
3.6. Sistema financeiro internacional

A expressão “sistema monetário internacional” significa o conjunto de regras e convenções que governam as relações financeiras entre os países. Essas normas referem-se em geral a dois aspectos: a conversão de uma moeda a outra e o padrão monetário adotado.

A conversão de uma moeda a outra está associada aos critérios para ajuste dos preços relativos das diversas moedas (taxas de câmbio). Os padrões monetários são definidos pela natureza dos ativos de reserva. Eles podem ser baseados em reservas em espécie (com frequência o ouro) ou em reservas fiduciárias, em que as relações estão baseadas no valor que os agentes econômicos outorgam a cada momento aos diversos ativos.

A vantagem de dispor de um sistema monetário eficiente é que ele permite aos produtores se especializarem naqueles bens em relação aos quais cada país tem vantagens comparativas e aos poupadores buscarem no exterior as oportunidades rentáveis de investimento.

Reserva fiduciária pode significar estoque de moeda emitida por um país com posição diferenciada. Um país que consegue ter sua moeda aceita para um número significativo de transações internacionais terá condições de capturar benefícios derivados dessa posição ao obter uma diferença entre seus ativos e suas dívidas.

Isso faz com que exista uma disputa frequente, entre diversos países que se creem com potencial para tanto, para apropriar-se dessa fonte de ganhos. Por exemplo, hoje a maior parte das reservas dos diversos países e a maior parte das transações comerciais são em dólares norte-americanos. Um candidato potencial a desafiar essa posição é o euro, mas até aqui não se mostrou com força suficiente. Nos últimos anos, há um movimento crescente por parte da China para aumentar o grau de aceitação pelo renminbi.

Boa parte da história do sistema monetário internacional tem sido caracterizada pelas tentativas de encontrar estruturas institucionais capazes de minimizar os efeitos da concorrência na oferta de moeda internacional. A questão básica é como o emissor de uma moeda pode convencer potenciais usuários estrangeiros de que sua moeda é estável e tem um valor previsível.

Uma possibilidade é “ancorar” o valor da moeda do país em algo que é indiscutivelmente valorizado de forma universal. Por muito tempo, essa referência foi o ouro, primeiro como âncora para os sistemas monetários em diversos países, depois indiretamente, por meio de vínculo direto com a moeda de referência do restante do sistema monetário.

3.6.1. Padrão-ouro

A existência de um padrão-ouro está associada à adesão de um número expressivo de países a três carac-

terísticas básicas: *i*) conversibilidade das moedas nacionais em ouro; *ii*) liberdade para o movimento internacional de ouro (entrada e saída de cada país); e *iii*) um conjunto de regras que relacionem a quantidade de moeda em circulação em um determinado país ao estoque de ouro de que esse país dispõe.

A vigência do padrão-ouro é frequentemente associada à existência de um mecanismo eficiente para assegurar a estabilidade de preços, por limitar o raio de ação das autoridades monetárias nacionais, evitando desequilíbrios do Balanço de Pagamentos. É geralmente aceito pelos historiadores hoje que esse sistema vigorou de forma plena e em escala global apenas por um período de tempo limitado, de aproximadamente vinte anos.

É mais fácil determinar o período em que o padrão-ouro chegou ao fim – 1914, com o início do conflito bélico – do que a data efetiva de sua origem. O que se sabe com alguma certeza é que o padrão-ouro operava plenamente por volta de 1900.

O funcionamento do padrão-ouro requer que a economia opere em condições de concorrência perfeita, com preços e salários totalmente flexíveis, pleno emprego de fatores de produção, com a demanda por moeda sendo total ou predominantemente para fins de transação e a oferta de moeda uma função do estoque de ouro. Sendo satisfeitas essas condições, a chamada



teoria quantitativa da moeda¹¹⁷ passa a ser representativa.

O modelo básico de funcionamento do padrão-ouro tem sido objeto de diversas revisões críticas. Entre os aspectos que têm merecido atenção nas análises do período em que se considera que o sistema vigorou para a maior parte dos países estão: *i*) os critérios efetivos para a emissão de moeda (que nem sempre correspondia de fato a uma relação fixa com a disponibilidade de ouro, com alguns países adotando uma regra de proporcionalidade); *ii*) o papel do sistema bancário na expansão da quantidade de moeda em circulação; *iii*) existência de rigidez à redução nos salários (afetando a capacidade de atuação do mecanismo equilibrador do sistema); *iv*) a atuação dos bancos centrais; *v*) a existência de movimentos de capital (investimentos) que ajudaram a neutralizar os efeitos dos *superavit* comerciais dos países industrializados, entre outros.

Em que pesem as novas condições, a década de 1920, nos anos que se seguiram de imediato à Primeira Guerra Mundial, testemunhou uma série de esforços

no sentido de recuperar a experiência anterior. Aproximadamente cinquenta países retornaram a esse padrão no período entre as duas guerras mundiais. Em geral, a referência mais importante (pelo seu peso específico) é o retorno da Inglaterra ao padrão-ouro em 1925, mas já em 1931 foi forçada a mudar de política. Os Estados Unidos permaneceram no sistema até 1933. Em 1933, pelo menos 35 países já haviam abandonado o padrão-ouro; esse é o momento considerado como o fim desse modelo.

3.6.2. Padrão dólar-ouro

Ao final da Segunda Guerra Mundial, a percepção generalizada da importância de se evitar os conflitos (de política comercial e cambial), experimentados na traumática década de 1930, levou, como já dito, à criação da institucionalidade internacional básica que se mantém até hoje.

Pensou-se em criar uma unidade monetária universal, mas essa ideia não vingou, entre outros motivos pelas mesmas razões de economia política que impediram o Congresso americano de aceitar as disciplinas definidas em uma organização mundial de comércio.

A alternativa factível foi definir o dólar – então moeda indiscutivelmente mais sólida, porque baseada na estrutura produtiva e no poderio militar mais expressivos do planeta – como moeda de referência e ancorar seu valor

¹¹⁷ Essa teoria é representada pela identidade $MV = PY$, em que M é a quantidade de moeda em circulação, V a velocidade de circulação da moeda, P um índice representativo dos preços na economia e Y um índice do volume físico de transações. Considerando-se que no curto prazo V é constante (ou sofre alterações imperceptíveis), existe uma relação direta entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de preços e de produção.

em termos de metal precioso. Assim, um dólar passou a ser o mesmo (porque totalmente conversível) que 35 gramas de ouro, e as demais moedas dos países-membros do FMI adotaram critérios rígidos para sua desvalorização em relação ao dólar, que praticamente significava uma paridade fixa.

Esse sistema assegurava certa previsibilidade em relação à evolução das paridades, mas ao mesmo tempo tinha como uma de suas debilidades facilitar a “exportação” de pressões inflacionárias. Isso se tornou gradualmente problemático, sobretudo ao longo da década de 1960. Os Estados Unidos passaram a acumular *deficit* comerciais e fiscais de magnitude, com o que a confiança em sua moeda como âncora de todo o regime sofreu abalos. Além disso, esses foram anos de gastos elevados, pelos esforços de preservação na Guerra Fria, pela corrida espacial e pelo conflito no Vietnã.

Soma-se a isso o fato de que o ouro é um mineral, portanto sua oferta depende de condições de mineração. Variações na demanda ou na oferta no mercado de metais alteram seu valor, sendo assim a preservação de uma paridade fixa dólar-ouro passou a ser crescentemente questionada, em termos econômicos e políticos.

A pressão política para ajustes nesse sistema chegaram a pontos de máximo, como a ameaça não concretizada por parte do governo francês de exigir trocar suas reservas de dólares por ouro.

3.6.3. Fim da conversibilidade

Algumas soluções paliativas foram tentadas, como ajustes na paridade dólar-ouro, alterando o parâmetro de 35 onças por dólar, mas claramente os desequilíbrios – agravados pela crescente competitividade das exportações alemãs e japonesas, que aumentaram o *deficit* comercial americano – fizeram com que em agosto de 1971 o presidente norte-americano anunciasse um pacote de medidas que compreendia o fim da conversibilidade dólar-ouro, uma elevação de alíquotas de imposto de importação e uma política ativa de compras governamentais de produtos nacionais.

Isso gerou reação de dois tipos. Vários países passaram a adotar política de câmbio flexível, uma vez que lhes faltava referencial e experiência para guiar uma alternativa a um sistema que havia funcionado por quase trinta anos. Ao mesmo tempo, aumentaram as pressões sobre o que eram medidas protecionistas por parte do governo americano.

Com resultado, em dezembro daquele ano, as autoridades das sete principais economias do planeta reuniram-se em Washington e firmaram o que ficou conhecido como o Acordo Smithsonian, pelo qual os Estados Unidos se comprometiam a eliminar essas medidas de política comercial recém-adotadas, ao mesmo tempo em que eram alteradas as paridades entre as principais moedas, com



desvalorização de fato da moeda americana, com o que se aumentariam as chances de melhorar o resultado da balança comercial daquele país.

Essa reunião foi o início de uma nova forma de lidar com o sistema monetário internacional, uma vez que a partir de então se tornaram cada vez mais frequentes (de fato, regulares) as reuniões entre os principais países, para ajustes em suas políticas macroeconômicas.

A experiência recente mostrou, contudo, duas novidades. Primeiro, o crescimento de economias emergentes representa a inclusão de novos atores nesse processo, uma vez que elas são responsáveis por boa parte do dinamismo mundial. Segundo, uma sucessão de crises tem mostrado que esses acordos não têm sido uma condição suficiente para assegurar equilíbrio entre as diversas economias.

3.6.4. Crises econômico-financeiras nos últimos 20 anos

Se os anos 1980 foram alcunhados (pela Cepal) como “a década perdida” para a América Latina, a década de 1990 ficou conhecida como “a década das crises”, em uma extensão global.

O período começou com a crise da libra esterlina, em 1992, que acabou afetando alguns tantos países europeus e forçando alterações em suas respectivas paridades cambiais.

Já em 1994, o novo governo do México decidiu alterar a política cambial tradicional do país, que manteve a taxa de câmbio estável em termos nominais por um longo período. A assinatura do acordo NAFTA implicou uma entrada importante de recursos na economia mexicana, com o que a taxa de câmbio sofreu alteração expressiva. O governo recém-empossado no final de 1994 decidiu por uma pequena desvalorização, mas isso acabou dando uma sinalização aos mercados e a magnitude da variação superou qualquer expectativa. O mercado atribuiu a existência de um “risco-país” a todas as economias maiores da região, com o que diversos países sofreram suas consequências. No caso do Brasil, a política de não intervenção que caracterizou os primeiros meses do Plano Real foi substituída pela adoção de um sistema de “banda cambial”, ao mesmo tempo em que a taxa interna de juros atingiu níveis elevados, como forma de controlar movimentos especulativos.

Em 1997, um conjunto de desequilíbrios macroeconômicos, associados a uma surpreendente escassez de regulação e supervisão do sistema bancário de diversas economias asiáticas, provocou nova crise de grandes proporções. Além de sua magnitude e da intensidade das medidas que foi necessário adotar para minorar seus impactos, a crise de 1997 é um divisor de águas: graças ao nível atingido de globalização financeira, pela primeira vez uma crise originada em uma região teve impacto no resto do mundo.



A surpresa com essa nova dimensão, assim como com a magnitude do impacto, levou diversas economias a alterarem suas políticas macroeconômicas, por exemplo com mais atenção ao equilíbrio fiscal e à política cambial, e deu origem, em âmbito global, a toda uma nova agenda relativa ao redesenho de normas reguladoras das transações bancárias e financeiras.

O noticiário da época passou a insistir no debate sobre a necessidade de se dispor de uma “Nova Arquitetura Financeira”, com redefinição, por exemplo, da disponibilidade dos recursos à disposição do FMI para fazer face a crises de magnitude como essa. Outra dimensão do debate foi a necessidade de se dispor de mecanismos que assegurassem a corresponsabilidade dos agentes por chegar a uma situação de desequilíbrio pronunciado.

Se uma economia está em desequilíbrio em suas contas externas porque exagerou na captação de empréstimos com bancos internacionais, tradicionalmente a solução para lidar com essa situação é indicar a ela a busca de recursos com o FMI. Os programas de ajuste propostos pelo fundo em geral contêm um conjunto de condições que frequentemente implicam custos sociais de magnitude. Seria necessário que os bancos que emprestaram em demasia, assim como as agências de análise de risco que recomendaram as operações, também tivessem parte no processo de ajuste e fossem punidos de alguma forma. Isso não foi conseguido até hoje.

Houve avanços, em todo caso, na redefinição de critérios para a operação dos bancos comerciais. Entre outros, um dos mais citados é o estabelecimento de níveis mais elevados para a razão entre capital próprio e total de empréstimos, como forma de assegurar que os bancos não alavanquem operações excessivamente descoladas de sua própria capacidade de lidar com inadimplências.

Em 1998, as dificuldades da economia russa para fazer face aos seus compromissos externos, inclusive com organismos multilaterais, alimentaram processo especulativo contra o rublo. No final daquele ano, a percepção de que o ritmo de desvalorização do real brasileiro, determinado pelo regime de bandas adotado desde 1997, não era suficiente para compensar o diferencial entre a taxa de inflação interna e a externa, com o que a economia estava perdendo competitividade, e de que a estratégia de elevar a taxa básica de juros interna para neutralizar movimentos especulativos já estava chegando a seu limite, levaram à mudança no regime cambial brasileiro, em janeiro de 1999, com substituição do regime de bandas cambiais por um sistema de “administração velada” da taxa de câmbio.

Isso implicou uma desvalorização de algo próximo a 60% entre janeiro e março de 1999. Como os parceiros do Mercosul dependiam então do mercado brasileiro para algo entre 30% e 40% de suas exportações, essa variação impôs aos países parceiros uma perda de competitividade de suas exportações totais da ordem de um quarto do seu



valor em um trimestre, criando um trauma nas relações regionais nunca totalmente superado.

Mais recentemente, em 2007, a conjunção de alguns elementos no mercado imobiliário dos Estados Unidos, como o uso ampliado de agências públicas (Freddie Mac e Fannie Mae) para financiar moradias, associado ao movimento cíclico do mercado, provocou um *boom* sem precedentes no setor imobiliário. Uma vez terminado seu auge esse mercado passou a voltar a níveis menos extraordinários de operação. Com a possibilidade legal para um tomador norte-americano de hipoteca, de poder devolver o imóvel ao agente financiador, essa conjunção de fatores deu origem a uma situação que inicialmente foi interpretada como um desequilíbrio pronunciado no mercado imobiliário daquele país.

Em poucos meses, a situação foi se mostrando mais complicada, uma vez que foi ficando claro que os bancos financiadores das operações imobiliárias repassaram os riscos para empresas seguradoras. À medida que o volume de transações não cobertas foi aumentando, alguns bancos começaram a dar sinais de que eles próprios não teriam condição de seguir operando. Houve quebra de grandes instituições, e naturalmente isso acendeu um rastilho de pânico no mercado.

Aos poucos, foi sendo descoberto que boa parte das instituições financeiras vinha operando por meio de mecanismos heterodoxos que permitiam que estivessem

fora das normas das agências reguladoras e de supervisão, inclusive usando instituições criadas de forma *ad hoc* em paraísos fiscais.

Foi ficando claro, ademais, que essa passara a ser uma prática não apenas de bancos norte-americanos, como também de bancos europeus, na busca de ganhos além do que era possibilitado pela prática de baixas taxas de juros nos seus respectivos mercados de origem.

Inevitavelmente cresceu a desconfiança com relação ao mercado financeiro, assim como em relação às agências de risco. Análises mais cuidadosas passaram a mostrar, além dos desequilíbrios naquele mercado, que algo errado existia também na comercialização de títulos da dívida pública de diversos países, os chamados títulos de dívida soberana.

Vários países europeus adotando o euro como moeda beneficiaram-se da confiança geral na moeda forte europeia e, na ausência de punição para desequilíbrios fiscais manifestos, passaram a acumular dívidas e procedimentos pouco ortodoxos de registro de suas operações em uma magnitude sem precedentes. A descoberta dessa situação levou a um inevitável agravamento da crise, ainda não resolvido, que forçou a adoção de medidas de ajuste via redução de gastos públicos, com claro impacto sobre rendas e nível de emprego, em uma situação peculiar em que, por definição, nenhum deles poderia usar os instrumentos básicos de política monetária, fiscal ou cambial de forma



ativa, uma vez que se trata de economias atreladas à moeda única.

Se 1997 foi a primeira crise internacional de magnitude com repercussões não restritas ao nível regional, a crise iniciada em 2007-2008 é a primeira crise deflagrada por desequilíbrios nas principais economias industrializadas do planeta. Desnecessário falar do impacto sobre as demais economias, que ainda hoje – decorridos seis anos – ressentem-se do baixo ritmo de crescimento da economia mundial.

3.6.5. Governança internacional e os novos atores estatais e não estatais

As últimas subseções mostraram que não é pequena a quantidade de desajustes no cenário internacional. De um lado, ainda se depende de um arcabouço institucional que foi criado para corresponder a uma situação que existia havia sessenta anos e que dá mostras da necessidade de modernização. Um exemplo é a repartição do poder de voto e veto em algumas instâncias importantes, como o Conselho de Segurança das Nações Unidas e os conselhos de gestão do FMI e do Banco Mundial. As participações não refletem a importância econômica crescente de um conjunto de economias em desenvolvimento e ainda preservam um poder não justificável de parte de diversos países europeus. A tabela 1 ilustra esse ponto. É clara a pre-

dominância das economias industrializadas nas decisões das duas instituições consideradas.

Tabela 1 – Participação nos votos no FMI e no Banco Mundial, em outubro de 2014

	Banco Mundial	FMI
Estados Unidos	16,07	17,69
Japão	8,02	6,56
Alemanha	4,50	6,12
França	4,01	4,51
Reino Unido	4,01	4,51
Brics	13,46	11,51

Fonte: Towards a Long-Term Strategy for BRICS – A Proposal by the BRICS Think Tanks Council, em: <www.ipea.gov.br>

Alterar esse quadro implica, evidentemente, um jogo político que até aqui não beneficiou os emergentes.

Também a instituição disciplinadora do comércio é vista em uma situação de indefinição com relação a seu futuro, uma vez que os mecanismos de interferência nos fluxos comerciais têm se tornado cada vez mais sofisticados e com base em ferramentas que não estão contempladas na ação da OMC, além do crescentemente intenso processo de concessões bilaterais e plurilaterais que no mínimo vão de encontro com o pilar básico da OMC, que é a cláusula

de nação mais favorecida: os benefícios acordados atendem apenas aos países signatários de cada acordo e não se aplicam aos demais parceiros membros da OMC.

Do lado das movimentações financeiras, o volume de transações hoje não tem precedente, e vive-se uma situação de equilíbrio instável, uma vez que – em vista dos valores envolvidos nessas transações – não é mais possível contar com um “emprestador de última instância” que possa reequilibrar uma situação de crise sistêmica. Quando o atual sistema foi concebido, eram indiscutíveis as capacidades financeiras por parte do FMI e do Tesouro norte-americano, muito além das necessidades previsíveis. Hoje isso não é mais verdade. A alternativa factível até aqui tem sido adotar normas para o bom comportamento dos bancos, mas, como a crise de 2008 mostrou, a criatividade humana é um atributo que não deve ser jamais menosprezado.

A fluidez dos movimentos internacionais de capital, por sua vez, afeta as paridades cambiais – sobretudo nas economias menores – e, com isso, a competitividade e o poder de participar no mercado internacional. A crise iniciada em 2008 levou ao reconhecimento de que as medidas para lidar com os grandes desequilíbrios teriam de considerar de forma inevitável as economias emergentes, tendo em vista sua importância para a determinação do ritmo de crescimento da economia mundial. Isso levou à ampliação do então Grupo dos 8 (G8), das principais eco-

nomias, para o atual G20, supostamente o *locus* mais importante para as grandes decisões.

Em paralelo a isso, algumas das economias emergentes buscaram somar esforços para tentar influenciar a governança global, como os Brics.

Tanto o G20 como os Brics são de criação recente demais para terem sido capazes de deixar suas marcas. Os Brics participam do G20, e em princípio não deveria haver conflitos abertos entre os dois grupos.

Esse cenário é composto ademais pelo papel crescente desempenhado por agentes não governamentais. As grandes empresas transnacionais já há muito tempo têm poder de influência sobre as decisões nos processos negociadores. Mas os últimos anos têm testemunhado ações dissimuladas de parte de interesses privados com grande repercussão prática. Diversas organizações não governamentais e entidades focadas na defesa de temas como o meio ambiente, o combate ao trabalho infantil e outros têm influenciado a adoção de normas para a produção de alguns itens que de fato representam barreiras comerciais veladas e de interesse de produtores, sobretudo em países desenvolvidos e onde há maior capacidade de mobilização em relação a esses temas, vale dizer, os EUA e Europa Ocidental.

O que parece claro é que vivemos um período de demanda por uma redefinição de uma série de elementos que até aqui pareciam “cláusulas pétreas” do cenário insti-



tucional internacional, uma vez que os resultados obtidos nas últimas várias décadas nesse ambiente foram em geral mais positivos que negativos. Resta ver de que modo os próximos anos demandarão ajustes e em que direção será possível fazê-los.

3.6.6. Características dos fluxos financeiros internacionais

Os movimentos financeiros têm sido responsáveis por algumas crises recentes, e sua magnitude tem provocado algumas tentativas de disciplinar esses fluxos ao nível internacional.

Já desde o final da Segunda Guerra Mundial ficou clara a necessidade de aumentar o grau de flexibilidade dos pagamentos entre países. Isso levou a que em 1958 fosse adotado o sistema de conversibilidade entre moedas, o que permitiu um crescimento sem precedentes do comércio internacional. Ao mesmo tempo, contudo, possibilitou a ampliação da órbita de circulação de recursos provenientes de início dos Estados Unidos (Plano Marshall e empresas), mas logo também de bancos europeus. Durante os anos da chamada Guerra Fria, esses fluxos foram ampliados por depósitos em dólares por parte dos países socialistas, em países situados na Europa, acrescentando à disponibilidade de oferta de recursos financeiros.

Os *deficit* comerciais estadunidenses, desde o início da década de 1950, os gastos com a própria Guerra Fria, a corrida espacial e a Guerra do Vietnam igualmente contribuíram para esse aumento de liquidez.

O chamado euromercado (circulação de dólares no continente europeu) inovou ao adotar taxas de juros flutuantes e empréstimos a sindicados, o que permitiu alavancar sobremaneira a capacidade de acesso ao crédito por parte das empresas europeias. Uma peculiaridade desse mercado é que não existe regra única para o sistema bancário europeu. Os bancos que aí operam seguem as regras existentes no país de sua atuação. Isso demonstrou ser uma enorme debilidade na crise pós-2008.

Em paralelo a essa expansão, foi criado um conjunto de instituições nos chamados “paraísos fiscais”, com regulação inexistente e baixíssimo grau de transparência, mas que contribuíram de forma expressiva para ampliar o escopo de atuação do sistema financeiro.

Em 1974, os Estados Unidos começaram a eliminar as restrições sobre os fluxos de capitais, dando origem ao movimento que depois ficou conhecido como “globalização financeira”. Esse processo foi logo seguido por países da Europa e de outros continentes. O sistema bancário, até então principal responsável pela concessão de crédito, foi gradualmente perdendo importância relativa para outras instituições (fundos de *hedge*, fundos de pensão, fundos de investimento e outras), com o custo paralelo de que os

bancos têm de obedecer a normas e estarem sujeitos a processos de supervisão por parte das autoridades monetárias, ao passo que as outras instituições têm critérios variados de operação. Soma-se a isso a crescente criação de instrumentos financeiros variados, o que igualmente contribuiu para reduzir o grau de transparência de boa parte das transações.

No caso do Brasil, a legislação nacional desde a segunda metade da década de 1950 é favorável à atração de capitais para investimento direto. A partir de 1990, a isso se somou a abertura da possibilidade de investimentos de não residentes na bolsa de valores e em fundos financeiros, ampliando o grau de envolvimento da economia com os fluxos financeiros internacionais.

A década de 1970 acrescentou a esse cenário externo novo componente, a necessidade de reciclagem dos recursos gerados pelos dois choques de elevação dos preços do petróleo, produzido em grande parte por economias sem capacidade de absorver essa quantidade de recursos. Isso provocou, como sabido, um conjunto de desajustes nas contas externas de diversos países, e já em 1988 foi preciso adotar um conjunto de regras básicas para a operação dos bancos nos principais países.

Naquele ano, foi divulgado o Acordo de Capitais do Comitê de Basileia, posteriormente chamado de Basileia I.

As crises que caracterizaram a década de 1990 levaram à necessidade de ajustar essas normas, e, em 2004, foi publicado o chamado Acordo de Basileia II, apoiado em

três referenciais: requerimentos mínimos de capital, processo de revisão pela supervisão e disciplina de mercado.

A crise mais recente provocou nova alteração, culminando no chamado Acordo de Basileia III.

As turbulências que caracterizaram os anos 1990 possibilitaram um conjunto de aprendizados. Como consequência dos traumas experimentados, então foi possível aprender que: *i)* as crises não são localizadas em uma única região: em um ambiente globalizado os mecanismos de transmissão operam de forma rápida; *ii)* há necessidade premente de assegurar regulação e supervisão dos sistemas bancário e financeiro; *iii)* os paraísos fiscais podem contribuir de forma expressiva para escapar do controle das autoridades; *iv)* há necessidade de reformas adicionais substantivas no sentido de compartilhar responsabilidades entre credores e devedores nas situações de crise; *v)* a institucionalidade existente desde as negociações em Bretton Woods não é suficiente para fazer face a um desequilíbrio sistêmico de grandes proporções; *vi)* as agências de classificação de risco desempenham um papel importante, mas podem falhar, como em 2007-2008, ao não assinalar problemas sérios nas operações realizadas, entre outros.

A disciplina dos fluxos financeiros internacionais permanece claramente como um tema não resolvido de forma satisfatória na agenda internacional.

Este capítulo completa a parte de teoria deste Manual. Tentamos apresentar a matéria de acordo com a

