

Bretton Woods Sessenta Anos Depois: Perspectivas para as Economias Periféricas¹

André Moreira Cunha²

Abstract: After sixty years, the Bretton Woods Agreement continues to be a reference for the debates concerning institutional organization of the international monetary system. This paper explores some features of the arrangements that have emerged in that context, with the goal to shed some light into contemporary dilemmas for periphery countries. As it seems, successful strategies for emerging economies are those associated with capital flows and exchange rate management, which are not dissimilar to the ones today's advanced countries had used in the past.

Key Words: Bretton Woods Agreement, capital controls, 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 explora algumas características dos arranjos que emergiram naquele contexto, com o objetivo de lançar alguma luz sobre dilemas contemporâneos dos países periféricos. Aparentemente, as estratégias vencedoras das economias emergentes são aquelas associadas ao gerenciamento dos fluxos de capitais e taxas de câmbio, que são similares às utilizadas no passado por alguns dos países que hoje são avançados.

Palavras-Chaves: Acordo de Bretton Woods, controles de capitais, economias emergentes.

Introdução

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 destruída pela guerra, 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.

¹ Versão: março de 2004. As citações em língua estrangeira são traduções livres do autor.

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

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 séculos³. 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)⁴, 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 (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.

Neste contexto, o presente trabalho tem por objetivo explorar alguns aspectos daquele experimento institucional que podem lançar luz sobre os dilemas recentes para o desenvolvimento das economias periféricas. Os argumentos estão organizados da seguinte forma: (i) inicialmente são resgatados os aspectos contraditórios que originaram o Acordo, a partir da tensão que se criou entre os interesses estratégicos do país hegemônico, os EUA, e a perspectiva dos países devedores, em

³ 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.

⁴ Que ficou consagrado na literatura como sendo o “Dilema de Triffin”.

especial a Inglaterra de Keynes; (ii) a seguir procura-se argumentar que em meio ao ciclo recente de expansão e contração das finanças internacionais e de debates em torno de reformas na “arquitetura financeira internacional”, é possível retirar daquela experiência elementos que sinalizem alternativas para os países periféricos; (iii) seguem algumas considerações finais.

2. O Acordo de Bretton Woods: uma avaliação crítica

Há pelo menos três questões centrais que permeiam um “sistema” monetário-financeiro em âmbito internacional⁵: (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 ouro⁶ – 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 período⁷. Mais importante do que o

⁵ 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).

⁶ Pelas “regras do jogo”, a taxa de desconto do Banco da Inglaterra (bem 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).

⁷ 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

pretensão 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 forte⁸ (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 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 Woods⁹. 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

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)

⁸ Em seu estudo seminal, no final dos anos 1940, Prebisch já havia nos alertado para tais pontos.

⁹ 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).

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 ouro¹⁰: (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 corrente¹¹; (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 externas¹². 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

¹⁰ Esta perspectiva é sustentada por Eichengreen (1996, capítulo 4) e encontra amplo respaldo nos trabalhos citados na nota anterior.

¹¹ “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).

¹² Como lembram Eichengreen (1996) e Mikessel (1996) – um dos representantes dos EUA nas negociações do Acordo – tais “desequilíbrios fundamentais” nunca foram definidos claramente.

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 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 (Boughton, 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 Boughton (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 subtítulo da edição britânica da terceira parte da biografia de Skidelsky (2000), Keynes estava “lutando pela Grã-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. Perspectivas para as Economias Periféricas: Ecos de Bretton Woods

O retorno a uma ordem liberal nas finanças internacionais foi marcado pela recorrência de episódios de crises financeiras¹³ (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 instabilidade¹⁴. 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

¹³ O FMI (1998) identificou, para o período 1975-97, 158 episódios de crises cambiais e 54 de crises bancárias, que atingiram com mais frequência 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).

¹⁴ 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) – World Economic Outlook, outubro de 2001.

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 crises¹⁵.

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 financeira¹⁶. 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 sequência 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 sequência 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 (Cunha & Prates, 2003).

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 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

¹⁵ 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).

¹⁶ Para uma síntese ver, dentre outros, Fendt & Lins (2002), Ocampo (2003) e Cunha & Prates (2003).

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 financeira¹⁷ 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 sequência 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 literatura¹⁸ 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

¹⁷ 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.

¹⁸ 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.

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 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, 2003: 6)¹⁹. 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 financeira²⁰. 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 finanças²¹. Em um primeiro momento, o *establishment* oficial e privado, com o suporte analítico dos modelos teóricos de crises

¹⁹ 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).

²⁰ 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.

²¹ 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).

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 quantos 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 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-lo²², 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 interesses do circuito Washington - Wall Street, como a Unctad e a Cepal²³. 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

²² 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).

²³ 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) e Cunha & Prates (2003).

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 (Cunha, 2002 e 2003b).

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 insustentáveis²⁴. 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 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 apareçam 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)

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 (Cunha 2003b). Isto nos remete a pensar nos impactos sobre as economias periféricas deste 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

²⁴ Conforme analisado por Cunha (2002) 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.

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.

Vale dizer, a combinação de restrições à livre mobilidade de capitais, como no caso da China e da Índia, manutenção de um câmbio administrado e um significativo *drive* exportador, estaria permitindo um ritmo mais elevado de crescimento e uma menor dependência do financiamento privado de curto prazo em moeda forte. Estes autores, especialistas reconhecidos na área de finanças internacionais e fortemente identificados com o *establishment* acadêmico anglo-saxônico, 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 macroeconômica²⁵. As tabelas em anexo permitem uma aproximação inicial e intuitiva aos elementos centrais defrontados pelas economias periféricas. Em especial, enfatiza-se aqui a comparação sugerida por Dooley *et al.* (2003, 2004) entre os países latino-americanos e asiáticos para o período 1995-2002, 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.

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 5,2% nos países asiáticos em desenvolvimento e 3,8% nos asiáticos já considerados como economias avançadas pelos órgãos multilaterais²⁶. Ademais, as políticas monetária e fiscal nas economias asiáticas são mais expansionistas do que as verificadas na América Latina, sem que isso se traduza em taxas inflacionárias mais elevadas²⁷. Pelo contrário, a inflação tem sido mais baixa na Ásia, 5,4% ao ano em média, contra os 13,5% verificados nas

²⁵ 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. Cunha & Prates (2003) resgatam vários destes trabalhos. Pode-se lembrar também o trabalho de “economistas *outliers*” no espectro do *mainstream economics*, como Dani Rodrik, de Harvard.

²⁶ Estimativas do autor com base no Anexo Estatístico de IMF (2003).

²⁷ Considerando-se a média do período 1995-2002, verificou-se uma expansão dos agregados monetários ampliados em 17,5% a.a. no conjunto dos países em desenvolvimento (PEDs), de 16,7% na Ásia em desenvolvimento (18,4% na China e 16,5% na Índia), 14,6% na América Latina (AL) e 12,5% 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, -3,4% na Ásia em desenvolvimento (-2,8% na China e -5,3% na Índia), -2,5% na AL e 0% nos NICs asiáticos. Já a inflação teve as seguintes médias anuais: 10,3% nos PEDs, 5,4% na Ásia (3,3% na China e 7,1% na Índia), 13,5% na AL e 3,3% nos NICs asiáticos. As estimativas são do autor com base no Anexo Estatístico de IMF (2003).

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?

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 capital²⁸. A tabela A1, em anexo, mostra isso de forma contundente. Os indicadores de solvência e liquidez 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. 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, ao passo que aumentou em proporção semelhante na América Latina²⁹. 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.

Na tabela A2 é possível identificar os 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 (Cunha, 2002), 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. Incluindo o Japão, é possível estimar que as reservas cambiais da Ásia dobraram nos anos que se seguiram à crise de 1997, estando hoje em um patamar próximo a US\$ 1,3 trilhão (Cunha, 2002, Dooley *et al.*, 2003, 2004).

Em uma linha de argumentação oposta, Davidson (1992, 2003) insiste na necessidade de reformas profundas na AFI e aponta para a tendência de que a estratégia de acumulação de reservas

²⁸ Cunha (2002) analisa detalhadamente este ponto. Ali são encontradas as referências para o aprofundamento do argumento.

²⁹ 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.

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 Minsky³⁰, 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.

Evidência neste sentido é o recente estudo do FMI (IMF, 2002) que, ao analisar os ciclos econômicos das economias centrais³¹ no período 1881-2000, constatou que “... as recessões estão ficando mais suaves e as expansões mais longas.” (p.45). Dos quatro sub-períodos analisados – “antes da primeira guerra” (1881-1914), entre-guerras (1919-1938); “Bretton Woods” (1945-1972) e “pós Bretton Woods” (1973-2000 – constatou-se que o período de vigência do SBW foi aquele onde se verificou maior crescimento, as recessões foram mais curtas e com um menor custo em termos de perda de produção³². Da mesma forma, o “antes” e o “depois” de Bretton Woods é marcante ao revelar que, mesmo nos últimos trinta anos em que se verificou um menor crescimento econômico, o desempenho das economias centrais tem sido superior em termos da capacidade de se minimizar os efeitos negativos dos ciclos. É interessante notar que tal “suavização” coincide com a disseminação das práticas de gestão monetária e fiscal derivadas da “revolução keynesiana”.

Voltando ao argumento de Davidson (2003), 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)

³⁰ 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.

³¹ Austrália, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França Alemanha, Itália, Japão, Noruega, Holanda, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Grã-Bretanha e EUA.

³² No “pré-guerra”, o crescimento médio anual da renda era de 2,8% a.a.; as recessões duravam 1,3 ano e a perda de produção em cada crise era, em média, de 4,3% do PIB. Nos demais períodos: (i) “entre-guerras”: 3,8% a.a. de crescimento; 1,8 ano de duração das recessões; 8,1% do PIB de perda do produto; (ii) “Bretton Woods”: 5,3% a.a. de crescimento; 1,1 ano de duração das recessões; 2,1% do PIB de perda do produto; e (iii) “pós Bretton Woods”: 2,6% a.a. de crescimento; 1,5 ano de duração das recessões; 2,5% do PIB de perda do produto.

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 (Skidelsky, 2000).

4. Considerações Finais

Rodrik (2003:2) lembra que “... políticas de promoção do crescimento tendem a ser específica a cada contexto”, e que mesmo elementos convencionais das proposições derivadas da teoria neoclássica, como a ênfase na estabilidade macroeconômica, nos direitos à propriedade, os incentivos de mercados competitivos, etc., podem ser construídos a partir de diferentes enfoques institucionais. Tal plasticidade vai ao encontro de um dos pontos centrais levantados no presente trabalho, qual seja, de que diante das condições atuais de predomínio das finanças globalizadas e desregulamentadas é legítima a defesa de estratégias de desenvolvimento que minimizem os custos econômicos e sociais dos ciclos *feast or famine* dos mercados privados. Tanto Rodrik (2003), quanto 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. Há evidências claras 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.

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 o presente texto procurou 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.

5. Referências Bibliográficas

- 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.
- 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.
- BLOCK, F. (1977). **The Origins of International Economic Disorder**. Berkeley: University of California Press.
- BOUGHTON, J.M. (2002). **Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System**. IMF Working Paper, 02/52. Washington: International Monetary Fund.
- 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.

- 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.
- CEPAL (2002). **Growth with Stability**: financing for development in the new international context. Santiago, Chile: Comissão Económica para America Latina y Caribe.
- CHICK, V. (1988). **The Evolution of Monetary System and the Theory of Monetary Policy**. London: University College London. (mimeo)
- CUNHA, A. M. (2002). **Reformas na Arquitetura Financeira Internacional**: novidades no front? XXX Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Nova Friburgo, dezembro.
- CUNHA, A. M. (2003). **Iniciativa de Chiang Mai**: Integração Financeira e Monetária no Pacífico Asiático. Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis, junho.
- CUNHA, A. M. (2003b). **Em Busca da Estabilidade Perdida**: explorando alguns limites para o ordenamento das finanças internacionais. XXXI Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Porto Seguro, dezembro.
- CUNHA, A. M., PRATES, D. (2003). Instabilidade e Crises: os Avanços Teóricos e as Limitações Políticas para o Desenvolvimento dos Países Periféricos. In: FERRAZ, J.C., CROCCO, M., ELIAS, L.M **Liberalização Econômica e Desenvolvimento**: modelos, políticas e restrições. São Paulo: Editora Futura.
- 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 (2003). **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.
- 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.
- 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.
- GREENSPAN, A. (1997). **Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York**, NY (december, 2).
- GOLDSTEIN, M. (2001). **An Evaluation on Proposals to Reform on International Financial Architecture**. NBER Conference on Management of Currency Crises.
- 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.
- FISCHER, S. (1999). **On the Need of International Lender of Last Resort**. Washington: International Monetary Fund.
- HELLEINER, E. (1994). **States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press.
- IMF (1998). **World Economic Outlook**, may. Washington: 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). **World Economic Outlook**, october. Washington: International Monetary Fund.
- IMFC (2003). **Communiqué of the International Monetary and Financial Committee**, Board of Governors of the International Monetary Fund, April 12th.

- 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.
- 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.
- MELTZER, A. H. (2000 - Chairman). **Report of the International Financial Institution Advisory Comission**. Washington, DC: International Financial Institution Advisory Comission.
- MADDISON, A. (2001). **The World Economy: a millennial perspective**. Paris: OECD.
- 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.
- 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.
- PRATES, D. (2003). **Crises Financeiras dos Países “Emergentes”**: uma explicação heterodoxa. Campinas, SP: Instituto de Economia. (tese de doutoramento)
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M.A (2003). **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**.
- 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 Integration**. (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>)

- RODRIK, D. (2003). **Growth Strategies.**
 (<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.
- 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.
- STRANGE, S. (1998). **Mad Money: when markets outgrow governments**. The University of Michigan Press.
- STIGLITZ, J. E. (2002). **A Globalização e Seus Malefícios**. São Paulo: Futura.
- 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.
- VAN DORMAEL, A. (1978). **Bretton Woods: birth of a monetary system**. London: MacMillan.
- WORLD BANK (2000). **Global Development Finance, 2000**. Washington: World Bank.
- WORLD BANK (2001). **Globalization, Growth and Poverty**. Washington: World Bank.

Anexo – Indicadores Seleccionados das Economias em Desenvolvimento

A1. Indicadores de Liquidez e Solvência Externa, 1995 - 2002								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
I. Reservas Internacionais/Importações de Bens e Serviços (%)								
Países em Desenvolvimento	43,1	47,2	48,2	50,6	52,6	49,5	55,3	61,7
Ásia	37,5	42,6	44,4	56,5	59,2	49,6	58,4	68,1
Excluindo China e Índia	29,3	30,8	23,8	36,7	43,4	35,3	38,6	42,3
América Latina	51,0	54,9	50,7	43,7	43,9	41,8	43,2	47,8
II. Reservas Internacionais/Dívida Externa de Curto Prazo								
Países em Desenvolvimento	1,7	1,9	2,1	2,2	2,5	3,0	3,7	4,2
Ásia	1,7	2,1	2,5	3,0	4,3	5,2	6,6	8,8
América Latina	1,4	1,5	1,5	1,7	1,6	1,7	1,8	1,6
III. Dívida Externa/PIB (%)								
Países em Desenvolvimento	41,5	39,4	38,7	43,5	44,7	40,6	40,1	40,9
Ásia	32,6	31,1	32,5	37	34,1	30,7	29,9	27,4
Excluindo China e Índia	52,5	51,4	59,1	84,7	72,2	65,4	65,4	57,7
América Latina	36,9	35,5	33,7	37,9	44,3	38,7	38,9	45,3
IV. Juros e Amorização/Dívida Externa (%)								
Países em Desenvolvimento	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0	0,9
Ásia	2,8	2,3	2,3	2,6	2,3	2,1	2,1	2,0
América Latina	6,4	7,0	7,5	6,7	7,6	6,7	6,7	5,6

Fonte: IMF (2003) - World Economic Outlook, october. Indicadores estimados pelo autor.

(*) Coréia do Sul, Hong Kong, Cingapura e Taiwan

A2. Resumo do Balanço de Pagamentos, 1995-2003									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
I. Ásia em Desenvolvimento									
Conta Corrente	-43	-39	8	48	47	44	36	65	42
Conta Capital	1	1	1	1	1	0	1	0	0
Conta Financeira	64	69	26	-26	-23	-20	-28	-68	-52
Var. Reservas, (-) é aumento	-31	-38	-28	-21	-31	-18	-62	-113	-121
Capitais Oficiais, liq.	7	-2	14	21	22	12	6	6	8
Capitais Privados, liq.	89	108	40	-26	-14	-14	28	39	61
II. América Latina									
Conta Corrente	-38	-39	-67	-90	-56	-46	-53	-15	-14
Conta Capital	1	-1	1	2	2	1	1	0	2
Conta Financeira	40	43	69	92	59	42	54	20	12
Var. Reservas, (-) é aumento	-23	-28	-14	8	9	-3	1	-2	-29
Capitais Oficiais, liq.	20	-5	9	10	-3	-10	23	14	13
Capitais Privados, liq.	43	76	74	74	53	55	30	8	28
Memória									
Conta Corrente NICs Asiáticos	3	-2	9	67	60	44	55	68	76
NICs e Ásia em Desenv.	-41	-41	17	115	107	87	90	133	118
Reservas Internacionais									
Países em Desenv.	471	565	621	616	641	711	792	934	1.119
Ásia em Desenv.	185	231	249	274	307	321	380	495	615
excl. China e Índia	91	102	80	96	115	114	117	135	143
A.L.	130	157	171	153	143	156	159	161	190

Fonte: IMF (2003) - World Economic Outlook, october. Indicadores estimados pelo autor.

(*) estimativa