o papel desempenhado por políticas industriais ativas na região. A crise cambial e o colapso das atividades produtivas que se seguiram nesta região geraram grande perplexidade em praticamente todos os círculos: governamentais, jornalísticos, acadêmicos e de instituições multilaterais.

5. Na verdade, vários dos países atingidos exibiam superávits fiscais e/ou de transações correntes em seus balanços de pagamentos.

Mas a crise asiática exibiu uma segunda característica importante: os efeitos das formas de intervenção do FMI, ao fixar um grande conjunto de condicionalidades na concessão de empréstimos aos países em crise, muitas das quais pouco relacionadas com os problemas imediatos de liquidez ou mesmo de solvência dos países. A intervenção gerou grande ressentimento entre os países da região e pareceu sinalizar a outros países em desenvolvimento, especialmente aos emergentes, que o custo do apoio do FMI poderia ser quase tão problemático quanto o da própria crise⁶.

A crise russa, por outro lado, mostrou um aspecto da instabilidade da economia internacional do período, a possibilidade de contágio de crises em países emergentes para países avançados. O colapso financeiro russo em agosto de 1998 iniciou um rápido processo de reprecificação de ativos que levou várias instituições financeiras à beira do abismo, especialmente fundos de hedge, como o LTCM, bancos e outras instituições que investiram nesses fundos. A intervenção do Federal Reserve Bank de Nova York evitou que a crise do LTCM ameaçasse o sistema financeiro internacional, mas a percepção de que o risco sistêmico envolvido na sua operação era excessivo não pode ser evitada⁷. Os países avançados mais importantes entenderam que era necessário estabelecer formas mais frequentes de diálogo com os países emergentes mais importantes, para prevenir essas situações no futuro. Nesse período, os países avançados pareciam entender que países emergentes precisavam ser “educados” nas regras de prudência financeira, para que crises como a russa não voltassem a se repetir e o risco de contágio não se colocasse novamente. Como observado anteriormente, não pareciam estar no horizonte de possibilidades eventos como os que realmente vieram a acontecer em 2007/2008, originados nos países avançados e não nos emergentes.

O G20 foi formado, assim, principalmente por iniciativa dos representantes dos países mais avançados no âmbito do Fundo Monetário Internacional, visando, por um lado, conter o descontentamento dos países emergentes com o desempenho do FMI e a ameaça, bastante concreta no período, de criação de fundos monetários regionais que permitissem evitar, de alguma forma, a necessidade de apelo ao Fundo. Por outro lado, buscava-se a

6. O próprio Fundo, apesar de responder aos seus críticos inicialmente defendendo sua intervenção e as condicionalidades exigidas, acabou por reavaliar essa experiência, depois que Michel Camdessus deixou seu posto como Diretor-Gerente. Tanto Rodrigo Rato, como Horst Kohler, sucessores de Camdessus, promoveram um processo de amplo enxugamento (*streamlining*) de condicionalidades, retornando às práticas mais tradicionais do Fundo de concentrar suas demandas na definição de políticas macroeconômicas.

7. Cf. Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, *A Review of Financial Market Events in Autumn 1998, October 1999*, em <http://www.bis.org/publ/cgfs12.pdf>.

adesão dos países emergentes a padrões de funcionamento dos mercados financeiros, incluindo a regulação e a supervisão financeira, que diminuíssem os riscos de crise no futuro, que pudessem vir a ameaçar a estabilidade financeira internacional. Como o G7, a natureza do G20 é informal, um grupo de discussão e consultas entre representantes dos países cuja adesão se desejava e cuja participação dependia de convite⁸. Criado pelos representantes dos países nas instituições de Bretton Woods, mais notadamente no FMI, a representação de cada país membro caberia naturalmente a ministros das finanças e autoridades monetárias, e a agenda do grupo seria principalmente definida em torno de temas financeiros e monetários.

O G20 viveu três fases claramente distintas desde sua criação em 1999 até o momento. A primeira delas cobre o período até 2008, quando o grupo se reunia anualmente, apenas com ministros das finanças e autoridades monetárias, e uma agenda definida fundamentalmente em torno dos temas na jurisdição desses participantes, incluindo problemas macroeconômicos e políticas monetárias, financeiras e fiscais. A segunda fase se iniciou com a reunião de líderes nacionais, presidentes e primeiros ministros, convocada pelo Presidente Bush em novembro de 2008, já no contexto da crise financeira internacional, e durou até meados de 2010. A terceira fase é definida pela explicitação de conflitos graves entre seus participantes, manifestos especialmente na reunião de líderes em Seul, em novembro de 2010, mas já claros na reunião de Toronto no mesmo ano, em torno da coordenação de políticas macroeconômicas pelos membros do grupo.

Na primeira fase, a atuação do G20 passou largamente despercebida, não apenas pelo público em geral, mas, na verdade, até mesmo pela maioria dos analistas de economia internacional. Praticamente nenhuma decisão importante foi tomada no âmbito do grupo, cujas reuniões pareciam mais voltadas para o endosso de políticas e estratégias já em implementação por alguma instituição internacional, particularmente o Fundo Monetário Internacional, ou pela renovação do compromisso com os princípios da liberalização

8. A composição do G20 não parece obedecer a nenhum critério mais rigoroso. As economias mais importantes, sejam de países avançados, sejam de emergentes, estão representadas, mas o grupo inclui ainda países que não se enquadrariam em critérios de tamanho, seja da economia, seja da população, seja de qualquer outro critério semelhante. Os membros do grupo são: Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Coreia do Sul, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos. As reuniões podem ser assistidas por convidados em número limitado. A partir da reunião de líderes de 2008, referida mais adiante, alguns países foram incorporados, depois de intenso esforço para serem convidados, como Espanha e Holanda. Participa ainda da reunião o presidente da Comissão Europeia, refletindo a relativa ambiguidade que cerca a participação europeia atualmente em qualquer fórum internacional. São também participantes os diretores responsáveis pela direção do FMI, do Banco Mundial e do Banco Central Europeu.

financeira, da integração internacional, tanto comercial quanto financeira, da livre circulação de capitais etc., mas também, e principalmente, com a busca de estabilidade.

Assim, no comunicado final, divulgado após a primeira reunião do grupo, em Berlim, em dezembro de 1999, afirmava-se que⁹:

O G20 foi criado para prover um novo mecanismo de diálogo informal no contexto do sistema institucional de Bretton Woods, para ampliar as discussões sobre problemas-chave de política econômica e financeira entre economias sistemicamente significativas e promover a cooperação para se alcançar o crescimento econômico estável e sustentável em benefício de todos.

No ano seguinte, o grupo ratificava sua preocupação central com a estabilidade financeira e tornava ainda mais explícita a necessidade de adoção de padrões de bom comportamento, especialmente por parte dos países em desenvolvimento sob o argumento de que uma eventual crise em uma economia emergente importante teria consequências negativas para toda a comunidade. No anexo ao comunicado de outubro de 2000, com foco na redução da vulnerabilidade a crises financeiras, afirmava-se:

[...] nós consideramos os meios para reduzir a frequência e a severidade das crises financeiras, como aquelas que em anos recentes impuseram perdas ao processo de crescimento e às condições sociais em muitos mercados emergentes e tiveram repercussões significativas para a economia global. A experiência mostrou muito claramente que as crises originadas em um país podem ter sérias repercussões para os países vizinhos e, na verdade, para toda a economia global. Por esta razão, a comunidade internacional tem um interesse forte e legítimo no estabelecimento das “melhores práticas” nessas áreas-chave de política.

Crises financeiras e de balanço de pagamentos passavam a ser vistas como fontes potenciais de externalidades negativas sobre outros países, justificando assim o interesse e a legitimidade da imposição de algum tipo de restrição sobre as atividades e políticas de cada país, que pudessem gerar efeitos de contágio sobre outros.

Entre os princípios defendidos com maior insistência nas reuniões do G20, de acordo com

9. Todos os comunicados divulgados ao final das reuniões do G20, bem como relatórios de progresso preparados por demanda do G20 após 2008, estão disponíveis no site do G20 em http://www.g20.org/pub_communique.aspx.

os comunicados, nenhum era mais frequente do que o compromisso com a continuidade e aprofundamento da integração financeira, cujas virtudes haviam sido colocadas fortemente em dúvida na sequência das crises do final dos anos de 1990. Assim, em 2003, por exemplo, o comunicado final da reunião no México em outubro dizia:

O aumento da liberalização e integração financeiras e a adoção de políticas regulatórias e de supervisão efetivas, com a devida vista ao sequenciamento apropriado do processo, são meios para reforçar o desenvolvimento do sistema financeiro. Nossa análise sublinhou o fato de que instituições sólidas e saudáveis, e mercados financeiros profundos e sofisticados são elementos-chave na maximização dos benefícios da globalização, na promoção do crescimento e na redução significativa do risco de crises financeiras.

O comunicado final da reunião realizada no ano seguinte, em 2004, novamente em Berlim, reafirmava:

A liberalização da conta de capitais produz benefícios e eficiência essenciais para o crescimento econômico.

Mas as reuniões também tratavam de temas mais específicos, no mesmo espírito. Assim, nelas defendiam-se temas polêmicos em outros círculos, inclusive de decisão política, como a abertura dos setores financeiros nacionais ao investimento estrangeiro. O comunicado de 2004 afirmava:

A redução de barreiras ao investimento estrangeiro direto no setor financeiro dentro do quadro regulatório necessário pode, se sequenciada apropriadamente, reforçar a eficiência e estabilidade de sistemas financeiros nacionais.

Por outro lado, advertia-se que a liberalização financeira, tanto doméstica quanto da conta de capitais, deveria ser promovida com cuidado, criando-se as instituições apropriadas para garantir que o processo não pusesse em risco a estabilidade da economia. Este era um tema caro ao FMI, especialmente no período posterior à crise asiática, e o comunicado do G20 que acabamos de citar endossa, sem restrições, a tese do Fundo sobre a necessidade de seguir-se um sequenciamento adequado do processo de liberalização:

[...] países que ainda estão abrindo suas contas de capitais deveriam proceder com prudência, a fim de evitar a volatilidade excessiva de fluxos de capitais. Uma abordagem prudente se basearia em políticas macroeconômicas sadias e desregulação gradual do setor financeiro doméstico combinadas com o reforço adequado do aparato de supervisão. A eliminação de restrições sobre movimentos de capitais deveria ser sequenciada apropriadamente. A experiência mostrou que países que buscam a autonomia monetária enquanto liberalizam substancialmente sua conta de capitais deveriam aumentar o grau de flexibilidade das taxas de câmbio apropriadamente.

O tom dos comunicados, naturalmente, começa a mudar em 2007. Os ministros e presidentes de bancos centrais reuniram-se na África do Sul, em novembro de 2007, quando os mercados financeiros norte-americanos já estavam imersos em turbulências. Em concordância com a perplexidade do período, o tom do comunicado é marcado pela cautela:

As recentes perturbações no mercado financeiro sublinharam a importância das políticas macroeconômicas e financeiras sadias e a contínua vigilância. Enquanto a prioridade imediata de política focalize a restauração e a manutenção de condições ordeiras nos mercados financeiros, nós concordamos que os eventos recentes enfatizaram a necessidade de maior efetividade da supervisão financeira e a administração dos riscos financeiros, tanto quanto o aumento da transparência entre intermediários financeiros. A natureza da turbulência recente também sugere que pode haver novas lições importantes para a compreensão da origem das crises, o modo pelo qual choques financeiros são transmitidos, e os papéis respectivos dos reguladores, agências de *rating*, o setor privado e a comunidade financeira internacional. Nós concordamos em prosseguir com o trabalho para melhorar nossa compreensão desses temas e sua aplicação aos membros do G20, no próximo ano.

Em suma, até as vésperas da crise financeira internacional, a relevância prática das reuniões do G20 parece ter sido muito limitada. Talvez sua função mais importante tenha sido a criação de uma instância de cooptação de países que, no final dos anos de 1990, mostravam-se extremamente descontentes com os rumos tomados pela economia internacional e particularmente com a atuação do Fundo Monetário Internacional. Frente à percepção de insensibilidade do Fundo às demandas e necessidades de países emergentes, o G20 criou um fórum em que esses países pudessem ser ouvidos, mas que ao mesmo tempo passassem, por isso mesmo, a sentir-se corresponsáveis pelo sistema

existente, em vez de apenas seu objeto. Nenhuma iniciativa importante de 1999 a 2008 se originou no G20, nenhuma intervenção decisiva em qualquer processo pode ser atribuída ao grupo no período.

A situação mudaria dramaticamente em 2008. Quando o G20 se reuniu em São Paulo, na sua composição rotineira, em novembro de 2008, não apenas a percepção da crise havia mudado radicalmente, como a própria reunião regular transformou-se numa mera antecipação de outro encontro, muito mais importante, entre os presidentes e primeiros ministros dos países do G20, convocada pelo Presidente Bush para poucos dias depois.

O tom do comunicado da reunião dos ministros e autoridades monetárias é sombrio e completamente diferente dos anos anteriores. De fato, seus primeiros parágrafos indicam a gravidade do momento:

Nós nos encontramos em uma época em que a economia global está enfrentando sua mais séria crise e desaceleração econômica em décadas. [...]

2. Nós saudamos o fato de que Chefes de países do G20 se reunirão para um Encontro de Alto Nível de Líderes sobre Mercados Financeiros e a Economia Mundial, em 15 de novembro de 2008 em Washington, notando que a crise exige soluções globais e um conjunto comum de princípios, e que o encontro vindouro é um passo importante no reforço da cooperação internacional.

3. Nós notamos que a presente crise financeira é largamente um resultado da exposição excessiva a riscos e práticas de administração de risco defeituosas nos mercados financeiros, políticas macroeconômicas inconsistentes, que deram origem a desequilíbrios domésticos e externos, tanto quanto as deficientes regulação e supervisão financeiras em alguns países avançados.

A partir desse encontro, a agenda do G20 passará por uma mudança radical. Por um lado, há uma ampliação do conjunto de assuntos tratados, já que, ao contrário de ministros de finanças ou autoridades monetárias, líderes políticos não estão sujeitos a limitações de temas. Será um tema legítimo da agenda do G20 aquilo que os líderes nacionais concordarem que deva ser objeto de discussão, variando da política macroeconômica e regimes cambiais, temas tradicionais do grupo, ao combate à pobreza, a preservação do meio ambiente e combate ao aquecimento global. Por outro, também em função do aumento do poder de decisão

envolvido nas reuniões de líderes, o grupo passará a antecipar políticas e reformas, em vez de simplesmente referendá-las, como nos anos anteriores.

As iniciativas do G20 foram muito importantes, particularmente em duas áreas: coordenação de políticas macroeconômicas de combate à crise e a decisão de proceder a reformas amplas dos princípios vigentes de regulação financeira.

Na área de coordenação de políticas macroeconômicas, o passo mais importante foi o acordo em torno da necessidade de adoção de políticas fiscais e monetárias anticíclicas. Foram acordadas políticas fiscais expansivas para compensar a queda da demanda agregada privada e a ampliação da oferta de liquidez para ancorar mercados de títulos em franco colapso e instituições financeiras sob o perigo iminente de falência, muito embora alguns desses instrumentos já estivessem sendo utilizados nos Estados Unidos ou em alguns países da Europa ocidental.

No que se refere a reformas financeiras, o G20 passou a exercer um papel fundamental ao demandar que entidades como o Comitê da Basileia para Supervisão Bancária e o Fórum de Estabilidade Financeira não apenas se abrissem para a participação dos membros do G20, como também procedessem ao reexame da regulação existente, inclusive o recém-adotado Basileia II, para aumentar o rigor das medidas prudenciais propostas de acordo com orientações bastante específicas emanadas do grupo.

Não há nenhuma dificuldade importante no relacionamento entre o G20 e aquelas duas entidades. Como o G20, elas também tem natureza privada, isto é, não se constituem em instituições multilaterais oficiais. O Comitê de Basileia¹⁰ era constituído pelo G10, cuja maioria se constitui de membros também do G20. Assim, na prática, o G20 tem completa "jurisdição" sobre o Comitê. O mesmo ocorre com o FSF, transformado em Direção de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board), com sua afiliação agora ampliada para incluir os membros do G20. Ao Comitê da Basileia coube a revisão de Basileia II, que resultou no conjunto de medidas conhecido como Basileia III, aprovado na reunião de líderes de novembro de 2010. À Direção de Estabilidade Financeira coube a revisão da estratégia prudencial mais

10. Veja-se o trabalho anterior, Basileia III, nesta série.

ampla, com foco especial na regulação macroprudencial e nas provisões referentes aos mercados financeiros não bancários, não cobertos, portanto, por Basileia III.

As instruções dadas ao Comitê da Basileia para a revisão do Acordo assinado em 2004 foram detalhadas¹¹. O Comitê foi instruído especificamente para aumentar as exigências de capital previstas em Basileia II, particularmente no que tange aos riscos de mercado. A imposição de um teto à alavancagem das instituições bancárias¹², assim como a criação de requisitos no que se refere à sua liquidez¹³, inexistentes em Basileia II, foram, portanto, exigências do G20. Também exigiu o G20 que amortecedores anticíclicos fossem definidos tanto para conter a formação de bolhas, como para permitir a bancos absorverem choques adversos mais severos, ou compartilhar as perdas em um processo de falência. Originaram-se, ainda no G20, as propostas com relação ao registro de derivativos e à necessidade de sua liquidação em câmaras de compensação (*clearing*).

À Direção de Estabilidade Financeira (FSB) foram colocadas várias demandas. Coube à instituição, antes de tudo, definir como deveria funcionar uma inovação em termos de regulação financeira, a regulação macroprudencial. Tradicionalmente, a doutrina de regulação financeira construída ao longo do século XX se apoiava na suposição de que instituições financeiras individualmente sólidas seriam condição suficiente para garantir a solidez do conjunto. De acordo com essa hipótese, reguladores deveriam se preocupar com a saúde de instituições individuais, no que agora se chama de regulação microprudencial. A presente crise financeira teria mostrado, porém, a insuficiência desta estratégia, que ignoraria as inter-relações entre diferentes instituições e mercados como canal de transmissão de crises. A regulação macroprudencial deverá se apoiar

11. Comunicado final da reunião de líderes em Pittsburgh, setembro de 2009: “Nós nos comprometemos a desenvolver, até o final de 2010, regras acordadas internacionalmente para melhorar tanto a quantidade como a qualidade do capital bancário e desencorajar a alavancagem excessiva. Essas regras serão introduzidas à medida que as condições financeiras melhorarem e a recuperação da economia estiver assegurada, almejando implementá-las até o final de 2012. A implementação nacional de requisitos de capital maiores e de melhor qualidade, de amortecedores anticíclicos de capital, maiores requisitos de capital para produtos arriscados e atividades fora de balanço, como elementos do Modelo de Capital de Basileia II, junto com requisitos de liquidez reforçados e provisionamento prospectivo (*forward-looking provisioning*), reduzirá os incentivos para que bancos assumam riscos excessivos, e criará um sistema financeiro melhor preparado para resistir a choques adversos”.

12. O comunicado final da reunião de líderes em Londres, em abril de 2009, contém a seguinte determinação: “requisitos de capital baseados em risco deverão ser suplementados com uma medida simples, transparente, independente de risco que seja internacionalmente comparável e que tome em conta apropriadamente as exposições fora do balanço e possam ajudar a conter o aumento da alavancagem no sistema bancário”.

13. No mesmo Comunicado: “[...] o Comitê da Basileia e as autoridades nacionais deverão desenvolver e acordar até 2010 um modelo global para promoção de colchões mais fortes de liquidez nas instituições financeiras, inclusive nas instituições transnacionais”.

na identificação de instituições, mercados e produtos que sejam sistemicamente significativos. O G20 ordenou ao FSB que formulasse os princípios adequados à identificação do que pode ser considerado como sistemicamente importante¹⁴.

Além dessa missão, coube ao FSB também considerar outras questões, como o papel das agências de *rating*, a operação de fundos de *hedge* e outros veículos coletivos de investimento. Tema recorrentemente tratado nas reuniões, e constante das instruções dirigidas tanto ao Comitê de Basileia quanto ao FSB, foi o da remuneração de executivos. Dado que este é um tema de grande sensibilidade política, o G20 insistiu repetidamente na necessidade de desenho de sistemas de compensação de executivos que removessem os estímulos à exposição das instituições que dirigem a riscos excessivos.

Praticamente todas as medidas finalmente propostas pelo Comitê de Basileia resultaram de determinações específicas do G20. A dureza de Basileia III, apontada por muitos analistas e representantes de instituições financeiras, portanto, não se originou no próprio Comitê, mas sim no G20, que detém o completo controle da entidade, assim como do FSB. A própria insistência na definição do que é sistemicamente relevante, para se constituir em alvo de demandas regulatórias mais exigentes é uma determinação do G20 e não do Comitê da Basileia, que, como foi apontado em trabalho anteriormente publicado¹⁵, tem relutado em atender a esta ordem.

O G20 e as Instituições de Bretton Woods

Ao contrário do Comitê de Basileia e do FSB – entidades informais de natureza privada, criadas e controladas pelos países mais avançados para promover debates fechados à comunidade internacional mais ampla –, o G20 também tem emitido orientações e, às vezes, quase ordens a instituições de natureza pública multilateral, como, especialmente, é o caso do FMI e, em menor escala, o Banco Mundial.

O Fundo vem desde o início desta década tentando firmar-se como uma espécie de supervisor financeiro internacional, por meio de seus programas de monitoração

14. Um resultado preliminar dessa demanda é o relatório *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*, preparado pelos FSB, FMI e BIS para o G20, <http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>.

15. Basileia III, nesta série.

(*surveillance*) de países membros, previstos em seu estatuto, e de outras iniciativas, como, notadamente, o processo de avaliação de sistemas financeiros (FSAP)¹⁶ e os programas de Padrões e Códigos¹⁷. Este último é um programa conjunto das duas instituições, Fundo e Banco Mundial e, no que se refere à regulação financeira, monitora basicamente a adesão dos países membros às regras de Basileia.

Com a eclosão da crise financeira, o G20 tomou várias decisões que afetam diretamente as duas instituições. Com relação ao Banco Mundial, as decisões praticamente se restringiram à demanda de mudanças no peso da representação dos países em desenvolvimento na tomada de decisões da instituição. Com relação ao Fundo, porém, as demandas são muito maiores e mais variadas.

O G20 assumiu a responsabilidade por mudanças na governança do Fundo, transferindo votos e cadeiras na diretoria executiva de países europeus, super-representados na direção da instituição, para economias em desenvolvimento¹⁸. Por outro lado, o G20 tem demandado a participação do FMI em várias de suas iniciativas. De particular relevância foi a decisão do grupo de atribuir ao Fundo a missão de examinar a consistência de políticas de curto e médio termo dos países membros, no processo chamado de Processo de Avaliação Mútua (MAP)¹⁹. Finalmente, o G20 decidiu por um grande aumento nos recursos disponíveis para o Fundo para que operasse como rede de segurança de modo mais eficaz. Para uma instituição que havia poucos anos debatia-se com a falta de recursos para manter-se operando, o aumento anunciado representou uma mudança dramática no seu *status* internacional.

Apesar das repetidas manifestações de apreço do G20 pelas instituições de Bretton Woods, e pelo Fundo em particular, a relação entre o grupo e as duas entidades é problemática.

16. Para informações sobre o FSAP, veja-se <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>.

17. Cf. <http://www.imf.org/external/standards/index.htm>.

18. Comunicado final da reunião de Líderes, Seul, novembro de 2010.

19. Comunicado final da reunião de novembro de 2009, em St. Andrews: "Para sublinhar nossa nova abordagem da cooperação econômica, nós lançamos o Modelo do G20 para o Crescimento Forte, Sustentável e Equilibrado, adotamos um cronograma detalhado e iniciamos um novo processo de consulta para avaliação mútua, para examinar se nossas políticas, coletivamente, alcançarão os objetivos que acordamos. Seremos auxiliados nessa avaliação pelas análises do FMI e do Banco Mundial, e pelos insumos de outras organizações internacionais, quando apropriado, incluindo o FSB, a OECD, os bancos multilaterais de desenvolvimento, a OIT, a OMC e a Unctad". A missão foi atribuída a um conjunto de instituições, mas a liderança coube claramente ao Fundo e a entidade aceitou essa responsabilidade. Cf. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/120209a.pdf>.

Ao contrário das entidades não representativas, a governança do Fundo (e a do Banco) obedece a regras definidas em tratado internacional. O Fundo não conta com apenas vinte membros, mas com mais de 180. Muito embora o órgão mais importante de decisão estratégica das duas instituições de Bretton Woods seja o International Monetary and Financial Committee (IMFC), em que a participação do G20 é dominante, não cabe a um subgrupo de países, por maior que seja a importância de seus participantes, atropelar os processos de decisão internos à instituição. A dificuldade em conciliar as formalidades derivadas de sua natureza representativa com a realidade da dominância do G20, gerou certos dilemas para a direção do Fundo, discutidos no documento *The G-20 Mutual Assessment Process and the Role of the Fund*, referido na nota 17.

A Terceira Fase na Evolução do G20: Conflito e Desintegração?

A curta, mas densa, história do G20 chegou, no presente, a um ponto relativamente paradoxal. A lista de objetivos alcançados, particularmente no que se refere às suas iniciativas no campo da reforma da regulação financeira, é certamente impressionante. Basileia III está definida, as disposições restantes estão sendo ultimadas. Em paralelo, os Estados Unidos aprovaram uma reforma financeira em que, em tese, muitos dos objetivos do G20 são contemplados²⁰. A União Europeia, por sua vez, ultima os detalhes de sua própria reforma regulatória. Em comum aos dois eventos está a adoção de Basileia III, sobre o que se erguem mais medidas cautelares para evitar a repetição de crises como a presente. Há, naturalmente, nessas reformas um potencial para futuros conflitos, na medida em que modelos diversos de sistemas financeiros foram consagrados em cada país. Nos Estados Unidos, por meio da regra de Volcker e da Emenda Lincoln²¹, houve um esforço de ressegmentação do sistema financeiro americano e de especialização funcional. Na Europa Ocidental, continua predominando o modelo do banco universal. No futuro, pressões para alguma convergência podem vir a ter lugar e desembocar em discussões no G20 e no Comitê de Basileia. Mas, apesar das divergências, em ambas as iniciativas incorpora-se Basileia III, regras para registro e liquidação de derivativos de balcão, e outras medidas propostas no âmbito do G20, além de um certo número de medidas ainda por definir, em estudo no FSB.

20. Cf. A Reforma Financeira Norte-Americana, nesta série.

21. Idem.

Em contraste, no campo da coordenação macroeconômica, o G20 enfrenta dilemas que podem ser insolúveis. A identidade de visões sobre as políticas anticíclicas mais eficazes desapareceu em 2010. Alguns países europeus, notadamente a Alemanha, já vinham manifestando desconforto com relação ao apelo a déficits fiscais como meio de sustentação de demanda agregada. A Alemanha encontrou seu caminho de recuperação no crescimento das exportações, solução, no entanto, que não valeria para todos, já que não é possível que todos os países possam ser superavitários em transações correntes. A crise da dívida soberana em países da periferia da área do Euro agravou a percepção de que a continuidade da política fiscal expansiva era insustentável. Alguns países, como Inglaterra, França e Itália, anunciaram planos de contenção fiscal mesmo antes que pressões concretas significativas surgissem nos mercados financeiros internacionais. Nessas condições, apenas os Estados Unidos continuaram a insistir na necessidade de políticas fiscais expansivas, tentando em vão convencer especialmente os participantes europeus de que ainda era muito cedo para aplicar políticas de austeridade. O agravamento dos conflitos políticos internos aos Estados Unidos, depois das eleições legislativas de 2010, de qualquer forma, sugere que o apelo a políticas fiscais tornou-se uma proposição acadêmica, sem chance de aplicação real.

Nessas circunstâncias, restou aos Estados Unidos tentar reativar sua economia com o uso mais vigoroso da política monetária, ampliando a oferta de liquidez na economia através das políticas de alívio quantitativo (*quantitative easing*). O aumento do estoque de dólares em circulação deverá desvalorizar a moeda americana, criando tensões para os países cujas moedas serão, em contrapartida, valorizadas. Esse movimento se choca com a falta de disposição dos parceiros em aceitar a valorização adicional de suas moedas, com todas as suas consequências, em termos de transações correntes e estruturas produtivas. O impacto sobre esses parceiros será tanto maior quanto mais bem sucedida for a China, que, juntamente com a Alemanha, se apoia principalmente na exportação para sustentar seu nível de atividades, na neutralização das pressões à subida do valor de suas moedas.

Em meio à continuada recessão, não parece haver solução cooperativa possível para esse conflito, e a reunião de líderes de novembro de 2010, na Coreia do Sul, serviu para ilustrar a profundidade do desacordo. Como deixam claros os termos do Comunicado final, apesar do tradicional uso da linguagem diplomática, a solução do conflito foi simplesmente adiada para uma próxima reunião. É improvável e implausível, porém, que uma solução satisfatória

seja encontrada, que possa manter vivo o G20 como fórum de coordenação de políticas. O conflito tripartite, opondo os Estados Unidos à China e, secundariamente, à Alemanha, com um grande grupo intermediário, em que se inclui o Brasil, sofrendo impactos negativos de políticas adotadas pelos dois opositores polares, poderá erodir a percepção de destino comum que alimentou a operação do G20 desde que assumiu papel preponderante na economia internacional, em finais de 2008.

Desse modo, o futuro do G20 é, no presente, bastante incerto, dependendo diretamente da capacidade que tenha de encontrar, pelo diálogo, um caminho aceitável para todos os participantes no que se refere à seleção de políticas macroeconômicas, anticíclicas, no caso dos Estados Unidos e da União Europeia, e de manutenção do crescimento, no caso da maioria dos países emergentes participantes.

Conclusão

É pouco mais do que senso comum a percepção de que o G20, em princípio, seria realmente uma estrutura inviável, dada a oposição de interesses e de necessidades que caracteriza seus participantes e de que essa inviabilidade teria de se manifestar cedo ou tarde. O grupo, no entanto, assumiu importância inesperada no bojo da crise financeira e econômica internacional, à medida que foi possível definir um interesse comum na recuperação da estabilidade financeira e da estabilidade macroeconômica. O melhor momento do grupo se deu, certamente, na definição de medidas de reforma de regulação financeira que respondessem à necessidade definida consensualmente de aumentar a capacidade de absorção de choques dos sistemas financeiros nacionais e diminuir sua exposição a riscos. Também a coordenação de políticas macroeconômicas foi facilitada, em um primeiro momento, pela identificação de um inimigo comum, a possibilidade de degeneração da recessão sofrida em uma depressão. Especialmente no período de pânico financeiro, nos meses finais de 2008 e iniciais de 2009, se havia alguma divergência a respeito das medidas a tomar (quais sejam, política fiscal para sustentar demanda agregada e política monetária para estabilizar o sistema financeiro), ela não chegou a se manifestar.

Passado o pânico, no entanto, as escolhas de política se tornaram mais complexas e os *tradeoffs* envolvidos no processo de decisão foram reavaliados de modo divergente. Quando o problema central era evitar a propagação do pânico e o colapso dos mercados de capitais,

com seus reflexos mais profundos sobre a economia real, não houve hesitação em adotar políticas expansivas, ainda que com plena consciência dos seus possíveis efeitos danosos em uma perspectiva temporal mais longa. Passada essa fase, no entanto, os termos do *tradeoff*, entre a manutenção da política fiscal expansiva e a emergência de problemas de financiamento público, não mudaram de natureza, mas de importância. Para alguns países, o balanço de custos e benefícios mudou o suficiente para justificar inflexões de política.

Curiosamente, apesar da emergência de conflitos e queixas localizados, no que diz respeito à reforma da regulação financeira, o grau de consenso parece ter sido bem maior e mesmo um pacote duro de medidas, como as contidas em Basileia III, mereceu o endosso sem ressalvas do grupo na reunião de Líderes de novembro de 2010. Na mesma reunião, conforme consta do comunicado final, atendida a maioria das demandas colocadas pelo G20 a entidades como o Comitê de Basileia e o FSB, em termos de reformulação da regulação prudencial, decidiu-se que chegou a hora de enfrentar também as demandas por regulação financeira específicas de países emergentes e em desenvolvimento, centradas não apenas na garantia da estabilidade sistêmica, mas também da funcionalidade no processo de desenvolvimento.

As perspectivas para o G20, portanto, dependem de se preponderará o espírito cooperativo, que permitiu patrocinar o processo de reformulação da regulação financeira de natureza prudencial, ou o espírito de conflito, que torna a discussão presente sobre políticas macroeconômicas um jogo de soma zero. As notícias que dão conta de um acirramento de ânimos durante a reunião de Seul auguram um futuro mais difícil. A inflexão dessa trajetória exigirá um esforço excepcional dos países participantes para fazer prevalecer os interesses comuns.

► Entrevista

Guido Mantega: *“O G20 tem sido bastante eficaz em orientar os países na mesma direção, já tendo produzido resultados tangíveis”.*



A amplitude dos efeitos da crise financeira ao redor do mundo explicitou uma fonte de vulnerabilidade decorrente da profunda inter-relação entre os sistemas financeiros nacionais, sem que tenha havido uma correspondente integração das estruturas nacionais de regulação e supervisão financeiras. Em entrevista ao *Perspectivas*, o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, detalha de que forma o G20, criado em 1999, apresentou-se como fórum de coordenação de revisão da regulação bancária e de políticas anticrise e iniciativas de reforma que garantissem a estabilização da economia mundial de forma mais acelerada.

Perspectivas: Qual a avaliação do Sr. sobre o papel desempenhado pelo G20 como fórum de coordenação da revisão da regulação bancária, especialmente no sentido de promover maior padronização do aparato regulatório de natureza prudencial?

Guido Mantega: O G20 tem sido bastante eficaz em orientar os países na mesma direção, já tendo produzido resultados tangíveis. Um dos trabalhos com os quais o G20 está comprometido, e que tem evidenciado algum sucesso, é o que se refere à reforma do setor financeiro.

A instabilidade e a volatilidade dos mercados financeiros, somadas à ausência de regulação nacional eficiente nos países ricos, estiveram na raiz da crise financeira internacional de 2008. O Brasil, por sua vez, foi – e continua a ser – considerado como exemplo de regulação bem-sucedida e sofisticada.

Os progressos mais evidentes do G20 têm ocorrido nas seguintes linhas de ação: redução da probabilidade e do impacto da quebra de bancos sistemicamente relevantes; melhora na capacidade de liquidação ordenada de instituições falidas; e fortalecimento da infraestrutura dos mercados financeiros.

Outro resultado importante alcançado no marco do G20 foi o reforço da composição do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB), o que deu mais ímpeto e legitimidade às suas funções, transformando-o no braço executivo de coordenação do esforço de reforma do sistema financeiro. Note-se que o Brasil é membro pleno do FSB desde a expansão em sua composição, ocorrida em abril de 2009.

Perspectivas: Tendo em vista a grande heterogeneidade dos países membros do G20, como o Sr. avalia as perspectivas de sucesso do Grupo enquanto fórum de monitoramento e coordenação de políticas macroeconômicas em âmbito internacional, fora de momentos de crise econômica aguda?

Mantega: Diante o período agudo da crise, em 2008 e 2009, houve convergência de opiniões e posturas sobre a necessidade de adotar medidas anticíclicas e de curto prazo. Os encontros de Cúpula do G20, em Washington (novembro de 2008), Londres (abril de 2009) e em Pittsburgh (setembro de 2009), contaram, de fato, com ampla margem de consenso. Isso foi essencial para mitigar os efeitos mais danosos da crise financeira global e apressar a recuperação das economias.

Considero que o advento do G20 como fórum central de deliberação internacional sobre temas econômicos e financeiros é uma transformação de grande importância na governança mundial, mesmo fora de momentos de crise econômica.

Expressa o reconhecimento de que as principais economias emergentes do mundo devem necessariamente ser parte dos processos decisórios internacionais e soluções conjuntas, atuando não mais como coadjuvantes, mas como protagonistas desses processos. É uma mudança que deve ser irreversível.

Entrevista

Mesmo com eventuais entraves e a sensação de que o progresso poderia ser um pouco mais rápido quanto ao encaminhamento de decisões para acelerar a recuperação mundial e proceder à reforma de instituições e regimes – necessária para reduzir as chances de eclosão de uma nova crise –, o G20 deverá avançar no seu papel de monitoramento e coordenação de políticas econômicas e financeiras no plano multilateral. Dessa forma, irá consolidar sua posição de instância decisória compartilhada de um mundo multipolar, heterogêneo e inclusivo.

Mas a condição *sine qua non* para que a coordenação macroeconômica seja eficiente no plano global é a efetiva participação e comprometimento das maiores economias do globo. Ainda estamos num processo de aprofundamento dessa participação, que, acredito, será mais visível com o tempo.

Perspectivas: Questões complexas, como a atual “guerra cambial”, têm chance de resolução neste fórum?

Mantega: Acredito que sim. Desde 2008, com o engrandecimento de seu papel no panorama mundial, o G20 vem conduzindo processos de troca de informações sem precedentes e de articulação de políticas macroeconômicas. Um dos papéis de fóruns como o G20 é justamente desenvolver ações coordenadas sobre questões complexas, a fim de adicionar impulso político ao processo de decisão.

A discussão de assuntos intrincados como a “guerra cambial”, que inclusive foi trazido à tona pelo Brasil, é de extrema relevância e contribui para a formulação de soluções a problemas estruturais que afetam a todos. Dada a diversidade de países que compõem o Grupo e sua representatividade na economia mundial, discussões acerca dessa questão podem alertar para as consequências potencialmente desastrosas para a economia global.

Não será uma tarefa fácil, mas creio que já convencemos os demais países que a “guerra cambial” não tem vencedores. Não podemos repetir a experiência desastrosa da década de 1930. De sua parte, o Brasil não assistirá impassível à concorrência desleal que tem sido praticada pelo resto do mundo.

Perspectivas: Como o Sr. avalia o papel e o peso do governo brasileiro no âmbito do G20 e enquanto interlocutor internacional? Como tem sido a experiência nas últimas negociações em pauta na busca pela compatibilização de interesses tão divergentes?

Mantega: O Brasil tem sido extremamente ativo e participativo nas reuniões do G20. O país tem mostrado engajamento e interesse em todos os temas que são tratados pelo grupo e não há tema que possa ser levado adiante sem o nosso apoio.

O fato de o G20 ser hoje o fórum central no enfrentamento da crise representa uma mudança na ordem internacional, pois desse grupo, ao contrário do que ocorre com o G7/G8, em que só há nações desenvolvidas, os países emergentes, como o Brasil, também participam – e com peso.

Acredito que o G20 vem desempenhando um papel de divisor de águas no que concerne ao novo arranjo na governança de instituições financeiras de importância global. Parece evidente que a opinião pública tem maior conhecimento e também maiores expectativas em relação às decisões tomadas no G20. O público exige hoje mais ação e respostas rápidas do G20, além de esperar contribuições mais robustas e coerentes dos países emergentes.

Perspectivas: Na última reunião do G20, realizada no dia 19 de fevereiro em Paris, após intensa negociação, foram definidos os parâmetros macroeconômicos para o monitoramento da economia dos países membros, que deverão indicar se um país está contribuindo para os desequilíbrios globais. Quais serão os efeitos práticos sobre as economias nacionais deste monitoramento, uma vez que, aos países que apresentarem indicadores ruins, não há previsão de imposição de exigências específicas, mas apenas de recomendações para melhorar o desempenho?

Mantega: Estamos no segundo ano do processo de coordenação macroeconômica do G20 e é fundamental mantermos o foco na necessidade e na importância do crescimento econômico forte, sustentável e equilibrado. Apesar de a fase mais aguda

Entrevista

da crise ter ficado para trás, a economia mundial ainda enfrenta grandes desafios e precisamos de ações coordenadas dos membros do G20 para enfrentá-los.

Um dos principais focos do processo de cooperação em matéria de políticas macroeconômicas, no âmbito do G20 e ao longo de 2011, será, sem dúvida, a questão dos desequilíbrios globais.

O processo de avaliação desses desequilíbrios será efetuado em duas fases. Na primeira fase, indicadores de amplo espectro e fácil cálculo e compreensão serão utilizados para definir quais países apresentam desequilíbrios “grandes e persistentes” o suficiente para serem conduzidos à próxima fase. Na segunda fase, os países selecionados serão alvo de um estudo detalhado acerca de potenciais desequilíbrios externos e internos, bem como sobre seu impacto na economia global.

O objetivo do processo de coordenação macroeconômica do G20 é diagnosticar as causas dos problemas. Esse diagnóstico tem de refletir uma história global que leve em conta as circunstâncias específicas de cada país.

No processo de avaliação e diagnóstico, é essencial o amplo envolvimento e empenho do país avaliado, não só para garantir a precisão dos dados observados, mas também para gerar sugestões de política que sejam legítimas.

Essas sugestões terão forte poder de persuasão, pois contarão com a pressão moral de todo o grupo. A ideia não é a criação de mecanismos externos excessivamente prescritivos, mas de oportunidades de influência e convencimento. As recomendações serão feitas pelo grupo e para o grupo, com ampla participação dos países avaliados.

Perspectivas: Quais são os principais desafios do G20 a curto e médio prazos?

Mantega: Numa perspectiva mais imediata, o principal desafio do G20 seria assegurar condições para a continuidade da recuperação econômica mundial e para a retomada do crescimento forte e sustentável.

O G20 tem atuado na reconstituição de novos paradigmas econômicos e financeiros, com preocupação com o preenchimento de brechas regulatórias nas instituições financeiras em geral, estabelecimento de recomendações para um trabalho reforçado de supervisão, uma atuação macroprudencial revigorada e a coordenação de medidas macroeconômicas.

Há também esforços de coordenação e troca de informações, que demonstram que a atuação do grupo não se limita a situações emergenciais.

Naturalmente, não passa despercebida a diversidade das circunstâncias locais dos membros do G20. O grande desafio do G20 é, em última instância, promover melhor governança na economia internacional dentro de um mundo multifacetado.

Bibliografia

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. A review of financial market events in autumn 1998. Basel, 1999, 93 p. Documento elaborado pelo Committee on the Global Financial System. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cgfs12.pdf>>. Acessado em: fev. 2011.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL MONETARY FUND; FINANCIAL STABILITY BOARD. Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations. Basel, 2009, 29 p. Relatório preparado pelo FMI, FSB e BIS para o G20. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>>. Acessado em: fev. 2011.

DE VRIES, Margaret. Balance of payments adjustment, 1945 to 1986: the IMF experience. Washington, DC, International Monetary Fund, 1988, 336 p.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. The G-20 mutual assessment process and the role of the fund. [s.l.], 2009, 11 p. Documento elaborado pelo Strategy, Policy, and Review Department and the Legal Department. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/120209a.pdf>>. Acessado em: fev. 2011.

Sites Consultados

Financial Sector Assessment Program (FSAP)

<http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>

French G20 Presidency (Comunicados das reuniões do G20 e relatórios de progresso)

http://www.g20.org/pub_communique.aspx

IMF Standards and Codes

<http://www.imf.org/external/standards/index.htm>

