

# Estratégias Periféricas Sessenta Anos Depois do Acordo de Bretton Woods<sup>1</sup>

André Moreira Cunha<sup>2</sup>

**Abstract:** After sixty years, the Breton Woods Agreement continues to be a reference for the debates concerning institutional organization of the international monetary system. This paper compares some features of the arrangements that have emerged in that context with the recent wave of institutional reforms in the international financial architecture. We explore some arguments suggesting that, in an instable financial environment, it is possible to envisage a strong rationality in strategies for emerging economies associated with a more active capital flows and exchange rate management. Apparently, those strategies are not dissimilar to the ones today's advanced countries had used in Bretton Woods Era.

**Key Words:** Bretton Woods Agreement, capital flows and exchange rate management, emerging economies.

**Resumo:** Depois de sessenta anos, o Acordo de Bretton Woods continua como uma referência nos debates sobre a organização institucional do sistema monetário internacional. Este trabalho compara algumas características dos arranjos que emergiram naquele contexto com a onda recente de reformas na arquitetura financeira internacional. São explorados alguns argumentos sugerindo que, em um ambiente instável financeiramente, é possível vislumbrar, para os mercados emergentes, uma forte racionalidade em estratégias que estejam associadas ao gerenciamento mais ativo dos fluxos financeiros e taxas de câmbio. Aparentemente, aquelas estratégias não são tão diferentes das usadas pelos países avançados na Era de Bretton Woods.

**Palavras-Chave:** Acordo de Bretton Woods, fluxos financeiros e taxas de câmbio, economias emergentes.

## Introdução

Desde o final da década de 60 do século XX, o debate acadêmico e político sobre os determinantes do desenvolvimento tem oscilado em torno da identificação de modelos ou estratégias melhor sucedidas na sua promoção. Em especial, passou-se a explorar a comparação da experiência dos países asiáticos com respeito aos demais países periféricos, inicialmente os latino-americanos e, mais recentemente, as economias em transição dos antigos regimes de planejamento central. Enquanto os primeiros conseguiram combinar, de forma sustentada no tempo, crescimento da renda, com uma relativa estabilidade macroeconômica e disseminação mais equitativa dos frutos do progresso entre os diversos segmentos sociais, gerando avanços consideráveis em indicadores de desenvolvimento humano (educação, expectativa de vida, acesso a serviços sociais básicos, etc.), os demais foram ficando para trás, em meio a crises econômicas recorrentes e instabilidade política e social.

Em 1997, a crise financeira que atingiu várias das economias mais dinâmicas da Ásia em Desenvolvimento<sup>3</sup> levantou uma série de suspeitas sobre as pretensas virtudes do que se costumava chamar de “modelo asiático”, normalmente associado aos casos do Japão, Coréia e Taiwan, onde havia a presença marcante da ação estatal na promoção de estratégias nacionais de desenvolvimento. Passou-se a utilizar a expressão *crony capitalism* para designar aquilo que se apontava ser um conjunto de relações espúrias entre o Estado e o setor privado, buscando-se reverter a visão positiva que se estabelecera na literatura<sup>4</sup> sobre as políticas industriais, comerciais e tecnológicas que envolviam uma vinculação estreita

<sup>1</sup> Título inspirado em Rodrik (2003), na tradição cepalina de Prebisch (1950, 1981) e Furtado (1961, 1974), e nos sessenta anos do Acordo de Bretton Woods, nos termos da análise de Dooley *et al* (2003, 2004). As citações em língua estrangeira são traduções livres do autor. Agradeço ao apoio de pesquisa do bolsista PIBIC-CNPQ, Henrique Renck. Versão: julho de 2004

<sup>2</sup> Professor do Departamento de Economia da UFRGS. Pesquisador do Núcleo de Estudos em Relações Internacionais. E-mail: amcunha@hotmail.com.

<sup>3</sup> Esse tem sido o termo empregado pelo FMI em suas publicações mais recentes, especialmente nos World Economic Outlook.

<sup>4</sup> Algo reconhecido pelo próprio Banco Mundial, para o caso de Japão, Coréia e Taiwan, em seu estudo clássico sobre a região (World Bank, 1993).

entre aqueles setores (Radalet & Sachs, 1998, 1998b, Stiglitz, 2002). É bem verdade que a generalização do “modelo asiático” não é uma expressão exata da experiência histórica recente na região, onde as economias retardatárias, como Malásia, Indonésia, Tailândia, Filipinas, entre outras, estavam distantes de reproduzir elementos centrais do sucesso dos países mais avançados, como a existência de burocracias meritocráticas relativamente isoladas de pressões políticas espúrias (World Bank, 1993, Jomo, 1996, Sen, 1996, Pincus & Ramli, 1998)

Nos anos que se seguiram à crise financeira, a surpreendente recuperação da região e o dinamismo apresentado por China e Índia, fizeram com que os olhares dos especialistas se mantivessem fixos em direção ao oriente. Até porque, eram cada vez mais fortes os sinais de que o ciclo recente de liberalização econômica, especialmente em sua dimensão financeira, não fora capaz de gerar um processo mais equilibrado de crescimento na periferia capitalista. Pelo contrário, as evidências empíricas sugeriam que a globalização financeira, com suas promessas de crescimento, havia redundado apenas em mais instabilidade, conforme indicam estudos recentes realizados no FMI (IMF, 2001, Edison *et al.*, 2002 e Prasad *et al.*, 2003). Mais uma vez, o desempenho dos países periféricos mostrava-se desigual. Na Ásia em Desenvolvimento, mesmo com a crise de 1997, logrou-se sustentar um ritmo superior de crescimento, com diversos países utilizando estratégias macroeconômicas pouco alinhadas às sugestões que emanam de Washington e Wall-Street. Pelo contrário, ao reproduzir um padrão de gestão dos fluxos financeiros, do câmbio e das reservas oficiais, por alguns considerado do tipo “mercantilista”<sup>5</sup> (Goldstein, 2003, Bergsten, 2004, Eichengreen, 2004) e, por outros, uma reprodução do espírito de “Bretton Woods” (Dooley *et al.*, 2003 e 2004), alguns países asiáticos deram claros sinais de que não estavam dispostos a aceitar, passivamente, a internalização dos ciclos financeiros *feast or famine*<sup>6</sup> que presidem a dinâmica recente das finanças globalizadas e desregulamentadas.

Nesse contexto, o presente trabalho parte das observações de Dooley *et al.* (2003, 2004) acerca da racionalidade daquilo que será denominado de agora em diante de “estratégia asiática”, e que implica a busca de se preservar graus de liberdade para gestão macroeconômica em um ambiente de volatilidade financeira. Segundo aqueles autores tal estratégia reproduziria a experiência de muitos países centrais no período de vigência do Acordo de Bretton Woods. Tendo por referência os sessenta anos de sua celebração, procura-se pontuar as semelhanças e diferenças entre dois momentos históricos de busca de ordenação das relações econômicas internacionais: a construção do ambiente institucional do pós-guerra e a tentativa de enfrentamento das crises financeiras da década de 90. Assim, mais do que um retorno ao relevante tema dos modelos alternativos de desenvolvimento, o que remeteria a uma discussão mais estrutural, pretende-se aqui verificar os elementos principais do ajuste das estratégias dos países asiáticos no período que se seguiu à crise de 1997. Enfatiza-se a noção de que há tensão permanente entre a tendência à internacionalização das relações econômicas – o que reduz as margens de manobra para o exercício de políticas econômicas soberanas, porque voltadas ao atendimento de objetivos determinados por “centros nacionais de decisão” – e a busca de se ganhar novamente certa autonomia, em um ambiente externo instável, dominado por uma nova ordem financeira internacional de recorte liberal. Compara-se a trajetória asiática com a latino-americana para o período recente de crises financeiras e reformas na arquitetura financeira internacional.

Além desta introdução, os argumentos estão organizados da seguinte forma. Parte-se de um retorno ao período do Acordo de Bretton Woods, para lembrar que os países centrais utilizaram, quando lhes era conveniente, estratégias semelhantes às aquelas agora empregadas pelos asiáticos. A seguir são avaliadas as características mais marcantes do ciclo recente de expansão e contração das finanças

---

<sup>5</sup> A revista *The Economist* tem cunhado de “mercantilista” a estratégia de muitos países asiáticos de acumular reservas oficiais, especialmente em ativos denominados em dólares norte-americanos, como contra-partida dos seus superávits comerciais, recentemente potencializados por moedas que, para muitos analistas, estariam artificialmente depreciadas. Ver, por exemplo: “Fear of Floating”, 10/07/2003, “Oriental mercantilists”, 18/09/2003; “Let the dollar drop”, 05/02/2004.

<sup>6</sup> Desde IMF (2003, apêndice do capítulo III), o Fundo tem utilizado a expressão “*feast or famine*” para designar os cada vez mais curtos ciclos de expansão e contração da liquidez financeira internacional. As fases “*feast*” determinam a entrada maciça de recursos na periferia. As fases “*famine*” caracterizam-se por uma menor propensão dos investidores a correr riscos e comprar ativos nos mercados emergentes. Nos dois casos, nem sempre há uma correlação estreita entre as decisões de investimento/desinvestimento e os fundamentos econômicos dos emergentes. Tendem a predominar “manias especulativas”, nos moldes da análise clássica de Kindleberger (2000).

internacionais, com ênfase para a tentativa de se adaptar as instituições que governam as relações entre os diversos atores privados e oficiais, no que se convencionou denominar de reformas na arquitetura financeira internacional (AFI, de agora em diante). Ressalta-se o caráter conservador destas. Por fim, são analisadas as estratégias periféricas de adaptação frente à nova ordem financeira internacional, com ênfase na comparação entre Ásia e América Latina. Seguem algumas considerações finais, onde são resgatados os aspectos centrais dessa aparente “estratégia asiática”.

## 2. Estratégias Periféricas no Passado Recente: Ecos de Bretton Woods

Há sessenta anos celebrou-se o Acordo de Bretton Woods, que deu vida ao que muitos consideram o mais bem-sucedido arranjo institucional das finanças internacionais dos últimos 150 anos. Em suas duas décadas e meia de funcionamento foi possível recuperar os fluxos de comércio sob bases multilaterais, reconstruir a Europa e o Japão, avançar na industrialização periférica e consolidar uma nova visão de complementaridade entre as ações dos estados nacionais e dos mercados. Considerando-se o desempenho macroeconômico, a “idade de ouro” das décadas de 50 e 60 testemunhou taxas recordes de crescimento da renda, com a manutenção de uma relativa estabilidade, tanto nas economias centrais, quanto em parcela significativa da periferia. Entre 1950 e 1973, o PIB *per capita* mundial cresceu 2,9% ao ano, mais do que o dobro dos cerca de 1,3% ao ano de crescimento nos períodos 1870-1913 e 1973-1998. Já as exportações expandiram-se ao ritmo anual médio de 7,9%, contra os 3,4% do período do padrão ouro e os 5,1% do último quartel do século XX (Maddison, 2001).

Na Europa Ocidental, a taxa de desemprego média, entre 1950 e 1973, foi de 2,6% ao ano, passando para 6% nos anos 70, 9% na década de 80, atingindo 11% entre 1994 e 1998. Na América do Norte e no Japão, também houve uma aceleração do desemprego no mesmo período. A inflação manteve-se entre 3% (média da América do Norte) e 5% (média japonesa) nos países industrializados no período do Acordo, acelerando nos anos 70 e recuando nas décadas seguintes – para níveis médios na casa de 2% ao ano nas economias avançadas. Por fim, a produtividade do trabalho cresceu duas vezes mais nas décadas que se seguiram ao final da Segunda Grande Guerra do que no último quartel do século XX. Este desempenho superior também pode ser verificado em um recorte regional, especialmente se tomarmos o caso das economias latino-americanas, e mesmo entre as asiáticas, que também experimentaram um *boom* no final do século XX (Maddison, 2001).

Há controvérsias na literatura sobre em que medida as instituições que emergiram do Acordo contribuíram para aquele desempenho ou se, ao contrário, beneficiaram-se dele. No mínimo pode-se dizer que o maior ativismo oficial associado às restrições na livre mobilidade de capitais foram aspectos marcantes do período. E, mais, que se eles não contribuíram, com certeza não impediram o período de maior crescimento (com estabilidade macroeconômica e avanços no plano social) verificado na economia internacional nos últimos dois séculos<sup>7</sup>. Ainda assim, desequilíbrios genéticos decretaram, no início dos anos 70, a ruptura de um dos fundamentos daquele “sistema”, qual seja, o regime de taxas de câmbio fixas porém ajustáveis. Conforme o alerta de Triffin (1960)<sup>8</sup>, o sucesso do dólar como divisa-chave em um contexto de crescimento da renda e do comércio sob bases multilaterais, explicitou o dilema entre a preservação da paridade dólar-ouro e as necessidades domésticas de manutenção de políticas expansionistas nos EUA. Diante de tal tensão, e com uma base institucional frágil na ausência de uma instituição internacional provida de mandato e instrumentos capazes de regular a liquidez, o regime cambial centrado no padrão dólar-ouro acabou sucumbindo (Isard, 1995, Eichengreen, 1996). As décadas que se seguiram foram marcadas por um aprofundamento da integração internacional, especialmente em sua dimensão financeira, e, também, pela emergência de um ambiente econômico sensivelmente propenso à ocorrência de crises financeiras.

---

<sup>7</sup> Davidson (2002) e Dooley *et al.* (2003) colocam as instituições do sistema Bretton Woods (SBW) no centro explicativo do sucesso da “idade de ouro”. Eichengreen (1996), Bordo *et al.* (1999) e Bordo & Flandreau (2001) são mais céticos a esse respeito. Em todos os trabalhos há referências de outros estudos que corroboram as visões dos respectivos autores.

<sup>8</sup> Que ficou consagrado na literatura como sendo o “Dilema de Triffin”.

Há pelo menos três questões centrais que permeiam um “sistema” monetário-financeiro em âmbito internacional<sup>9</sup>: (i) o intercâmbio de bens e serviços determina a necessidade do estabelecimento de mecanismos que permitam a liquidação de contratos (pagamentos) e a compensação de posições credoras e devedoras entre os agentes econômicos, tanto privados quanto oficiais; (ii) além disso, podem emergir posições superavitárias e deficitárias nos diversos países, o que gera variações nas reservas internacionais e/ou nas taxas de câmbio; e (iii) como corolário dos anteriores, cria-se a necessidade de se estabelecer parâmetros que definam o valor relativo das distintas moedas nacionais, bem como a possibilidade de equacionamento dos “desequilíbrios” nos pagamentos. A análise da evolução da economia internacional nos últimos dois séculos sugere que houve pelo menos dois momentos de estruturação de algo que se poderia chamar de um “sistema monetário internacional”: o padrão ouro e o Sistema Bretton Woods (SBW, de agora em diante).

No auge da *Pax* Britânica, entre o último quartel do século XIX e a primeira guerra mundial (Iª GGM), o assim-chamado padrão ouro estava alicerçado em um conjunto de convenções que teria permitido a expansão do comércio e das finanças em uma ordem política liberal. Em seu núcleo estava a fixação em ouro do valor das moedas nacionais, o que criava, automaticamente, um regime cambial extremamente estável entre aquelas. O compromisso das Autoridades Monetárias (A.M.s) em manter suas moedas conversíveis gerava um certo tipo de orientação na gestão das contas públicas – com a primazia da noção do “orçamento equilibrado” – e externas – o “ajuste automático” do balanço de pagamentos por meio da ligação estreita entre a variação das reservas em ouro e a liquidez doméstica. Apesar das evidências (Eichengreen, 1996) tenderem a confirmar a observação de Keynes de que as A.M.s procuravam burlar as “regras do jogo” do ajuste automático subjacente ao padrão ouro<sup>10</sup> – quer porque queriam evitar qualquer perda de reservas em ouro (países superavitários) ou minimizar os impactos deflacionários de reduções efetivas nas reservas (países deficitários) –, é razoável considerar que sob a “hegemonia do ouro” houve um aprofundamento da integração econômica internacional naquele período<sup>11</sup>. Mais importante do que o pretense automatismo dos ajustes sob o padrão ouro, deve-se destacar alguns fatores institucionais ou “convenções” que teriam permitido a manutenção da estabilidade e do crescimento nos fluxos internacionais de mercadorias e fatores de produção, quais sejam: (i) a crença de que as A.M.s, mesmo que burlassem eventualmente as “regras do jogo” no curto prazo, iriam bancar a conversibilidade das moedas no longo prazo; (ii) a existência de cooperação entre os principais países avançados, especialmente na Europa, em um período de relativa estabilidade no plano político-militar; e (iii) o papel estabilizador cíclico da Inglaterra, que ao exportar capitais para a periferia e absorver grandes quantidades de matéria-prima importada de outros países, garantia a liquidez internacional em moeda forte<sup>12</sup> (Isard, 1995, Eichengreen, 1996).

O sistema internacional de pagamentos/compensações gravitava em torno do poder da City londrina, de suas casas bancárias e, principalmente, da política de redesconto do Banco da Inglaterra. A estabilidade cambial permitiu o avanço comercial dos países centrais. Todavia, o padrão ouro não eliminou a existência de posições superavitárias e deficitárias estruturais, nem permitiu um padrão global mais equilibrado para o ajuste dos balanços de pagamentos. Em especial, os ajustes deflacionários dos países devedores foram se tornando cada vez mais custosos em sociedades onde a industrialização e a urbanização estavam alterando as relações de força entre o capital e o trabalho. As duas décadas que se seguiram a Iª GGM testemunharam o desmoronamento da ordem liberal da *Pax* Britânica. As tentativas

<sup>9</sup> Parte-se da observação de Robert Solomon (1999), que por três décadas trabalhou na área internacional do FED, chegando à posição de economista-chefe. O mesmo espírito pode ser encontrado em Eichengreen (1996) e Bordo & Flandreau (2001).

<sup>10</sup> Pelas “regras do jogo”, a taxa de redesconto do Banco da Inglaterra (bom como de outras A.M.s) deveria acompanhar os movimentos de variações das reservas em ouro, o que nem sempre ocorria no curto prazo (Eichengreen, 1996, cap. 1).

<sup>11</sup> O Banco Mundial estimou em 3,4% a.a. o crescimento médio anual do comércio, e em 2,7% do produto na economia internacional entre 1888 e 1913. Os déficits em transações correntes atingiram cerca de 3,8% do PIB em média, nos principais mercados emergentes. Tal indicador seria uma *proxy* dos fluxos financeiros, tendo atingido então um nível comparável ao do último quartel do século XX. O principal investidor internacional, a Inglaterra, chegou a exportar quase 10% do PIB ao ano, em anos próximos à Primeira Guerra. Em 1913, 1/3 dos seus ativos estavam no exterior. França e Alemanha, tinham níveis de investimento ao redor de 50% dos britânicos. Além disso, o Banco Mundial destacou uma série de trabalhos empíricos onde os indicadores de integração financeira como correlações entre poupança e investimento, cálculos da paridade coberta de juros e medidas de mobilidade de capital eram são maiores (ou semelhantes) nos períodos dos finais dos séculos XIX e XX (World Bank, 2000:121)

<sup>12</sup> Em seu estudo seminal, no final dos anos 1940, Prebisch já havia nos alertado para tais pontos.

frustradas de retorno ao padrão ouro esbarraram na crescente instabilidade política, econômica e social, agravada com a crise de 1929. As políticas de desvalorizações competitivas e o protecionismo comercial geraram um recuo no processo de integração econômica internacional e contribuíram para a emergência de regimes políticos que negavam os valores das democracias liberais (Helleiner, 1994, Eichengreen, 1996, Bordo *et al.*, 1999, World Bank, 2000, 2001).

A desconfiança nas propriedades auto-reguladoras dos mercados e a força das idéias de planejamento e intervenção do Estado na economia – legitimadas pela crise liberal e pelo sucesso das experiências soviética, do New Deal e do esforço de guerra – foram moldando o ambiente intelectual e político que deu luz ao Acordo de Bretton Woods<sup>13</sup>. Dele emergiu um segundo sistema que procurou combinar a estabilidade propiciada pelo regime de câmbio fixo do padrão ouro, com a flexibilidade requerida por governos nacionais que passaram a assumir como dever a manutenção do pleno emprego, o que gerava a necessidade de maior autonomia na condução dos instrumentos de política econômica. Ademais, com a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) pretendeu-se estabilizar os processos de ajuste das contas externas, de modo a não se retornar às políticas de desvalorizações competitivas e protecionismo comercial.

Em uma primeira aproximação é possível afirmar-se que o SBW representou uma negação de pelos menos três dos fundamentos que sustentaram a ordem liberal do padrão ouro<sup>14</sup>: (i) o câmbio fixo tornou-se “ajustável”; (ii) limitou-se fortemente a livre conversibilidade da conta capital e, na prática dos anos de “escassez de dólares” do imediato pós-guerra, foram toleradas restrições na conta corrente<sup>15</sup>; (iii) foi criada uma instituição multilateral, o FMI, com mandato para monitorar as economias dos países-membro, atuando, também, como fonte oficial de liquidez para economias com dificuldades para fechar o balanço de pagamentos. A solução do câmbio fixo “porém ajustável” nasceu de uma síntese entre a posição norte-americana que enfatizava a “volta ao ouro”, no sentido da existência de um mecanismo estreito de fixação do valor relativo das moedas domésticas, e a visão britânica, contrária ao retorno dos ajustes deflacionários (Mikesell, 1996, Skidelsky, 1999 e 2000, Boughton, 2002).

Entre a instabilidade dos anos do entre guerras e a rigidez do padrão ouro, atingiu-se um meio termo, onde os países signatários do Acordo teriam o direito de ampliar a margem de flutuação de suas moedas frente ao dólar (cujo valor em ouro estava fixado) sempre que ocorresse algum “desequilíbrio fundamental” nas contas externas<sup>16</sup>. Como se sabe, as principais moedas européias tiveram desvalorizações superiores a 30% nos anos do imediato pós-guerra, em função da grave escassez de dólares. Somente a partir de 1958, é que elas tornaram-se conversíveis nos termos estipulados nos atos constitutivos do Fundo. Aquela “flexibilidade” foi planejada para garantir um mecanismo adicional de ajuste do balanço de pagamentos. Complementavam tal arquitetura os controles de capitais, “... concebidos de maneira a evitar a ameaça em que se constituíam os fluxos de capitais voláteis, do tipo que se revelou desestabilizador nas duas décadas entre as guerras.” (Eichengreen, 1996:132) e o FMI, com recursos financeiros e mandato para penalizar países cujas políticas pudessem comprometer a estabilidade do sistema.

Em sua origem, o Acordo foi marcado tensões que emergiram do confronto entre as propostas norte-americana e inglesa. Keynes tentou reproduzir, no plano internacional, uma arquitetura institucional que traduzisse suas preocupações em limitar o poder desestabilizador das finanças privadas (Skidelsky, 1999 e 2000). No núcleo de sua proposta estava a criação de um Banco Central (*Clearing Union*) capaz de emitir e gerir uma moeda internacional (*bancor*). Caberia a tal instituição o papel de regular a liquidez internacional, de modo a estabilizar os padrões de pagamento, minimizando o risco de

<sup>13</sup> Da vasta bibliografia sobre este tema, trabalhou-se aqui com as seguintes referências: Triffin (1960), Block (1977), Van Dormael (1978), De Cecco (1979), Eichengreen (1996), Helleiner (1994), Mikesell (1996), Lastra (2000), Skidelsky (1999 e 2000) e Boughton (2002).

<sup>14</sup> Esta perspectiva é sustentada por Eichengreen (1996, capítulo 4) e encontra amplo respaldo nos trabalhos citados na nota anterior.

<sup>15</sup> “De fato, na década de 50, antes de o Sistema de Bretton Woods entrar em pleno funcionamento, os países que registravam persistentes déficits em seus balanços de pagamento e quedas na reservas tornaram mais rigorosos não apenas os controles de capital como também restrições cambiais e exigência de obtenção de licenças de importação ... Essas restrições sobre as transações em conta corrente não teriam sido eficazes sem a simultânea manutenção dos controles de capital” (Eichengreen, 1996:113).

<sup>16</sup> Como lembram Eichengreen (1996) e Mikesell (1996) – um dos representantes dos EUA nas negociações do Acordo – tais “desequilíbrios fundamentais” nunca foram definidos claramente.

desvalorizações/valorizações excessivas das moedas domésticas. Tal “estabilizador automático” ampliaria os graus de liberdade dos governos nacionais em realizar as políticas anticíclicas necessárias para a manutenção do pleno emprego e, assim, da estabilidade social e política, nos marcos de democracias liberais e economias de mercado. Em oposição à proposta inglesa, o Tesouro dos EUA defendeu um modelo reduzido, no qual o dólar manteve sua posição de divisa-chave. Aparentemente, os EUA não estavam dispostos a abrir mão de sua autonomia decisória em nome de um arranjo burocrático global, por mais atraente que fosse a racionalidade associada à idéia de um efetivo “prestamista em última instância” atuando na esfera internacional (Keynes, 1943, 1944, Davidson, 1992, Ferrari Filho, 1999).

Há pelo menos três diferenças marcantes entre as propostas de White e Keynes. White desejava um FMI muito mais limitado do que Keynes, tanto no escopo de suas ações, quanto no montante de recursos disponíveis e limites de concessão. Além disso, o representante norte-americano queria que os recursos disponibilizados por aquela instituição estivessem fundados em moedas nacionais (e ouro) e fossem acessíveis com os filtros das condicionalidades. Não era aceitável a idéia de uma moeda internacional de oferta elástica, com proposto por Keynes. Assim, enquanto o plano original de Keynes previa que as quotas do FMI deveriam equivaler a 75% do comércio internacional do imediato pré-guerra, o que equivalia a US\$ 38 bilhões. O acesso dos países a tais fundos deveria ser limitado a algo entre 25% e 50% da quota (ou cerca de US\$ 18 bilhões). Já White propôs um acesso de 100% de uma quota muito menor, de US 5 bilhões. Após aceitar um maior acesso à quota, Keynes projetou um novo valor mínimo de recursos para o Fundo, de US\$ 12 bilhões, que deveria ser aumentado anualmente no ritmo do crescimento do comércio internacional. Em sua versão final, o Acordo gerou um fundo de US\$ 8,8 bilhões, um pouco acima da sugestão original de White, mas muito abaixo da de Keynes. Considerando-se valores equivalentes para o ano 2000, o Fundo de White seria de US\$ 400 bilhões, o de Keynes de US\$ 1,5 trilhão e o efetivamente acordado de US\$ 700 bilhões (Boughthon, 2002). De fato, em 2000, os recursos do FMI eram de US\$ 300 bilhões, ou seja, não acompanharam o crescimento do comércio mundial.

Um terceiro elemento, destacado por Boughthon (2002) está no fato de que White desejava um FMI mais multilateral (ainda que com os EUA tendo, de fato, poder de veto sobre todas as decisões relevantes), enquanto o economista britânico desejava um maior poder dos Estados fundadores, especialmente EUA e GB. Aquele autor sugere que a postura de Keynes, neste e em outros aspectos, refletiria seu desejo de recolocar a GB em uma posição de centralidade na nova ordem internacional. A inteligência britânica e a “força” norte-americana deveriam conduzir a economia internacional para uma nova fase de crescimento com estabilidade. Além disso, haveria uma oposição direta entre o desejo britânico de manter vantagens no comércio com as ex-colônias e o interesse dos EUA em tornar o comércio efetivamente multilateral. Como sugere o título da terceira parte da biografia de Skidelsky (2000), Keynes estava “lutando pela Bretanha”, no sentido de buscar preservar seus espaços de autonomia na esfera internacional, diante da realidade do seu enfraquecimento econômico e político.

Por fim, deve-se lembrar que White e Keynes compartilhavam uma certa simpatia pela adoção de restrições à livre mobilidade de capitais, o que significava a busca de maior autonomia no exercício das políticas macroeconômicas domésticas. É fato que as pressões do setor financeiro norte-americano fizeram com que White reduzisse sua defesa dos controles de capitais. Como o setor privado, ele passou a sustentar que os controles deveriam ser encarados como instrumentos de utilização limitada e ocasional (Boughthon, 2002). Todavia, para Keynes, tais controles seriam fundamentais para a estabilidade da arquitetura financeira do pós-guerra. O fato é que em sua versão final, o Acordo traduziu muito mais as intenções dos EUA, com concessões marginais ao Plano Keynes.

### **3. O Retorno das Finanças Globalizadas e Desregulamentadas**

O retorno a uma ordem liberal nas finanças internacionais foi marcado pela recorrência de episódios de crises financeiras<sup>17</sup> (Helleiner, 1994, Strange, 1998, Solomon, 1999, Eatwell & Taylor, 2000). Recentemente, depois do *boom* de afluxo de capitais privados para os mercados emergentes, entre a segunda metade dos anos 80 e meados da década de 90, a crise asiática (1997-1998) inaugurou uma fase de menor liquidez e maior instabilidade<sup>18</sup>. O que poderia ter sido um episódio isolado, mostrou-se como um evento definidor de um novo momento. Depois da crise asiática, o mundo foi abalado pela crise russa e a falência de um importante fundo *hedge* norte-americano – o *Long Term Capital Management* –, em 1998, a crise cambial brasileira de 1999, e as crises da Argentina e Turquia, além de uma série de episódios de menor visibilidade fora dos meios especializados, com destaque para a crise no pagamento dos *Brady bonds* do Equador, a instabilidade na Ucrânia, Paquistão e Venezuela. Tais eventos deram margem a questionamentos sobre a capacidade dos arranjos institucionais vigentes em dar suporte ao processo de globalização. Em especial, passou-se a criticar o papel das instituições herdadas do acordo de Bretton Woods.

Há evidências crescentes de que a liberalização financeira tem estado no centro desta instabilidade, confirmando os temores da geração de reformadores do entre-guerras, os arquitetos do SBW. A literatura recente tem destacado que a expansão doméstica do crédito associada à liberalização financeira (interna e externa) está na origem dos *booms* nos mercados reais e financeiros. Gera-se um ambiente onde a apreciação da taxa de câmbio, a inflação no preço dos ativos financeiros e a fragilização externa – com a deterioração dos saldos em conta corrente, e redução na liquidez (ampliação da relação entre passivos e ativos externos e encurtamento das posições passivas) – podem somar-se a fatores endógenos (especialmente de origem fiscal) e exógenos (como um aumento na taxa de juros internacionais) na precipitação das crises<sup>19</sup>.

Com a retração na entrada autônoma de capitais privados nos países em desenvolvimento, o aumento da instabilidade financeira, expresso em recorrentes crises, e o questionamento sobre os pretensos vínculos automáticos entre liberalização da conta capital e crescimento econômico, o *establishment* oficial passou a demonstrar uma maior cautela na exposição dos custos e benefícios da liberalização financeira<sup>20</sup>. É importante lembrar que no final dos anos 1980, início dos anos 90, vigorou um grande otimismo acerca da globalização financeira, postura reforçada pela pressão norte-americana em torno da abertura da conta capital em vários países em desenvolvimento. O alerta de *experts* acadêmicos acerca da necessidade do estabelecimento de uma seqüência apropriada para abertura financeira foi relegado a um plano secundário (Edwards, 1995, 2002). Depois da crise mexicana e, fundamentalmente, da crise asiática, temas como a seqüência da abertura da conta capital e regulação prudencial dos sistemas financeiros domésticos voltaram à ordem do dia. A posição dos relatórios oficiais do FMI e Banco Mundial foi refletindo esta nova perspectiva.

Desde dentro do *mainstream* da academia, algumas vozes se levantaram com mais vigor na crítica aos pretensos vínculos automáticos entre liberalização financeira e expansão do lado real da economia. Rodrik (1998, 2000 e 2003) foi um dos primeiros a alertar que, no ciclo recente de globalização, a abertura financeira não estaria associada a um maior crescimento da renda. Além disso, esse autor criticou os desequilíbrios entre os custos institucionais da promoção de reformas liberalizantes e os resultados

<sup>17</sup> O FMI (1998) identificou, para o período 1975-97, 158 episódios de crises cambiais e 54 de crises bancárias, que atingiram com mais freqüência os países em desenvolvimento, mas que não pouparam as economias centrais. Com uma amostra de 22 países industrializados e 31 países em desenvolvimento (EUA e Alemanha foram excluídos) verificou-se que, nos casos mais graves, os custos fiscais associados às crises oscilaram entre 30% e 40% do PIB. A perda de renda, calculada pela diferença entre a linha de tendência do produto e seu resultado após a crise, foi em média de 4,25% (sendo maior nos países em desenvolvimento).

<sup>18</sup> A entrada líquida de capital privado nos países em desenvolvimento atingiu seu auge em 1996, com US\$ 233 bilhões. Com a crescente instabilidade internacional, aquele montante atingiu seu menor valor absoluto desde a crise da dívida dos anos 80: US\$ 8,9 bilhões em 2000. Esta queda deve ser atribuída à forte retração nos créditos bancários e nos fluxos de investimentos em portfólio, muito mais voláteis do que o investimento direto externo (IDE). Em termos relativos, o ano de 1996 marcou o pico da entrada líquida de capitais nos emergentes: 3,5% do PIB conjunto destes países. A partir da crise asiática, este indicador caiu para níveis tão baixos quanto os verificados no período da crise da dívida dos anos 80. Cálculos do autor a partir da base de dados do FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)) – World Economic Outlook, outubro de 2001.

<sup>19</sup> Ver, dentre outros, Kaminsky *et al.* (1998), Demirgüç-kunt & Detragiache (1998), IMF (1998, 2000, 2001), Aziz *et al.* (2000), Edison *et al.* (2002), e Prasad *et al.* (2003).

<sup>20</sup> Para uma síntese ver, dentre outros, Fendt & Lins (2002) e Ocampo (2003).

efetivos em termos de desenvolvimento (Rodrik, 2001), especialmente quando se considera que os países que não seguiram a agenda de reformas liberais emanadas de Washington e Wall Street mostraram-se os mais bem sucedidos em termos de crescimento (Rodrik, 2003). Radalet & Sachs (1998), Furman & Stiglitz (1999) e Stiglitz (2002) questionaram a assimetria de resultados no processo de globalização e a “imparcialidade” do FMI na condução da gestão “política” das crises financeiras.

Em estudos recentes realizados no âmbito do próprio FMI tem se reforçado tal posição mais cautelosa quanto aos impactos potenciais dos fluxos de capitais nos países em desenvolvimento. Ao relacionar medidas de abertura financeira<sup>21</sup> com indicadores de desenvolvimento econômico e dos mercados financeiros domésticos, constatou-se a existência de uma “... fraca relação entre crescimento e liberalização da conta capital e, como em outros estudos, tem dificuldade de encontrar relações significativas [entre crescimento e liberalização].”(IMF, 2001:143). Por outro lado, identificou-se um efeito positivo sobre os investimentos e o desenvolvimento do setor financeiro. Os resultados do Fundo também apontaram para a existência de custos não desprezíveis associados à liberalização, em termos de aumento da instabilidade. A ampliação da liberalização da conta capital em muitos países em desenvolvimento teria vindo acompanhada de um aumento na volatilidade dos fluxos líquidos de capital e redução no crescimento econômico.

Buscou-se a explicação para a fraca ligação entre crescimento e liberalização financeira nas falhas institucionais dos países receptores de capital. Quanto mais frágeis as instituições domésticas, especialmente de regulação dos mercados financeiros, maiores os custos potenciais da abertura frente aos benefícios potenciais. Na seqüência desse trabalho, dois estudos mais amplos (Edison *et al.*, 2002 e Prasad *et al.*, 2003) também não encontraram vínculos sólidos entre a liberalização financeira e o crescimento dos países em desenvolvimento. Em especial, Prasad *et al.*(2003) realizaram uma extensa revisão da literatura<sup>22</sup> e um estudo sistemático de 76 países industrializados e em desenvolvimento para o período 1960-1999. Encontram divergências significativas entre as promessas dos modelos teóricos convencionais e realidade alcançada pelos países em desenvolvimento.

A teoria apontaria diversos canais (diretos e indiretos) pelos quais a integração financeira poderia estimular o crescimento. Os fluxos de capitais teriam vários benefícios diretos. Ampliariam a poupança mobilizável pelos países em desenvolvimento e a taxa de retorno (ajustada ao risco) para os provedores do capital, os países industrializados. Permitiriam, ainda, a transferência de tecnologia, a pulverização do risco com resultados mais eficientes em termos de alocação de recursos e, por fim, o desenvolvimento dos mercados financeiros nos países receptores. Os efeitos indiretos estariam associados à promoção da especialização produtiva, via investimento direto externo, e a indução à adoção de políticas econômicas e instituições mais “saudáveis”, na medida em que tais elementos passaram a ter um peso crescente na decisão de alocação de recursos dos investidores. Em conjunto, tais efeitos diretos e indiretos sustentariam a expectativa de que uma maior integração financeira poderia promover um maior crescimento.

Todavia, as evidências empíricas levantadas e a revisão da literatura sugerem uma conclusão distinta. Não foi possível provar a existência de um vínculo estreito entre abertura financeira e crescimento e, o que é pior, tal abertura geraria maior instabilidade doméstica: “(...) o exame sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre o grau de integração financeira e o desempenho em termos de crescimento econômico. Na perspectiva da estabilidade macroeconômica, o consumo é tido como uma melhor medida do que o produto; então, flutuações no

---

<sup>21</sup> Foram utilizadas duas *proxys*: (i) uma medida de caráter qualitativo, baseada na existência ou não de regras restritivas à livre mobilidade de capitais, nos termos reportados pelo “Relatório Anual de Arranjos e Restrições Cambiais”, do próprio Fundo; e (ii) uma segunda medida, quantitativa, dada pela soma dos estoques de ativos e passivos financeiros sobre o PIB, em uma analogia ao indicador de abertura comercial (exportações mais importações sobre o PIB). Neste sentido, um país qualitativamente “fechado”, por apresentar restrições à livre mobilidade de capitais pode ser “aberto” pelo indicador quantitativo, como no caso da China.

<sup>22</sup> Os autores destacam que dos 14 estudos mais recentes que procuraram avaliar as ligações entre liberalização financeira e crescimento, e que utilizaram os mais variados métodos estatísticos, somente três sinalizaram alguma relação positiva. Em seu próprio estudo, Prasad *et al.* (2003) procuram associar indicadores de abertura financeira (estoques de ativos e passivos financeiros com respeito à renda) com indicadores de crescimento, utilizando diversas variáveis de controle, usuais em estudos de crescimento econômico (escolaridade, qualidade das instituições, nível inicial de renda, etc.). Em todas as regressões os resultados foram considerados decepcionantes.

consumo são percebidas como tendo um impacto negativo no bem-estar econômico. Há pouca evidência de que a integração financeira tenha auxiliado os países em desenvolvimento a melhor estabilizar as flutuações no crescimento do consumo, em que pesem os amplos benefícios que, teoricamente, os países em desenvolvimento poderiam obter neste aspecto.” (Prasad *et al.*, 2003: 6)<sup>23</sup>. No plano normativo, os autores reforçam o mantra da homogeneização institucional, onde os países com instituições e políticas transparentes e alinhadas às melhores práticas internacionais teriam condições de explorar os benefícios potenciais da integração financeira<sup>24</sup>. Ainda assim, diante da fragilidade das evidências, o otimismo com voluntarismo de mercado (potencializado por pressões políticas vindas de Washington) do início dos anos 90, foi agora reduzido à constatação de que a “integração financeira deve se abordar de forma cautelosa, com boas instituições e arcabouços macroeconômicos vistos como importantes ...” (p.5). E mais, que o tratamento destes aspectos institucionais deveria ser adequado às especificidades de cada país.

Em analogia à crise da ordem liberal anterior à constituição do SBW, pôde-se notar um movimento de intenso debate nos meios acadêmico, oficial e privado em torno do que se convencionou chamar de reformas na “arquitetura financeira internacional” (AFI). Em certos momentos, a sensação foi de que o capitalismo da era pós-queda do Muro de Berlim estaria seriamente ameaçado de retornar a um período de fragilidade semelhante ao da crise dos anos 30, quando a economia real desmoronou sob o peso da derrocada das finanças<sup>25</sup>. Em um primeiro momento, o *establishment* oficial e privado, com o suporte analítico dos modelos teóricos de crises financeiras, adiantou-se em localizar a origem da instabilidade nas fragilidades dos países devedores, o que está refletido nos estudos do FMI citados anteriormente. Ao analisar a crise asiática, Greenspan (1997) adiantou a senha que estaria no núcleo das propostas conservadoras de reformas da AFI, qual seja: os mercados financeiros internacionais, em um ambiente de crescente globalização, seriam tão mais fortes quanto seus elos mais fracos. Se tais elos, os mercados emergentes, padecessem de políticas domésticas inconsistentes e instituições frágeis, poderiam contaminar o “núcleo do sistema”, os elos fortes, dada a diversificação dos (cada vez maiores) portfólios de seus investidores privados e institucionais. Ao invés de se questionar a continuidade da ordem liberal nas finanças globalizadas e desregulamentadas, haveria de se buscar fortalecer os elos frágeis da corrente.

Nestes termos, caberia ao FMI, Banco Mundial, BIS, ao recém criado “Fórum de Estabilidade Financeira”, dentre outros fóruns multilaterais (controlados pelo G7 e, em especial, pelos EUA) concentrar os esforços de “supervisão” do sistema, através da identificação de parâmetros de bom funcionamento dos mercados financeiros, de sua regulação prudencial pelas Autoridades Monetárias, de gestão fiscal, de transparência nas informações micro e macroeconômicas, de governança corporativa, etc. Deve-se recordar aqui, que em meio às recorrentes crises e subseqüentes mega-pacotes de socorro, o FMI foi fortemente questionado quanto à eficácia de suas políticas, bem como por criar risco moral sistêmico, na medida em que seus mega-pacotes de socorro induziriam os investidores internacionais a acreditarem que sempre seriam resgatados em caso de crises de liquidez (Meltzer, 2000 e Goldstein, 2001). Sem mandato e recursos financeiros para atuar como um efetivo “prestamista em última instância” e, principalmente, sem suporte político dos seus acionistas majoritários para fazê-lo<sup>26</sup>, o Fundo passou a reforçar o seu papel estatutário de monitoramento e supervisão dos países-membro em dificuldades financeiras (Krueger, 2003).

Tal agenda conservadora de reformas na AFI foi sendo apontada como insuficiente por *experts* da academia, do próprio mercado financeiro e de órgãos multilaterais não diretamente submetidos aos

---

<sup>23</sup> Em síntese, “... enquanto não há provas nos dados de que a globalização financeira tenha beneficiado o crescimento, há evidências de que alguns países possam ter experimentado como resultado uma maior volatilidade do consumo.” (Prasad *et al.*, 2003: 6).

<sup>24</sup> Sugere-se como contraponto o instigante trabalho de Rodrik (2003) que demonstra que há várias estratégias possíveis de crescimento, o que não implica em uma necessidade de alinhamento automático a uma certa agenda pré-determinada.

<sup>25</sup> Krugman (1999) explicita o temor ao retorno à “economia da depressão”. Referências semelhantes podem ser encontradas em quase todas as análises do período, de analistas mais alinhados ao *establishment* (Solomon, 1999, por exemplo), *insiders* (Stiglitz, 2002) ou críticos (Strange, 1998, Eatwell & Taylor, 2000).

<sup>26</sup> A administração Clinton (1993-2000) administrou as crises financeiras internacionais, especialmente a mexicana e a asiática, com uma política de socorro financeiro maciço numa estreita articulação Tesouro dos EUA-FMI. Já a gestão Bush (2001 até agora) mostrou-se mais sensível ao argumento do risco moral, em linha com a postura que a maioria republicana no Congresso já vinha adotando no governo anterior, qual seja, a de limitar o suporte orçamentário à capitalização do FMI com vistas a uma ampliação deste no socorro a países emergentes em crise (Stiglitz, 2002, Solomon, 2000).

interesses do circuito Washington - Wall Street, como a Unctad e a Cepal<sup>27</sup>. Retomava-se aqui o *insight* original dos arquitetos do SBW, de que os mercados financeiros deveriam estar submetidos às necessidades dos governos nacionais implementarem políticas de pleno emprego no plano doméstico. Todavia, agora em um contexto de crescente interdependência na esfera internacional, as propostas de fortalecimento da AFI desta linha não convencional desembocam na idéia de se criarem instituições de caráter multilateral, capazes de melhor equilibrar as relações entre credores e devedores e, principalmente, de regular as finanças privadas. Partem da perspectiva de que o desenvolvimento dos mecanismos regulatórios não foi suficiente para acompanhar o crescimento e complexificação dos fluxos financeiros. Em geral, admitem que as reformas conservadoras que buscam a transparência e o fortalecimento de melhores práticas nos mercados emergentes podem até contribuir para se criar um ambiente menos propenso a crises. Todavia, consideram que há problemas estruturais, tanto no lado dos provedores de capitais quanto no funcionamento dos mercados. Por isso o apelo à criação de novas instituições internacionais, como um Banco Central, uma super Agência Reguladora, um Tribunal para mediar conflitos entre credores e devedores, uma Seguradora capaz de reduzir o risco e dar liquidez às emissões soberanas, um imposto incidente sobre as transações financeiras (“Taxa Tobin”), dentre outras.

Como no passado, tais propostas envolvem uma redução considerável nos graus de liberdade dos países credores em fazer valer seus interesses, bem como atacam a perspectiva predominante no setor privado, que demanda uma estrutura legal enxuta e que enfatize a defesa do direito à propriedade e à livre mobilidade dos fatores (Helleiner, 1994, Strange, 1999, Stiglitz, 2002). Por isso mesmo, carecem de apoio político consistente (Eichengreen, 1996, Goldstein, 2000). Por outro lado, notou-se um movimento interno ao *establishment* de reconhecimento de que sua própria agenda de reformas poderia ser insuficiente. A partir de uma leitura mais cautelosa sobre os efeitos da liberalização financeira retomou-se a perspectiva de que poderiam ser válidos controles temporários sobre os capitais (especialmente na entrada), com o intuito de alterar o perfil temporal dos investimentos, de modo a reduzir sua volatilidade potencial, ou, ainda, garantir fôlego para a execução de um processo mais amplo de “modernização institucional”. E, mais, de que crises de dívida poderiam se originar do comportamento oportunista de investidores privados, de modo que países solventes no longo prazo, mas com dificuldades correntes de liquidez poderiam ser lançados a uma crise sem poderem apelar a mecanismos como a “concordata”, tão comuns na proteção de empresas e credores nos países industrializados. Surpreendentemente, o próprio FMI (Krueger, 2001) acabou levando para o centro dos debates a proposta pouco convencional, defendida há anos pela Unctad e economistas acadêmicos, de criação, na esfera internacional, de mecanismos estatutários para a mediação de conflitos entre credores privados e devedores soberanos.

Além disso, o FMI realizou avaliações sistemáticas sobre as diversas experiências de controle de capitais. Em Ariyosh *et al.* (2000), por exemplo, reforça-se a percepção de controles temporários sobre os movimentos de capitais podem ser necessários e ter efeitos positivos. A recente discussão tornada pública pela Vice-Diretora Gerente do Fundo, Anne Krueger (2001), de adaptação, para a esfera internacional e para o caso de governos soberanos, da legislação de falências dos EUA, previa, inicialmente, mecanismos de “moratória” como parte de um processo mais amplo de renegociação de dívidas insustentáveis<sup>28</sup>. Nesta mesma linha, o então Diretor do Departamento de Pesquisa do FMI (Rogoff, 2002) chegou a admitir que, diante das evidências de que o *mix* de benefícios e riscos associados à liberalização financeira não autoriza o otimismo de uma década atrás, deve-se voltar a ter um olhar mais pragmático para temas como o controle de capitais. Em certas circunstâncias seria recomendável reduzir o grau de mobilidade de certos tipos de instrumentos financeiros que geram maiores riscos e menores benefícios. Assim, por exemplo, considerando-se o aporte de capital (*equity*) e o endividamento (*debt*), não se deveria obstaculizar o investimento direto externo (por ser a mais estável fonte de financiamento externo e por aportar tecnologia e capacidade gerencial) e, mesmo, modalidades de investimento em portfólio capazes de gerar uma necessária diversificação de riscos. Por outro lado, os instrumentos de dívida (de curto

---

<sup>27</sup> Ver, por exemplo, Cepal (2002), Eatwell & Taylor (2000), Davidson (1992,2003), Mikesell (1996), Strange (1998), Tobin (2000), Stiglitz (2002). Uma síntese das diversas posições está em Fendt & Lins (2002).

<sup>28</sup>As pressões dos investidores privados foram alterando o modelo inicialmente exposto por Anne Krueger. Em especial, o tema de suspensão, mesmo que temporária, do pagamento de dívidas, mostrou-se com sendo um dos mais polêmicos.

prazo) poderiam ser desencorajados em muitas circunstâncias, ainda que com cuidado de não se comprometer o afluxo de recursos que não tem associação direta com posições especulativas, como os créditos comerciais.

Além disso, o foco de qualquer política deveria estar na utilização de restrições temporárias à livre mobilidade de capitais, sempre que com o objetivo de se evitar o excesso de entrada ou saída de recursos. Mais uma vez é possível traçar um paralelo com o ambiente que antecedeu à constituição do Acordo de Bretton Woods. Em uma primeira versão de seu plano, Dexter White apostava em um controle muito mais disseminado e de caráter estatutário sobre os fluxos financeiros. As pressões do setor privado, especialmente dos bancos da praça de Nova Iorque, fizeram com os controles de capitais aparecem como um “direito” e não uma “obrigação” dos países-membro do FMI. Já na década de 30, em meio à crise financeira e ao ímpeto regulatório do New Deal, o setor financeiro privado norte-americano passou a admitir o uso de controles de capitais, desde que fossem “temporários” (Helleiner, 19994, Boughton, 2003, Skidelsky,2000).

A preocupação em criar condições de governabilidade doméstica pela redução do poder das finanças privadas esteve presente no núcleo dos debates que deram vida ao Acordo de Bretton Woods, especialmente em Keynes. Mesmo Dexter White mostrou-se sensível à necessidade de se impor limites ao poder das finanças (Boughton, 2003). É exatamente por isso que nesse item procurou-se resgatar alguns elementos da experiência de construção das instituições que fizeram parte do Acordo, tendo-se por pano de fundo a preocupação contemporânea com os limites para ao desenvolvimento dos países periféricos. Nos dias que correm não parece haver um ambiente político tão propício ao verificado na segunda metade dos anos 40, que permitiu uma maior adesão às políticas que restringiram a livre mobilidade de capitais, ampliando o espaço para a implementação de estratégias nacionais de desenvolvimento. Ainda assim, os países mais bem-sucedidos em explorar as oportunidades criadas pelo ciclo recente de internacionalização parecem ser aqueles que mais se afastaram dos modelos de liberalização e desregulamentação irrestritos, como será analisado na seqüência deste trabalho.

#### **4. Reformas Conservadoras e Estratégias Periféricas**

Até agora, o processo real de implementação de reformas na AFI cristalizou a posição conservadora de que a origem da instabilidade está nos países devedores. Mesmo tentativas “internas” de avanço, como a referida proposta de introdução de um mecanismo estatutário para o equacionamento de conflitos entre credores privados e devedores soberanos, foram abortadas por falta de apoio político e/ou por pressões do setor financeiro. Isto nos remete a pensar nos impactos sobre as economias periféricas desse ambiente de menor liquidez e de estreitamento nos graus de liberdade para a implementação de estratégias de desenvolvimento que utilizem instrumentos de política econômica “desviantes” aos parâmetros estabelecidos e (cada vez mais) monitorados pelo FMI, Banco Mundial, BIS, OCDE, etc. Diante da constatação de que reformas mais profundas não deverão se concretizar em um prazo que se possa vislumbrar, Dooley *et al.* (2003, 2004) nos dão uma possível pista, ao afirmarem que a replicação pelos asiáticos da mesma estratégia empregada no período de vigência do SBW pelos países europeus e o Japão é uma solução que está ao alcance das economias periféricas. Por isso denomina-se de “estratégia asiática” ao padrão de gestão macroeconômica que tem por objetivo reduzir ao máximo o grau de exposição dos países aos efeitos perversos dos ciclos financeiros do tipo *feast or famine* (IMF, 2003).

Aquela estratégia tem como foco central a gestão dos fluxos financeiros em moeda forte. Implica, portanto, na utilização, combinada ou não, de vários elementos, com destaque para as restrições à livre mobilidade de capitais, como no caso da China e da Índia, a manutenção de um câmbio administrado e de um significativo *drive* exportador e o aumento no acúmulo de reservas oficiais. Esses elementos não convencionais completam um quadro de gestão macroeconômica marcado por um relativo conservadorismo na área fiscal e monetária e o aprimoramento na regulamentação prudencial e nas regras de governança, em linha com as recomendações dos órgãos multilaterais. Além disso, o padrão de gestão desses elementos tem sido marcado por um sensível desvio da ortodoxia. Um caso paradigmático nesse sentido é o da Coréia, que formalmente adota um regime de câmbio flutuante associado a um sistema de

metas de inflação, o que não tem impedido as A.M.s de intervir, pragmaticamente, no mercado cambial com o intuito de minimizar pressões de apreciação do won e, em simultâneo, converter os saldos positivos no comércio internacional em reservas oficiais (Aizenman *et al.*, 2004, World Bank, 2004). Como se sabe, um país que adota um regime de câmbio flutuante, não teria porque intervir no mercado cambial e muito menos acumular reservas.

É importante ressaltar o aspecto pragmático da gestão dos fluxos financeiros na região, mesmo em países que têm uma tradição mais intervencionista. Isto pôde ser notado no ano de 2003, quando a entrada líquida de capitais privados nos mercados emergentes atingiu seu maior nível desde o ano de 1996, beneficiando, particularmente, a região asiática<sup>29</sup>. Nesse contexto da fase *feast* dos cada vez mais curtos ciclos financeiros, o aporte mais cuidadoso da inserção financeira na China na economia internacional não impediu que esse país sinalizasse para algumas medidas mais liberalizantes, com destaque para: (i) a redução nas restrições para a aquisição de divisas por pessoas físicas para fins de viagens internacionais de turismo; (ii) incentivos para que empresas realizem investimentos fora do país e que investidores institucionais adquiram ativos no exterior. Em contra-partida, o excesso de liquidez em moeda forte levou o governo, ao longo de 2003, a suspender, temporariamente, novos projetos de investidores institucionais estrangeiros que estavam amparados por mecanismos de qualificação prévia. Além disso, foi estabelecido um limite diário para as pessoas físicas converterem dólares em moeda local. Da mesma forma, a Índia passou a permitir o investimento de empresas nacionais e investidores institucionais em ativos estrangeiros, o pagamento prévio de dívidas denominadas em moeda estrangeira e manutenção, por residentes, de contas denominadas em outras moedas que não a nacional. Nesse mesmo ambiente de maior liquidez, economias previamente mais abertas financeiramente, introduziram restrições regulatórias direcionadas para a minimização dos impactos potencialmente especulativos da fase *feast*. A Tailândia limitou empréstimos de curto prazo em *bath* para não residentes, e fixou limite sobre o montante e maturidade dos seus depósitos em moeda nacional. A Coreia impôs restrições, mais tarde relaxadas, sobre operações nos mercados futuros de moedas, com o intuito de reduzir a pressão especulativa contra o won (BIS, 2004, World Bank, 2004).

Tal estratégia asiática estaria permitindo um ritmo mais elevado de crescimento e uma menor dependência do financiamento privado de curto prazo em moeda forte. Ao destacar o sucesso daquela Dooley *et al.*<sup>30</sup> (2003, 2004) fazem eco a análises não convencionais, que nas últimas duas décadas têm se pautado por uma perspectiva mais cética quanto à capacidade da globalização econômica, especialmente em sua dimensão financeira, criar condições para o desenvolvimento com inclusão social e estabilidade macroeconômica<sup>31</sup>. É interessante verificar que no período 1995-2003, que coincide com a crescente instabilidade financeira internacional e com a implantação de reformas estruturais na periferia, em especial nos países com programas de apoio financeiro do FMI e Banco Mundial, o desempenho dos países asiáticos seguiu sendo superior. Vale dizer, apesar da crise financeira de 1997-1998, as economias asiáticas mais desenvolvidas, Coreia, Hong Kong, Cingapura e Taiwan (os “NICs asiáticos” na terminologia do FMI) e os demais países em desenvolvimento da região, têm logrado crescer em um ritmo significativamente superior à média do conjunto da periferia capitalista. No período analisado a renda *per capita* cresceu somente 0,6% ao ano na América Latina, contra 5,4% nos países asiáticos em desenvolvimento e 3,6% nos asiáticos já considerados como economias avançadas pelos órgãos multilaterais<sup>32</sup>. Ademais, as políticas monetária e fiscal nas economias asiáticas são mais expansionistas

<sup>29</sup> A entrada líquida de capitais privados nos 21 maiores “mercados emergentes” atingiu US\$ 171 bilhões, dos quais US\$ 111 foram para a Ásia, dos quais US\$ 45 bilhões em investimento direto, US\$ 36 bilhões em portfólio e US\$ 30 em outros capitais. Na América Latina a entrada líquida foi de US\$ 16 bilhões, porém como uma queda na entrada de investimentos em portfólio e outros capitais (onde predominam os créditos bancários). Estimativas do autor a partir dos dados do IMF World Economic Outlook Database (IMF, 2004).

<sup>30</sup> Os autores são especialistas reconhecidos na área de finanças internacionais, estando fortemente identificados com o *establishment* acadêmico, oficial e privado. Michael Dooley chegou a exercer os postos de Diretor Assistente da área de Finanças Internacionais do Board do FED e Diretor Assistente do Departamento de Pesquisa do FMI. Atualmente é professor na Universidade da Califórnia e editor do International Journal of Finance and Economics. Os demais autores são estrategistas do Deutsche Bank.

<sup>31</sup> É longa a lista de referências, mas deve-se destacar os trabalhos da Unctad, da Cepal, da UNIDO, do UNDP, bem como os pesquisadores afiliados a centros independentes como o Jeromy Levy Institute, o Center for Economic and Policy Research, o Center for Economic and Policy Analysis da New School, dentre outros. Pode-se lembrar também o trabalho de “economistas *outliers*” no espectro do *mainstream economics*, como Dani Rodrik, de Harvard.

<sup>32</sup> Estimativas do autor com base no Anexo Estatístico de IMF (2004).

do que as verificadas na América Latina, sem que isso se traduza em taxas inflacionárias mais elevadas<sup>33</sup>. Pelo contrário, a inflação tem sido mais baixa na Ásia, 5,1% ao ano em média, contra os 13,2% verificados nas economias latinas. Isto sugere que, aparentemente, os países asiáticos têm menores restrições no manejo dos instrumentos domésticos de política econômica. De onde viria tal diferença?

Partindo-se de uma perspectiva mais geral, pode-se afirmar que depois de flertar com a liberalização financeira, o que implicou em crescente fragilidade externa, muitas economias asiáticas passaram a ter como estratégia (implícita ou explícita) a criação de colchões de liquidez (em dólares) suficientemente elásticos para afastar o que se passou a perceber na região como um risco inerente ao processo de globalização, qual seja, a de crises financeiras geradas pela conversibilidade da conta capital<sup>34</sup>. A idéia de que a busca de tal proteção é “racional” e admitida até por analistas contrários a essa estratégia (Eichengreen, 2004, IIF, 2004). Alguns indicadores de vulnerabilidade externa (reservas/importações; reservas/dívida de curto prazo, dívida externa/PIB, serviço da dívida/dívida externa) apresentaram uma melhora substantiva na Ásia. A relação reservas internacionais com respeito ao volume de importações dobrou, ao passo que quadruplicou a relação reservas e dívida de curto prazo – *proxy* destacada na literatura para identificar problemas de liquidez em um contexto de livre mobilidade de capitais<sup>35</sup>. Na América Latina, tais indicadores pouco se alteraram, mantendo-se em patamares significativamente reduzidos. A dívida externa com respeito ao PIB caiu em 5 pontos percentuais na Ásia (de 32% para 27%), ao passo que aumentou em proporção semelhante na América Latina<sup>36</sup> (de 37% para 45%). Ademais, o custo de carregamento da dívida externa (juros e amortizações sobre o estoque de dívida) é quase três vezes maior entre as economias latino-americanas – pouco mais de 2% na média do período na Ásia, contra 6% na América Latina.

É possível identificar distintos padrões de ajuste das contas externas a partir da mudança no ciclo financeiro internacional. Se antes da crise asiática, as economias avançadas e em desenvolvimento da região estavam absorvendo um “excesso de poupança externa”, que tinha por contrapartida déficits estruturais em conta corrente, depois de 1997 evidenciou-se um significativo ajuste, nos moldes analisados por Dooley *et al.* (2003, 2004). Os superávits nas transações de bens e serviços permitiram compensar a saída líquida de capitais privados do período mais grave de instabilidade e, ainda, gerar um acúmulo substantivo de reservas internacionais. Já em 1997, a conta corrente dos NICs asiáticos e da “Ásia em Desenvolvimento” tornou-se positiva, com um resultado acumulado de US\$ 670 bilhões até 2003. No mesmo período, a América Latina manteve uma posição deficitária (acumulada em US\$ 340 bilhões), ainda que entre 2002 e 2003 a retração econômica e o *drive* exportador (especialmente nos casos argentino e brasileiro) tenham permitido uma redução nos déficits. Na Ásia, mesmo em países que formalmente adotam regimes de câmbio flexível, como a Coreia, percebe-se a iniciativa governamental de transformar os saldos cambiais favoráveis em reservas oficiais. É possível estimar que as reservas cambiais da Ásia quase triplicaram nos anos que se seguiram à crise de 1997, estando hoje em um patamar próximo a US\$ 1,3 trilhão, excluindo o Japão. Para se colocar em perspectiva, as reservas das principais economias latino-americanas que estavam na casa de US\$ 141 bilhões, em 1996, passaram para US\$ 179 bilhões, em março de 2004. No mesmo período, os asiáticos passaram de US\$ 477 bilhões para US\$ 1,3 trilhão (Dooley *et al.*, 2003, 2004, BIS, 2004).

Os saldos comerciais favoráveis e o retorno dos capitais privados à região, especialmente no ano de 2003, tem pressionado os mercados cambiais no sentido de uma apreciação das taxas nominais de

<sup>33</sup> Considerando-se a média do período 1995-2003, verificou-se uma expansão dos agregados monetários ampliados em 17,4% a.a. no conjunto dos países em desenvolvimento (PEDs), de 16,6% na Ásia em desenvolvimento (18,5% na China e 16,5% na Índia), 14,6% na América Latina (AL) e 11,9% nos NICs Asiáticos (Taiwan, Coreia, Cingapura e Hong Kong). No mesmo período, a média do resultado do governo central (como % do PIB) foi de -3,2% nos PEDs, -3,5% na Ásia em desenvolvimento (-2,8% na China e -5,3% na Índia), -2,6% na AL e 0% nos NICs asiáticos. Já a inflação teve as seguintes médias anuais: 9,8% nos PEDs, 5,1% na Ásia (3,1% na China e 6,7% na Índia), 13,2% na AL e 2,8% nos NICs asiáticos. As estimativas são do autor com base no Anexo Estatístico de IMF (2004).

<sup>34</sup> Ver Park & Bae (2002), Agarwala & Prakash (2002) e Lee *et al.* (2002).

<sup>35</sup> Em 1995, a relação reservas/dívida de curto prazo era de 1,7 na Ásia e 1,4 na América Latina (AL). Em 2003, passou-se, respectivamente para 8,8 e 1,6. A relação reservas/importações passou de 38% para 68% na Ásia, e de 51% para 48% na AL, tendo 2002 como ano de ponta. Estimativas do autor com base no Anexo Estatístico de IMF (2004)

<sup>36</sup> Neste caso, o peso do bom desempenho de Índia e China faz diferença, na medida em que as economias asiáticas em desenvolvimento quando analisadas sem aqueles, apresentaram um incremento daquela relação.

câmbio. Há uma diversidade de regimes cambiais na Ásia, em um espectro que vai do *currency board* de Hong Kong e do câmbio fixo da Malásia, a regimes de câmbio flutuante *de jure* que na prática são “administrados”. As intervenções nos mercados cambiais têm sido uma constante. Aparentemente, as A.M.s buscam minimizar os efeitos da queda do dólar no mercado internacional. É interessante notar que, entre o começo de 2002 e de 2004, a moeda norte-americana chegou a perder entre 40% e 50% no seu valor, em termos nominais (entre 10% e 25% em termos reais e considerando-se as ponderações dos fluxos de comércio), com respeito ao euro e as moedas de outros parceiros comerciais importantes dos EUA, como Canadá e Austrália, ao passo que as moedas asiáticas subiram muito menos – desde a posição fixa das moedas chinesa e Malásia, passando pela depreciação do peso filipino, até apreciações moderadas entre 5% e 20% nos demais casos. O esforço oficial para evitar flutuações significativas nas taxas de câmbio tem se traduzido no aumento das reservas externas, que por sua vez tendem a resultar em medidas de esterilização do excesso de crédito doméstico (Bergsten, 2004, World Bank, 2004, BIS, 2004, Aizenman *et al.*, 2004, Eichengreen, 2004).

No caso asiático, no triênio 2001-2003, a variação de reservas como proporção da renda atingiu o nível médio mais elevado das últimas quatro décadas, algo em torno de 5%, contra uma média pouco superior a 1% do período 1970-2000<sup>37</sup>. Tal nível também não encontra precedentes quando se compara o desempenho corrente ou histórico de outras regiões. A maior parte dos analistas<sup>38</sup> sugere que este acúmulo estaria associado à combinação de pelo menos três fatores centrais: (i) o significativo *drive* exportador, que é um elemento que vem caracterizando o padrão de desenvolvimento dos países da região, e que foi potencializado pela recente recuperação da economia norte-americana e pelo dinamismo chinês (que vem respondendo por cerca de 1/3 do crescimento da demanda mundial); (ii) a maior liquidez financeira internacional; e (iii) as estratégias das A.M.s locais de minimizar as pressões de apreciação das moedas locais. Todavia, como pontua Eichengreen (2004) e Dooley *et al.* (2003), parece haver uma racionalidade adicional vinculada à busca de “proteção” ante a um ambiente financeiro internacional cada vez mais liberalizado e desregulamentado e, por isso, mesmo, volátil.

É importante lembrar que a crise financeira de 1997-1998 causou um profundo trauma, na medida em que expôs a fragilidade da estratégia de liberalização financeira dos anos 1990. A maioria dos países da região havia reduzido os mecanismos de controle dos movimentos de entrada e saída de capitais. Facilitou-se e, em muitos casos, incentivou-se, a troca do *funding* doméstico pelo externo. O *boom* de investimentos, reais e nos mercados de capitais, foi alimentado pela poupança externa<sup>39</sup>, mesmo que os níveis de poupança interna excedessem a casa dos 30% do PIB. A ausência de uma estrutura eficiente de regulação dos mercados financeiros e a disseminação de políticas *hands off*, em uma orientação oposta às políticas desenvolvimentistas do passado recente, contribuíram para a criação de um ambiente institucional inadequado (Unctad, 1998, Radalet & Sachs, 1998 e 1998b, Stiglitz, 2002).

Ademais, os pacotes de socorro dos órgãos oficiais vieram acompanhados de condicionalidades até então pouco usuais, que envolviam reformas nos sistemas financeiros, reorganização dos padrões de governança corporativa, redefinição do escopo de políticas setoriais, etc. O grau de ingerência sob as políticas domésticas ultrapassou os limites tradicionais das esferas monetária e fiscal, causando desconforto em vários governos locais (Stiglitz, 2002, Escap, 2002). Desde então, os *policymakers* asiáticos vêm dando sinais de que não pretendem reproduzir estratégias passivas de inserção nos mercados financeiros internacionais. Assim, por exemplo, em reação à crise e aos pacotes oficiais, o governo japonês sugeriu a criação de um Fundo Monetário Asiático. Ainda que esta idéia tenha sido abortada por pressões externas, a crise criou condições para o aprofundamento da discussão regional visando criar canais formais para a coordenação das ações das Autoridades Monetárias (AMs). O mecanismo de *swap* cambial firmado em 2000 entre os países da ASEAN<sup>40</sup> com Coreia, Japão e China, denominado Iniciativa de Chiang Mai e a emissão coletiva de bônus internacionais denominados em

<sup>37</sup> Estimativas do autor com base nos dados de diversos World Economic Outlook Database, disponibilizados em [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>38</sup> Ver, dentre outros, Bergsten (2004), World Bank (2004) e BIS (2004).

<sup>39</sup> Em 1995 e 1996, as EACs receberam cerca de US\$ 130 bilhões em fluxos líquidos de capitais privados, equivalendo a 6% do PIB dos cinco países, em média (estimativas do autor a partir dos dados da base do World Economic Outlook, dezembro de 2001 – [www.imf.org](http://www.imf.org)).

<sup>40</sup> Association of South-East Asian Nations: Indonésia, Malásia, Tailândia, Filipinas, Cingapura, Laos, Brunei, Camboja, Vietnã e Mianmar.

várias moedas locais, chamada de Asia Bond Market Initiative, foram passos adicionais na direção de uma maior integração financeira na região (Park & Bae, 2002, Agarwala & Prakash, 2002, World Bank, 2004).

## 5. Considerações Finais

Há uma estratégia asiática pós-crise financeira de 1997-1998? Não há uma resposta unívoca aqui, assim como é razoável admitir que não havia um único modelo asiático de desenvolvimento. O que se pode afirmar é que os principais países da região, com distintos arcabouços macroeconômicos, especialmente no que se refere aos regimes monetário-cambiais, têm perseguido, de forma bem-sucedida até aqui, reduzir a exposição de suas economias aos efeitos dos ciclos financeiros do tipo *feast or famine*. Isto tem implicado na combinação de políticas pouco alinhadas aos interesses do circuito Washington – Wall-Street, como as intervenções maciças nos mercados cambiais, pela compra de ativos denominados na moeda norte-americana, em uma proporção que não encontra precedentes na história recente das finanças internacionais. Não à toa, as vozes mais identificadas com o *establishment* financeiro, como Goldstein (2003), Bergsten (2004), Eichengreen (2004), IIF (2004), para citar os mais representativos, têm criticado fortemente tal “estratégia asiática”, pejorativamente chamada de mercantilista.

Todavia, como é reconhecido por aqueles mesmos analistas, aquela estratégia visa não só preservar a competitividade externa dos países da região, como, também, funciona como uma proteção contra um ambiente externo de volatilidade. Mais explicitamente: “... além de preservar uma posição favorável de competitividade externa ... a intervenção requerida para viabilizar as políticas atuais levou a uma elevação das reservas cambiais, que é vista por muitos governos da região como um remédio perfeito para isolar suas economias da inconstância das finanças internacionais.” (IIF, 2004:7). Assim, seria legítimo considerar que ao evitar uma reposição da situação de vulnerabilidade externa que levou à crise, as políticas de gestão dos fluxos financeiros que compõem o que aqui denominamos de “estratégia asiática” encontram um amparo de racionalidade, que vai ao encontro dos fatos estilizados detectados pelas pesquisas mais recentes do próprio FMI (IMF, 2001, Edison *et al.*, 2002 e Prasad *et al.*, 2003), onde a liberalização financeira aparece mais como uma fonte de instabilidade do que de crescimento.

Mas quais os custos dessa estratégia? Os críticos supracitados lembram que ao preservar artificialmente o valor externo de suas moedas, através de uma intervenção maciça nos mercados cambiais, as economias asiáticas estariam dificultando o equacionamento dos desequilíbrios externos da economia norte-americana, cujo déficit em transações corrente já está próximo a 5% do PIB. Se o dólar teria perdido algo entre 40% e 50% do seu valor frente ao euro, nos últimos dois anos, a queda da taxa de câmbio real e efetiva teria ficado em cerca de 10%, algo insuficiente para viabilizar um ajuste mais expressivo das contas externas dos EUA. Além disso, o peso do ajuste cambial teria recaído de forma desproporcionalmente maior sobre a Europa, Austrália e Canadá. Além disso, em uma perspectiva asiática, o acúmulo de reservas oficiais teria pelo menos duas contrapartidas de médio e longo prazo: a perda potencial de eficiência e bem-estar pela redução artificial do potencial de importações de bens de capital e de consumo, e o efeito fiscal expansionista das políticas de esterilização.

Em uma outra perspectiva, Davidson (1992, 2003) insiste na necessidade de reformas profundas na arquitetura financeira internacional AFI e aponta para a tendência de que a estratégia de acumulação de reservas internacionais gere um equilíbrio global com desemprego. Considera que as medidas convencionais de reforma na AFI (maior transparência, “taxa Tobin”, uniformização de parâmetros legais em diversas áreas, reformas no FMI, etc.) não são suficientes para equacionar o principal problema da economia internacional, vale dizer, a tendência à cristalização de uma situação estrutural de desemprego por insuficiência de demanda efetiva. Em sua perspectiva, a economia internacional pode ser compreendida como uma “economia fechada” nos mesmos termos análise de Keynes na Teoria Geral, onde o aumento exacerbado na preferência pela liquidez pode gerar (mesmo quando os preços são flexíveis) uma situação de equilíbrio com desemprego. Tais situações tendem a ocorrer quando há um colapso no estado geral de confiança dos agentes econômicos, especialmente os capitalistas, que em um ambiente de incerteza radical buscam proteção em instrumentos representativos da riqueza em sua forma

mais líquida e universal (a “moeda” e seus derivados historicamente constituídos). Nestes casos, como sugeriu Minsky<sup>41</sup>, e como tem demonstrado a prática dos governos no pós-segunda guerra, faz-se necessário lançar mão de políticas fiscais anticíclicas (*Big Government*) e de uma gestão heterodoxa da moeda, de modo a minimizar os efeitos negativos dos ciclos.

Para aquele autor seria possível constatar que, nos últimos anos, a existência de países que adotam estratégias “mercantilistas” de acúmulo de reservas em moeda forte como forma de “proteção” em um ambiente de finanças globalizadas e desregulamentadas, equivaleria a uma situação de excesso de poupança (ou falta de demanda por bens reprodutíveis) determinada por uma elevada preferência pela liquidez. A economia globalizada funcionaria, na prática, como uma “economia fechada”. Se parte dos “agentes econômicos” resolvem não gastar em bens e serviços que geram emprego de mão-de-obra, cria-se uma situação tendencial de redistribuição de emprego e renda em favor dos países capazes de implementar as estratégias mercantilistas em detrimento dos demais. É claro, o país emissor da divisa-chave internacional segue tendo a possibilidade de acumular déficits em transações correntes, que são financiados com o acúmulo de ativos denominados em sua moeda na forma de reservas internacionais. O que seria uma estratégia individual “vencedora” nos termos analisados por Dooley et. al (2003, 2004), torna-se irracional para o conjunto das economias. Seguindo a inspiração em Keynes, Davidson considera que a única solução estrutural para tais assimetrias é a criação de uma moeda internacional que não seja passível de entesouramento pelos agentes privados e que seria gerida por uma autoridade monetária supranacional. O objetivo, análogo ao desenvolvido por Keynes (1943) no período que antecedeu o Acordo de Bretton Woods, é o de limitar o poder das finanças privadas e ampliar o grau de liberdade para os governos nacionais perseguirem políticas de pleno emprego.

Apesar da pertinência das observações de Davidson (2003), que remetem diretamente ao espírito da proposta de Keynes para o ordenamento das finanças internacionais no pós-guerra, conforme analisado no item 2 do presente trabalho, o fato concreto é que as reformas na arquitetura financeira internacional, tal qual nos anos 40, foram limitadas e marcadas por um viés conservador, que atende mais aos interesses dos países credores, ou mais especificamente, das finanças privadas. Nesses termos, Rodrik (2003) e Dooley *et al.* (2003, 2004) sustentam que os países em desenvolvimento mais bem-sucedidos em ganhar graus de autonomia na realização de estratégias de crescimento são exatamente os que estão conseguindo contrabalançar o poder das finanças privadas internacionais. Procurou-se destacar nesse trabalho que há evidências de que as economias asiáticas em desenvolvimento conseguiram sustentar taxas elevadas de crescimento da renda com a utilização de políticas monetária e fiscal menos estreitas, mesmo em um ambiente de maior instabilidade. Ao contrário, a América Latina sucumbiu às crises financeiras da segunda metade da década de 90. Argumentou-se aqui que a busca ativa de redução da vulnerabilidade externa, através da gestão dos fluxos de capitais e taxas de câmbio é um dos elementos que ajudam a compreender o sucesso asiático recente. Ao passo que a dependência estrutural de financiamento externo fez das economias latinas alvos fáceis das pressões oficiais e privadas em torno da implementação de políticas contracionistas.

## 5. Referências Bibliográficas

- AGARWALA, R., PRAKASH, B. (2002). **Regional Cooperation in Asia: Long Term Progress, Recent Retrogression, and Way Forward.** ERD Working Paper Series, n. 28. Manila: Asia Development Bank.
- AIZENMAN, J., LEE, Y., RHEE, Y. (2004). International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: policy considerations and a case study of Korea. **NBER Working Paper 10.534.** Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- AMADO, A. M. (2003). **Minsky e o Ciclo Econômico: uma análise para as economias periféricas.** Anais do VIII Encontro de Economia Política, Florianópolis, 17 a 20 de junho.

---

<sup>41</sup> Uma síntese dos argumentos foi elaborada pelo próprio autor em Minsky (1991). Atualizações, extensões e referências atualizadas podem ser buscadas em Amado (2003), Paula & Alves (2000), Prates (2003), dentre outros.

- ARIYOSHI, A., HABERMEIER, K., LAURENS, B., OTKER-ROBE, I., CANALES-KRILJENKO, J.I., KIRILENKO, A. (2000). **Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization**. IMF Occasional Paper No. 190. Washington, DC: International Monetary Fund.
- AZIZ, J., CARAMAZZA, F., SALGADO, R. (2000). **Currency Crises: In Search of Common Elements**. IMF Working Paper, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund.
- BERGSTEN, F. (2004). **The Imf and Exchange Rates**. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate. May 19. Washington, DC: Institute for International Economics. Disponível em: [www.iie.com](http://www.iie.com) (acessado em 31/05/2004).
- BIS (2004). **74<sup>th</sup> Annual Report**. Basle: Bank for International Settlements.
- BLOCK, F. (1977). **The Origins of International Economic Disorder**. Berkeley: University of California Press.
- BORDO, M., EICHENGREEN, B., (2002). Crises Now and Then: What Lessons form the Last Era of Financial Globalization? **NBER Working Paper 8716**. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- BORDO, M., EICHENGREEN, B., IRWIN, D. (1999). Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?. **NBER Working Paper 7195**. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- BORDO, M., FLANDREAU, N. (2001). **Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization**. NBER Seminar “Globalization in Historical Perspective”, may. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- BOUGHTON, J.M. (2002). **Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System**. IMF Working Paper, 02/52. Washington: International Monetary Fund.
- CEPAL (2002). **Growth with Stability: financing for development in the new international context**. Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y Caribe.
- CEPAL (2004). **Desarrollo Productivo en Economías Abiertas**. Santiago, Chile: Comisión para América Latina y Caribe, 2004.
- CHICK, V. (1988). **The Evolution of Monetary System and the Theory of Monetary Policy**. London: University College London. (mimeo)
- DAVIDSON, P. (1992). Reforming the World’s Money. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 15, n.2, p. 153-79.
- DAVIDSON, P. (2003). **The Future of International Financial System**. Conference on the Future of Economics, Cambridge University, September, 18.
- DE CECCO, M. (1979). The Origins of Postwar Payments System. **Cambridge Journal of Economics**, 3, pp. 49-61.
- DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P (2003). **An Essay on the Revived Bretton Woods System**. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 9971).
- DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P (2004). **The Revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries**. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.332)
- EATWELL, J. , TAYLOR, L. (2000). **Global Finance at Risk**. New York: The New Press.

- EDISON, H., KLEIN, M., RICCI, L., SLOK, T. (2002). **Capital Account Liberalization and Economic Performance**: a review of the literature. IMF Working Paper 02/120. Washington, DC: International Monetary Fund.
- EDWARDS, S. (1995). **Capital Controls, Exchange Rate and Monetary Policy in the World Economy**. MA: Cambridge University Press.
- EDWARDS, S. (2002). Crescimento Econômico na América Latina: desafios para uma nova era. In BNDES (2002). **Desenvolvimento em Debate**. Rio de Janeiro: BNDES.
- EICHENGREEN, B. (1996). **Globalizing Capital**: a history of the international monetary system. Princeton: Princeton University Press (edição brasileira da Editora 34, São Paulo, 2000).
- EICHENGREEN, B. (1999). **Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda**. Institute for International Economics.
- EICHENGREEN, B. (2004). **Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods**. NBER Working Papers 10.497. Washington, DC: National Bureau of Economic Research.
- ESCAP (2002). **Bulletin on Asia-Pacific Perspectives 2002/2003: Sustaining Growth Amidst Uncertainties**. Bangkok: United Nations Economic and Social Commission for Asia and Pacific. Disponível no site:www.unescap.org.
- FERRARI FILHO, F. (1999). A Moeda Internacional na Economia de Keynes. In LIMA, G. T, SICSÚ, J., PAULA, L. F. (1999). **Macroeconomia Moderna**: Keynes e a Economia Contemporânea. Rio de Janeiro: Campus.
- FISCHER, S. (1999). **On the Need of International Lender of Last Resort**. Washington: International Monetary Fund.
- FURMAN, J., STIGLITZ, J.E. (1998). Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. **Brookings Papers on Economic Activity**, n.2, p. 1-135. Washington: Brookings Institution.
- FURTADO, C. (1961). **Desenvolvimento e Subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- FURTADO, C. (1974). **O Mito do Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- GOLDSTEIN, M. (2001). **An Evaluation on Proposals to Reform on International Financial Architecture**. NBER Conference on Management of Currency Crises.
- GOLDSTEIN, M. (2003). **China's Exchange Rate Regime**. Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade, and Technology. Committee on Financial Services, US House of Representatives, October, 1. Washington, DC: Institute for International Economics. Disponível em:www.iie.com (acessado em 31/05/2004).
- GREENSPAN, A. (1997). **Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York**, NY (december, 2).
- GREENSPAN, A. (1997). **Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York**, NY (december, 2).
- GRIFFITH-JONES, S. (1995). Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación. **Pensamiento Iberoamericano** n.º 27, Madrid.
- HELLEINER, E. (1994). **States and the Reemergence of Global Finance**: from Bretton Woods to the 1990s. Ithaca: Cornell University Press.
- IIF (2004). **Regional Overview: Asia**. Washington, DC: Institute of International Finance
- IMF (1998). **World Economic Outlook**, may. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2000). **International Financial Architecture**: An Update on Bank Activities. Development Committee, DC/2000-20. Washington DC: International Monetary Fund.

- IMF (2001). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2002). **World Economic Outlook**, may. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2003). **Global Financial Stability Report**, march. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2004). **World Economic Outlook**, may. Washington: International Monetary Fund.
- IMFC (2003). **Communiqué of the International Monetary and Financial Committee**, Board of Governors of the International Monetary Fund, April 12<sup>th</sup>.
- ISARD, P. (1995). **Exchange Rate Economics**. Cambridge, GB: Cambridge University Press
- JOMO, K.S. (1996) **Lessons from Growth and Structural Change in the Second-tier South East Asian Newly Industrialized Countries**. Project “East Asian Development: Lessons For a New Global Environment”. Geneva: United Nations (UNCTAD).
- KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. (1998). **Leading Indicators of Currency Crisis**. Washington DC: IMF (mimeo).
- KEYNES, J. M. (1943). The International Clearing Union. In HARRIS, S.E. (1950, org.). **The New Economics: Keynes Influence on Theory and Public Policies**. New York: Alfred A. Knopf. Reproduzido em português em: SZMRECSÁNYI, T. (1978). John Maynard Keynes: economia. São Paulo: Ática.
- KEYNES, J. M. (1944). The International Monetary Fund. In HARRIS, S.E. (1950, org.). **The New Economics: Keynes Influence on Theory and Public Policies**. New York: Alfred A. Knopf. Reproduzido em português em: SZMRECSÁNYI, T. (1978). John Maynard Keynes: economia. São Paulo: Ática.
- KINDLEBERGER, C. H. (2000). **Manias, Pênicos e Crashes**, 3<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- KRUEGER, A. O. (2001). **International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute, Washington DC.
- KRUEGER, A. O. (2003). **Detecting and Preventing Financial Crises—Recent IMF Approaches**. Speech at the Bretton Woods Committee Annual Meeting U.S. State Department.
- KRUGMAN, P. (1999). **Uma Nova Recessão? O Que Deu de Errado?** São Paulo: Editora Campus.
- LASTRA, R.M. (2000). The International Monetary Fund in Historical Perspective. **Journal of International Economic Law**, p.507-523.Oxford: Oxford University Press.
- LEE, J., PARK, Y. C., SHIN, K. (2002). **A Currency Union in East Asia**. (mimeo). Disponível em <http://soback.kornet.net/~ycpark/>
- MADDISON, A. (2001). **The World Economy: a millennial perspective**. Paris: OECD.
- MELTZER, A. H. (2000 - Chairman). **Report of the International Financial Institution Advisory Commission**. Washington, DC: International Financial Institution Advisory Commission.
- MIKESELL, R.F. (1996). **Revisiting Bretton Woods**. Public policy Brief, n. 24. The Jeremy Levy Economics Institute.
- MINSKY, H. P. (1991). The Financial Instability Hypothesis: a Clarification. . In FELDSTEIN, Martin (1991). **The Risk of Economic Crisis**. Chicago: The University of Chicago Press.
- PARK, Y. C., BAE, K. (2002). **Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia**. PECC Financial Forum Conference “Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development”, Honolulu, august.
- PAULA, L.F., ALVES JR., A.J. (2000). External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crises. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n.4.

- PINCUS, J., RAMLI, R. (1998). Indonesia: From Showcase to Basket Case. **Cambridge Journal of Economics**, v.22, p. 723-734.
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M.A (2003). **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**.
- PRATES, D. (2003). **Crises Financeiras dos Países “Emergentes”**: uma explicação heterodoxa. Campinas, SP: Instituto de Economia. (tese de doutoramento)
- PREBISCH, R. (1950). **The Economic Development of Latin America an Its Principals Problems**. New York: United Nations.
- PREBISCH, R. (1981). **Capitalismo Periférico: Crisis e Transformación**. México: Fondo de Cultura Económica.
- RADALET, S., SACHS, J. D (1998b). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. **Brookings Papers on Economic Activity**, n.1. Washington, DC: Brookings Institution.
- RADALET, S., SACHS, J. D. (1998). The Onset of the East Asian Financial Crisis. **NBER Working Paper** 6680. Cambridge, MA: National Bureau os Economic Research.
- RODRIK, D. (1998). **Who Needs Capital-Account Convertibility?** (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>)
- RODRIK, D. (2001). **The Developing Countries Hazardous Obsession with Global Integation**. (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>)
- RODRIK, D. (2003). **Growth Strategies**. Disponível em: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>.
- ROGOFF, K. (2002). Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind? **Finance and Development**, v. 39, n. 4. Washington, DC: IMF.
- SEN, S. (1996). Growth Centers in South East Asia in the Era of Globalization. **UNCTAD Discussion Papers**, n. 118, september. Geneve: United Nations.
- SKIDELSKY, R. (1999). **Keynes**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor.
- SKIDELSKY, R. (2000). **John Maynard Keynes: fighting for Britain, 1937-1946**. London: MacMillan.
- SOLOMON, R. (1999). **Money on the Move: the revolution in international finance since 1980**. Princeton: Princeton University Press.
- STIGLITZ, J. E. (2002). **A Globalização e Seus Malefícios**. São Paulo: Futura.
- STIGLITZ, J. E. (2002). **A Globalização e Seus Malefícios**. São Paulo: Futura.
- STRANGE, S. (1998). **Mad Money: when markets outgrow governments**. The University of Michigan Press.
- TOBIN, J. (2000). Financial Globalization. **World Development**, v.28, n. 6, pp. 1101-1104.
- TRIFFIN, R. (1960). **Gold and the Dollar Crisis**. New Haven: Yale University Press.
- UNCTAD (1998). **Trade and Development Report, 1998**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.
- VAN DORMAEL, A. (1978). **Bretton Woods: birth of a monetary system**. London: MacMillan.
- WORLD BANK (1993). **The East Asian Miracle**. Washington, DC: World Bank.
- WORLD BANK (2000). **Global Development Finance, 2000**. Washington, DC: World Bank.
- WORLD BANK (2001). **Globalization, Growth and Poverty**. Washington, DC: World Bank.
- WORLD BANK (2004). **East Asian Up Date**, april. Washington, DC: World Bank.