

FLUXOS DE CAPITAL PARA ECONOMIAS EMERGENTES E NOVA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

José Rubens Damas Garlipp

*Instituto de Economia
Universidade Federal de Uberlândia*

jrgarlipp@ufu.br

www.ie.ufu.br

Resumo

O texto trata dos fluxos financeiros internacionais para as economias emergentes e das principais propostas de longo alcance para o reordenamento da arquitetura financeira internacional, apontando alguns vetores que a instituição de uma ‘nova arquitetura financeira internacional’ poderia comportar, e destaca a presença de alguns constrangimentos impostos por uma realidade marcada pela supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas.

Palavras-chave: Arquitetura Financeira Internacional, Finanças Internacionais, Economia Desregulada

I. INTRODUÇÃO

O quadro das finanças ‘globalizadas’ que se configura depois da ruptura do sistema de Bretton Woods revela que, para um conjunto de 53 países, são registrados nada menos que 158 episódios de crises cambiais e 54 crises bancárias, sendo o número de crises cambiais nas ‘economias emergentes’ duas vezes maior que nas economias industrializadas, notando-se uma precedência mais freqüente das crises bancárias em relação às cambiais, e com custos de reestruturação financeira e de perda do produto elevados - atingindo, respectivamente, de 30% a 40% do PIB nos episódios mais graves e, em média, 4,25% da produção, custos esses ainda maiores nos ‘economias emergentes’. (IMF, 1998a)

Depois de Bretton Woods assiste-se a sucessivas crises cambiais, a começar com a fuga de capitais dos países periféricos, no final dos anos 1970 e início da década de 1980. O período que se inaugura na segunda metade dos anos 1980 e se estende aos dias atuais é caracterizado, justamente, por uma seqüência de episódios críticos de envergadura (Quadro1).

Quadro 1
Episódios críticos (segunda metade dos anos 1980 >)

- Crash da Bolsa de valores (1987)
- Crash dos Mercados de bens raízes (1989)
- Colapso da Bolsa de valores de Tokio (1990)
- Turbulência do Sistema Monetário Europeu (1992-93)
- Crise do mercado americano de bonus (1994)
- Crise mexicana (1994-95)
- Instabilidade da Bolsa de valores de Nova York (1996)
- Depreciação das moedas e queda das Bolsas asiáticas (1997)
- Colapso da economia rusa (1998)
- Crise do fundo especulativo LTCM
- Crise dos países latino-americanos (1997-99)
- Ataque especulativo contra o Real (1999)
- Crises da Turquia, Argentina (2001>) e Brasil (2002/2003)

Essa sucessão de crises financeiras, uma manifesta erupção das tensões do sistema, torna explícita a exacerbação da tendência de instabilidade intrínseca da *economia desregrada* e, igualmente, revela a exponenciação das dificuldades em sustentar uma taxa de câmbio frente a movimentos especulativos, fruto das mudanças na dinâmica financeira internacional em direção a supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas. A instabilidade nas economias emergentes está relacionada, em boa medida, a mudanças que ocorreram nos fluxos internacionais de capital neste mesmo período e, igualmente, está associada à debilidade da arquitetura financeira internacional vigente no que toca a regulação do sistema.

II. FLUXOS INTERNACIONAIS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

Os consideráveis fluxos de capital para economias emergentes no início dos anos 1990 e a magnitude da sua reversão desde 1997 estimulou uma extensa literatura sobre os seus determinantes. O surgimento dos fluxos e a subsequente reversão foram atribuídos à interação entre inúmeros fatores, incluindo: (a) mudanças nas condições macroeconômicas globais; (b) mudanças nos fundamentos econômicos de países receptores; (c) agrupando comportamento entre emprestadores; (d) a importância crescente da securitização e dos investimentos institucionais; (e) a liberalização de restrições da conta capital e de setores financeiros em economias emergentes; e (f) rebaixamento do risco resultante de garantias governamentais implícitas ou explícitas.

Os empréstimos bancários para economias emergentes cresceram substancialmente entre 1990 e 1997. O crescimento de empréstimos bancários foi mais pronunciado na Ásia, seguido pelo Leste Europeu e América Latina (Gráfico 1). Boa parte deste crescimento no período resulta de uma subida pronunciada em obrigações de curto prazo (Gráfico 2). Esta tendência pode ser atribuída a uma série de fatores, entre os quais o crescimento do financiamento do comércio, liberalização de setores financeiros, o estabelecimento de centros offshore, as vantagens oferecidas por empréstimos a curto prazo no monitoramento e administração de exposures internacionais, e as chamadas oportunidades de arbitragem criadas pela combinação de taxas de juros nominais domésticas altas e taxas de câmbio fixas ou quase-fixas. O arranjo regulador prevalecente pode ter desempenhado um importante papel, encorajando fluxos a curto prazo. A proporção de empréstimos de curto prazo foi maior na Ásia, refletindo o rápido desenvolvimento dos sistemas bancários locais e *offshore* e provavelmente a arbitragem de taxa de juros através de bancos internacionais. Em contraste, a parcela de empréstimos de curto prazo teve um nível mais baixo na América Latina, devido a maior proporção de empréstimos a longo prazo para entidades do setor público e ao impacto do replanejamento precoce dos acordos.

Gráfico 1
Empréstimos bancários para economias emergentes
(US\$ bilhões)

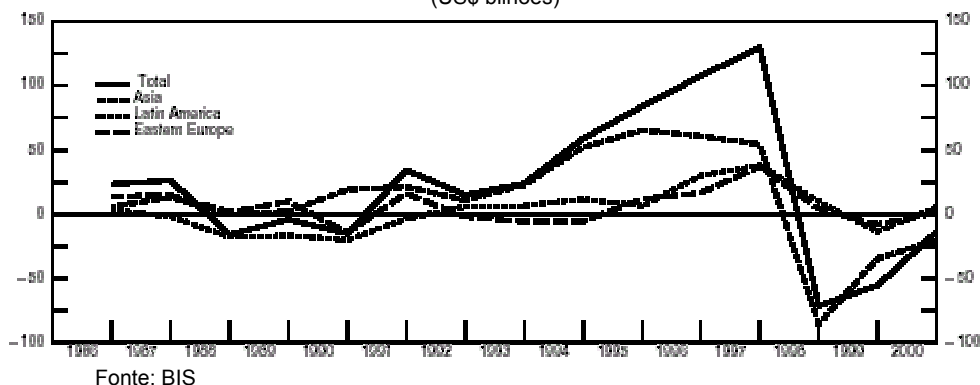
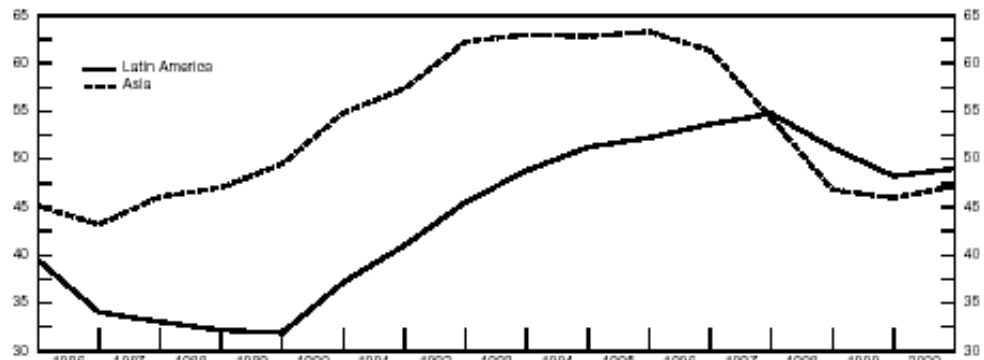
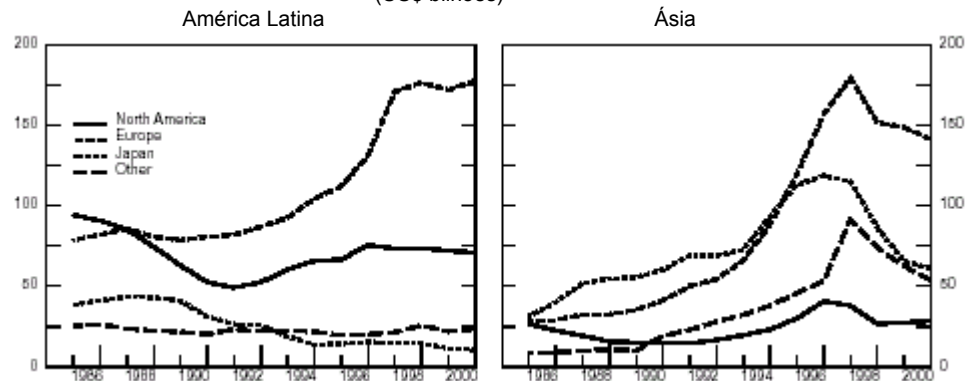


Gráfico 2
Distribuição de maturidade de empréstimo bancário internacional para economias emergentes



Fonte: BIS

Gráfico 3
Empréstimos bancários internacionais para economias emergentes
por nacionalidade de emprestadores
(US\$ bilhões)



Fonte: BIS

Tabela 1
Fluxos líquidos de capital para economias emergentes
(US\$ bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Fluxos de capital privado	42.8	97.4	107.0	128.6	142.3	211.4	224.7	115.2	66.2	67.4	36.4
dos quais:											
Investimento direto privado	19.0	32.2	35.7	57.9	81.0	95.8	119.5	141.3	151.6	154.6	141.9
Investimentos de portfólio privado	-0.9	25.1	62.7	76.8	105.0	41.4	79.6	39.4	0.3	4.8	17.3
Outros fluxos de capital privado 1	24.6	40.1	8.5	-6.1	-43.7	74.2	25.6	-65.6	-85.6	-91.9	-122.8

1 Inclui empréstimos bancários.

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*.

Outra tendência importante foi a aguda expansão da atividade pelos bancos europeus (Gráfico 3). Tal expansão, particularmente na Ásia e América Latina, pode ser atribuída ao desejo de parte dos bancos europeus em diversificar suas atividades em regiões diferentes daquelas em que tradicionalmente tiveram um papel dominante (África, Leste Europeu), ao crescimento do investimento direto estrangeiro e do comércio pelas companhias européias, e a baixa lucratividade das atividades tradicionais em um contexto de fraco crescimento europeu.

Ao final de 1997, os bancos europeus tiveram a sua maior exposição junto a economias emergentes. Enquanto isso, os bancos norte-americanos expandiram sua atividade prestamista a passos relativamente moderados. Esta atitude cautelosa provavelmente resultou da experiência do início dos anos 80, quando os seus balancetes estiveram dramaticamente fracos em virtude de problemas com empréstimos para a América Latina. Os bancos americanos retornaram a uma maior atividade prestamista nesta área entre 1992 e 1994, mas a diminuíram novamente com a crise do México no fim de 1994. Reduções em linhas de crédito a curto prazo contribuíram para que houvesse aumento da volatilidade no mercado durante a crise asiática e criaram problemas particularmente agudos para países na área.

Os empréstimos de curto prazo parecem ser melhor explicados por um número limitado de indicadores, relacionados principalmente a credibilidade, risco-câmbio e performance do mercado financeiro, enquanto os empréstimos de longo prazo são explicados por um vasto conjunto de indicadores.

A expansão dos empréstimos bancários para as economias emergentes através de filiais ou bancos internacionais estabelecidos nestes países não parece ter sido um substituto aos empréstimos cruzados. O comportamento dos empréstimos não é uniforme entre os prestamistas. Demais, o caráter procíclico dos empréstimos para as economias emergentes verificado em nível global é principalmente devido ao comportamento pro-cíclico dos bancos japoneses e europeus. Em contraste, os bancos americanos apresentam um padrão anticíclico.

Vale notar o impacto do tipo de regime de câmbio sobre os empréstimos bancários, de modo que arranjos de câmbio fixo ou intermediário encorajam os fluxos de

empréstimos, ao passo que taxas flexíveis os inibem. No que se refere a efeitos-contágio, há um comportamento mimético entre os emprestadores. No entanto, a canalização de empréstimos para regiões geográficas específicas tem um significativo impacto sobre os empréstimos para países nessas regiões. Também se notam efeitos diversos entre regiões durante períodos de turbulência financeira, o que sugere que, em períodos de tensão, os bancos internacionais trocam os seus empréstimos para países em outras regiões independentemente de seus fundamentos econômicos.

O impacto da introdução do Acordo da Basiléia sobre os empréstimos interbancários para as economias emergentes apresenta-se limitado, a despeito da substancial redução dos riscos associados a esses empréstimos.

Não há evidência de comportamento assimétrico dos determinantes com respeito aos influxos ou fluxos de saída, o que significa que ambos os fatores (internos e externos) são responsáveis pelos aumentos ou reduções dos empréstimos bancários para economias emergentes.

A análise cuidadosa dos determinantes dos empréstimos bancários internacionais para as economias emergentes (BIS,2002) deixa claro que os resultados diferem daqueles princípios advogados pela literatura do início da década de 1990, na qual o empréstimo agregado para os países de mercados emergentes parece ter sido procíclico ao crescimento dos países emprestadores em lugar de anticíclico.

O importante a registrar é que não se sustenta o propalado argumento de que os países em desenvolvimento seriam beneficiados pela abertura de suas economias ao financiamento externo, bastando, para tanto, abrirem-se às importações e criarem oportunidades aos capitais estrangeiros, além de, obviamente, patrocinarem a desnacionalização de seus sistemas bancários domésticos. Ao contrário, o financiamento externo não contribuiu para o desenvolvimento dos países em desenvolvimento, como bem demonstram as estatísticas recentes e a Tabela 1.

Os fluxos líquidos de capital para as economias emergentes apresentam uma significativa queda, de US\$ 170 bilhões ao ano em 1993-96 para menos de US\$ 33 bilhões em 2000. Os empréstimos bancários e investimentos de portfolio inverteram a direção, de US\$ 81 bilhões positivos ao ano em 1993-96 para US\$ 111 bilhões negativos em 2000. Já o

investimento direto estrangeiro mudou de um patamar de US\$ 89 bilhões ao ano em 1993-96 para US\$ 145 bilhões em 1997, permanecendo relativamente estável.

Com relação ao período 1989/97, em que se verifica o auge dos fluxos de financiamento para as economias emergentes, os empréstimos internacionais saíram de zero para quase US\$ 150 bilhões por ano. Ocorre que os empréstimos foram assumindo um perfil de curto prazo, de modo que, se no começo do processo pouco mais de 30% dos empréstimos tomados pela América Latina no mercado internacional eram de curto prazo, no auge do período eles chegaram a 50%; e na Ásia a 60%.

A bem da verdade, os fluxos de empréstimos acompanham os ciclos de crescimento dos países centrais, contrariando a hipótese de que os investidores e banqueiros dirigiriam seus recursos aos países em desenvolvimento como alternativa à queda da rentabilidade de seus capitais no centro do sistema capitalista.

As mudanças ocorridas nos últimos anos em fluxos líquidos de capital privado para as economias emergentes implicam que as orientações tomadas ou previstas requerem reajustes frequentes. A bem da verdade, tais mudanças refletem não apenas movimentos quantitativos desses fluxos entre economias desenvolvidas e emergentes, senão uma dimensão qualitativa, na medida em que as conexões financeiras que se estabelecem podem criar irreversibilidades a curto e médio prazos. Em virtude do caráter desestabilizador que tais mudanças dos fluxos de capital acarretam, o desempenho macroeconômico das economias emergentes é afetado, em prejuízo das condições requeridas para a estabilidade financeira e para o crescimento dessas economias, cujas políticas domésticas têm seu raio de manobra diminuído na medida em que se aprofunda a sua vulnerabilidade externa. Além disso, a crescente liberalização dos mercados financeiros crescentemente integrados internacionalmente tem se traduzido em maiores dificuldades na regulamentação de instituições financeiras. Em consequência, uma série de propostas tem sido apresentada, com vistas a estabelecer uma nova arquitetura financeira internacional.

III. Propostas de longo alcance

A maioria das propostas se concentra na necessidade de mais transparência e informação, melhores regulamentações nacionais e internacionais, maior provisão de liquidez oficial em tempos de crise e maior envolvimento do setor privado na prevenção e resolução das crises. De um modo geral, as incumbências para a comunidade financeira internacional e as sociedades podem ser assim sistematizadas (LINS,2002:18-20):

a) competências e responsabilidades dos governos nacionais

- buscar consistência nas políticas macroeconômicas
- criar mecanismos sustentáveis de financiamento ao desenvolvimento
- melhorar o marco institucional doméstico
- ampliar a exigência de transparência nas ações dos países e nas recomendações da política econômica pelo FMI aos governos nacionais
- implementar atividades que ajudem na identificação de fontes de vulnerabilidade

b) papel dos organismos internacionais

- rediscutir o papel das instituições de fomento e desenvolvimento regional, evitando superposições
- repensar a situação dos países endividados
- definir com clareza as atribuições dos diversos atores no sistema financeiro internacional
- melhor monitoramento (pelo FMI) dos regimes cambiais praticados
- adotar medidas que limitem a volatilidade dos mercados: regulamentação e controle, por parte do BIS
- avaliar, junto com os países mantenedores dessas instituições, a redistribuição dos pesos dos países nos processos decisórios
- avaliar a criação de mecanismos de financiamento emergenciais
- definir, junto com o setor privado, o papel deste no conjunto de medidas de prevenção e salvaguarda do sistema

c) tarefas para o setor privado

- aprimoramento da governança corporativa
- ampliação do acesso a informações
- co-participação na responsabilidade pela prevenção e solução de crises, talvez através da participação em um fundo de socorro e apoio a países em dificuldades.

A questão que sobressalta está associada aos mecanismos supranacionais de supervisão, prevenção de crises e controle, em uma quadra de mercados financeiros

liberalizados mercados pela extrema volatilidade dos capitais, de modo a superar as debilidades manifestas do arranjo institucional vigente. Nestes termos, e em que pese a importância de métodos de reforma em nível microeconômico, as principais propostas de reordenamento de longo alcance apresentadas no debate atual encontram-se em nível macroeconômico.

III.1 Bandas Cambiais

A instituição das bandas cambiais visa melhorar a estabilidade das taxas de câmbio. As autoridades monetárias podem instituir faixas de flutuação de taxas de câmbio ou mesmo negociá-las de modo a não se tornarem explícitas, cabendo aos bancos centrais a tarefa de evitar que a taxa de câmbio se desvie da banda instituída ou acordada. Em contexto de elevada volatilidade das taxas de câmbio, a adoção de bandas cambiais implica discutir a factibilidade de uma coordenação de política econômica internacional que contraarreste eventuais efeitos negativos no âmbito do comércio internacional e dos investimentos. Nos termos propostos por WILLIAMSON(1987), uma espécie de acordo entre os três principais países industrializados (Estados Unidos, Japão e Alemanha) acerca de algumas regras e metas que limitem as flutuações das taxas de câmbio, reclamando um compromisso mais efetivo das autoridades monetárias em relação às experiências de coordenação *ad hoc* implementadas nos anos 1980. Sua proposta (*flexible target zones for exchange rates*) aponta para uma estrutura de paridades cambiais negociada entre as três moedas, que refletisse uma taxa de câmbio real efetiva de equilíbrio para os respectivos países. Estabelecida a estrutura de paridades cambiais, o compromisso básico dos países estaria em administrar as políticas macroeconômicas com vistas a limitar os desvios das taxas de câmbio das metas acordadas, bem como impedir que estas ultrapassem o intervalo (mais ou menos 10%) em torno do alvo. O elenco de regras básicas da gestão das políticas macroeconômicas compreenderia o manejo do nível médio das taxas de juros, conforme o comportamento do crescimento agregado da renda nominal frente a soma da meta desse crescimento para os países integrantes; revisão das taxas de juros entre os países para limitar as variações das taxas de câmbio das metas estabelecidas; e redefinição das políticas fiscais domésticas em função das taxas de crescimento da renda nominal acordada. Como se observa, a coordenação da política econômica apregoada por Williamson se funda,

essencialmente, na política monetária, por meio do manejo das taxas de juros. A política fiscal seria utilizada para um ajuste compensatório quando “alterações na política monetária ameaçassem o equilíbrio interno”. É prevista a revisão da meta da estrutura de paridades das taxas de câmbio reais efetivas, como forma de acomodar o impacto das mudanças estruturais sobre os preços, ficando as taxas nominais sujeitas a ajustes em função do comportamento da inflação nos três países em questão. Trata-se, pois, de um sistema de taxas de câmbio flexíveis mas acordadas, do qual se espera “capa[cidade] de restringir desalinhamentos e fornecer um caminho para a coordenação política, visto que exigiria um acordo em torno das margens de flutuação, que por sua vez demandaria um grau de compreensão mútua sobre os objetivos de política econômica”.

Na visão de Williamson, este sistema se mostraria mais factível que o regime de câmbio fixo ou flutuante, ao tempo que, através da flexibilidade, permitiria que as taxas de câmbio preenchessem as suas quatro funções sociais genuínas: harmonizar diferentes taxas de inflação; facilitar ajustes dos balanços de pagamentos; permitir um grau de independência para as políticas monetárias anticíclicas; e absorver choques especulativos. Em que pese a possibilidade de avanços na direção da proposta das *flexible target zones*, convém registrar, no entanto, que antes ela sancionaria o funcionamento atual das relações monetárias internacionais, ao invés de se traduzir em um efetivo reordenamento monetário internacional.

A bem da verdade, deve ser respeitada uma série de condições para que a adoção de de bandas cambiais surta os efeitos positivos desejados, entre as quais destacamos: credibilidade das autoridades monetárias para defender o sistema; acordo sobre uma paridade central capaz de refletir um equilíbrio da taxa de câmbio; e criação de regras consensuais sobre futuras alterações da paridade central. Além disso, vale notar que a viabilidade do sistema de bandas cambiais estará condicionada à política que cada um dos governos dos países envolvidos confere ao balanço de pagamentos. Se se estabelece prioridade a balança externa mais do que a interna

III.2 Banco Central Mundial

A proposta de criação de um banco central mundial, nos termos apresentados por COOPER(1987), prevê não apenas a criação de uma moeda única para todos os países industrializados, com uma política monetária comum e um Banco de Emissão Comum (Bank of Issue) responsável pela gestão dessa política. A sua proposta (*pooling of monetary sovereignty*) busca enfrentar a instabilidade das decisões de *portfolio*, advinda das flutuações das taxas de câmbio, as quais seriam eliminadas com a emissão de uma moeda única, de circulação interna e internacional. As moedas nacionais dos países industrializados seriam substituídas pela moeda mundial, cuja emissão ficaria a cargo do Banco de Emissão. A idéia é que, estando a gestão monetária sob responsabilidade de uma instância supranacional, pode-se evitar a utilização abusiva do poder de ‘senhoriagem’ em favor do país emissor da moeda de circulação internacional. Além do controle monetário, caberia ao Banco de Emissão o exercício de ‘emprestador de última instância’ e de regulador do sistema financeiro. Assim, o objetivo fundamental da implementação de uma instituição emissora de uma moeda mundial é a prevenção de problemas de taxas de câmbio e a facilitação das transações internacionais. Vale registrar que o próprio proponente reconhece as dificuldades atuais para que seja instituído um banco de emissão global; todavia entende ser possível “apostar num Banco de Emissão relacionado a um grupo de países democráticos, que constituiria o cerne de um sistema internacional”.

KAUFMAN(1998) recomenda a criação de uma única instância reguladora global de mercados e instituições financeiras, composta por profissionais do setor privado, que fiscalizaria tanto os bancos como os intermediários financeiros. A proposta de se estabelecer uma autoridade regulatória para instituições financeiras com competência mundial tem por objetivo a prevenção de arbitragem regulatória internacional. Pela proposta, a comunidade internacional recorreria à sua experiência de décadas de cooperações bem sucedidas e da imposição de regras comuns. Apesar de contar com uma estrutura reguladora unificada, são tímidos os esforços para unificar as autoridades reguladoras.

Uma variante dessa proposta é a da criação de uma organização financeira mundial. No entanto, ela é mais ampla, uma vez que a autoridade reguladora financeira mundial agregaria tarefas de coordenação macroeconômica. Atuando nos moldes da Organização

Mundial do Comércio, a organização financeira mundial seria vinculada às Nações Unidas, com o propósito de limitar a influência de países industrializados, principalmente dos EUA, e estaria voltada à estabilização dos mercados financeiros mundiais.

III.3 Credor internacional de última instância

O credor internacional de última instância desempenharia um papel análogo ao de um banco central, com capacidade de desarmar uma (injustificada) corrida aos bancos, disponibilizando liquidez. Para FISCHER(1999), o aprimoramento do sistema requer um organismo multilateral capaz de exercer as principais funções de um ‘emprestador de última instância’, mesmo sem poder lançar moeda. Também MISHKIN(1994) e MELTZER(1998) propõem uma instituição internacional que cumpra o papel de ‘emprestador internacional de última instância’. Em propostas como essas, o Fundo Monetário Internacional deveria conceder uma nova linha de créditos emergenciais, para atender os países que aceitarem adotar as políticas econômicas exigidas. A existência dessas linhas de crédito poderia inibir a disposição a ataques especulativos, ou pelo menos protelá-los, da mesma forma que os seguros de depósitos nos Estados Unidos se propõem a reduzir os incidentes bancários. Mas os obstáculos para um organismo ‘emprestador internacional de última instância’ não são pequenos. Atualmente o Fundo dispõe de recursos para empréstimos em torno de 200 bilhões de dólares, menos que a quinta parte do que dispunha, em proporção ao PIB mundial, quando da sua criação. Todas as evidências apontam que o G-7 não está preparado para suprir os recursos necessários para evitar os ataques especulativos nos países ‘em desenvolvimento’ devedores. Demais, pode-se argumentar que a existência de um ‘emprestador internacional de última instância’ encorajaria os bancos dos países industrializados a correrem maiores riscos. Com efeito, a implementação de um ‘emprestador internacional de última instância’ precisa considerar o fato de que o principal poder regulatório ainda permaneceria junto as autoridades nacionais. A criação desse organismo internacional certamente induziria as autoridades domésticas a relaxar sua vigilância, posto que, se bancos domésticos encontram-se em problemas, parte dos custos será repassada a outros países através do ‘garante’ internacional. Ainda que esse problema possa ser mitigado com a introdução de um sistema

based-risk para um país ter acesso às contribuições do prestador internacional, não se pode afirmar *a priori* se esse sistema será efetivo.

III.4 Corte Internacional de Falências

A implementação de uma lei de insolvência, análoga à lei da falência privada, por meio da criação de regras definidas, permitiria que os Estados criassem oportunidade para liberação parcial de débito, com vistas a solucionar endividamentos nacionais profundos ou reduzir a sobrecarga de países excessivamente endividados. SACHS(1995) sugere a formação de uma *international bankruptcy court*, com poderes similares aos de uma corte doméstica, ao estilo do que rezam os capítulos 9 e 11 do Código de Falências dos Estados Unidos, que estabelece os termos de reestruturação financeira no caso de uma liquidação e permite a suspensão temporária do pagamento de dívidas, ao se considerar que, uma vez ilíquida, mas potencialmente solvente, qualquer corrida contra os ativos da liquidante torna-se prejudicial para a própria e para os credores enquanto grupo. Além disso, os credores podem ofertar o capital de giro que garantiria a continuidade das operações da liquidante, tendo prioridade no resgate desta nova dívida. Fixam-se, também, parâmetros para o alongamento e cancelamento de dívidas, conversões de dívida em capital, etc. Nesta proposta, também endossada por CHARIEKEHOE(1999), a UNCTAD defende que a criação de uma Corte Internacional de Falências se dê por meio de um tratado internacional ratificado pelos membros da ONU, instância a cargo de quem ficaria a responsabilidade pela aplicação de um Código de Falências capaz de evitar uma corrida contra os ativos dos devedores, especialmente no contexto de uma crise de liquidez, ao mesmo tempo em que se protegeriam os direitos dos credores.

IV. UMA NOVA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

À luz das exposto, nos parece impositivo que as propostas para o reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional partam da identificação das suas intrincadas conexões com os mercados de ativos reais e financeiros, bem como com as políticas econômicas dos Estados Nacionais. Em outros termos, significa que a reflexão acerca dos requisitos necessários para o referido reordenamento não pode escapar ao reconhecimento de que “as dificuldades práticas e conceituais enfrentadas pelos estudos dos problemas monetários internacionais decorrem da própria natureza da moeda. A moeda, enquanto elo social mais básico e vital das sociedades modernas, tem um papel de coesão crucial para o sistema econômico. Mas ela é, também, politicamente determinada. A moeda pode ser motivo de rivalidade ou de paz na ordem política. No campo das relações monetárias internacionais, regras que foram mutuamente aceitas podem vir a ser rejeitadas por terem se tornado injustas e ineficientes” (AGLIETTA,1995b:127).

Com efeito, é de se esperar que as propostas considerem a realidade objetiva de todo e qualquer sistema monetário internacional, no sentido de que sua operação se desenvolve em contexto de incertezas, em mercados imperfeitos e de políticas econômicas sub-ótimas. E mais, como bem assinala KENEN(1988), não se trata de comparar falhas observadas em determinado sistema monetário-financeiro com alternativas idealizadas. As assimetrias, disfunções e distúrbios de um determinado sistema real têm a ver com a realidade concreta em que o mesmo se desenvolve, o que significa que o reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional não deve buscar um sistema ótimo, mas perseguir o desenvolvimento e a preservação de um regime monetário viável. E isso em dois sentidos precisos. Primeiro, não se trata de buscar alternativas idealizadas, perfeitas; e, segundo, que seja capaz de resguardar a utilidade da moeda como bem público. Assim, defendemos que o reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional busque o equilíbrio entre a natureza pública da moeda e sua dimensão de riqueza privada, com vistas a minimizar os efeitos deletérios de um capital financeiro autonomizado, fazendo com que este último possa dar suporte ao crescimento do capital industrial de forma estável. Isso requer um regime monetário capaz articular o manejo da oferta monetária e das condições de crédito; a regulação das instituições ou mercados financeiros; a contenção de crises financeiras; e

acordos monetários internacionais referentes a preços de moeda, transferências de capital, e obrigações de pagamentos entre países.

Em decorrência do que acabamos de argumentar, parece-nos precária a insistência na auto-regulação do risco pelos próprios bancos, a ser alcançada por meio da melhoria da transparência e da qualidade dos dados e informações sobre as posições financeiras dos países e instituições - até porque a 'globalização financeira' pressiona por menor heterogeneidade nos marcos regulatórios.

Isto posto, a instituição de uma 'nova arquitetura financeira internacional' poderia comportar os seguintes vetores:

i) mecanismos públicos de supervisão, fiscalização e intervenção nos mercados financeiros - de crédito, de câmbio e de capitais - de modo a desativar a dominância financeira que caracteriza o atual padrão de acumulação capitalista à escala mundial, no qual os ganhos financeiros especulativos desestimulam as decisões de investimento produtivo, mais amplas e inovadoras;

ii) a institucionalização da coordenação entre os principais bancos centrais, com vistas a enfrentar as manobras viabilizadas pela elevada liquidez dos diferentes agentes privados, capazes de desencadear ataques especulativos às diferentes moedas. Sob cooperação, os bancos centrais poderiam exercer a função de emprestador de última instância, sem os entraves burocráticos e os marcantes interesses dos países dominantes que caracterizam as ações dos organismos multilaterais, em especial o Fundo;

iii) a criação de uma banda cambial global para suavizar as flutuações excessivas entre as três principais moedas;

iv) a imposição de limites severos às práticas de alavancagem em dívidas, especialmente nos mercados de derivativos, câmbio e Bolsas;

v) o reforço à capacidade de intervenção do Fundo Monetário Internacional, com mudança de sua orientação contraproducente e excessivamente conservadora em matéria fiscal;

vi) uma reforma do Banco Mundial e dos grandes bancos regionais, com reorientação de critérios e mecanismos de concessão dos apoios financeiros;

vii) o apoio à integração regional entre países ‘em desenvolvimento’, inclusive quanto à criação de moedas regionais;

viii) a admissão de controles de capitais, assim como a formação de uma *international bankruptcy court*, com poderes similares aos de uma corte doméstica, ao estilo do que rezam os capítulos 9 e 11 do Código de Bancarrota dos Estados Unidos, conforme a proposta de SACHS(1995), endossada por CHARIEKEHOE(1999) e recomendada pela UNCTAD(1998); e

ix) a criação ou o reforço dos mecanismos de proteção dos preços das *commodities* exportadas pelos países em desenvolvimento.

É certo que a viabilidade das reformas requer instrumentos adequados, compromissos firmes das autoridades nacionais e dos organismos multilaterais com o sistema monetário-financeiro internacional, regulação adequada para aplicações de capital e mecanismos de financiamento compensatório, sem o que não se estabelecem nem se sustentam as bases para uma ordem internacional estável. As dificuldades práticas e conceituais dos problemas monetários internacionais decorrem da própria natureza da moeda, posto que é o elo social básico e vital das sociedades modernas; exerce um papel de coesão crucial para o sistema econômico e é politicamente determinada. Não desconsideramos, pois, a existência de problemas para a definição de credibilidade do valor da moeda, os quais decorrem da sua própria natureza.

A hierarquia de moedas no sistema monetário-financeiro internacional, sabemos, acaba por determinar condições diferenciadas para as economias nacionais, ainda mais nas circunstâncias atuais em que a moeda americana prevalece nas operações financeiras internacionais. A função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, não se circunscreve aos limites de um padrão monetário clássico (TAVARES e MELIN,1997), uma vez que o seu valor decorre da capacidade de os Estados Unidos manterem sua dívida pública como título de segurança do sistema financeiro global, e que a taxa de juros americana, ao servir de referência para o crescimento das transações financeiras globais, induz a denominação das operações financeiras e comerciais praticadas mundialmente. Trata-se de uma moeda que estabelece relações hierárquicas entre regras monetárias e comportamentos financeiros, e entre as diversas moedas em operação nos mercados, inclusive

‘administrando’ a liquidez e o risco sistêmicos. E isso traz consequências severas à mobilidade de capitais, ao comportamento dos mercados financeiros e às gestões macroeconômicas nacionais, posto que referidos às condições concretas daquela que exerce as funções de moeda internacional.

Em retrospectiva, é justamente a incapacidade das moedas internacionais cumprirem a contento as funções delas esperadas o que torna inviável a manutenção de paridades estáveis entre as diversas moedas, com o que são exacerbadas a flutuação e a volatilidade cambial; o sistema monetário-financeiro é fragilizado e se exponencia a concorrência entre regiões ou zonas monetárias, ressurgindo a instabilidade sistêmica. Por conta disso, a ênfase na credibilidade e nos mecanismos capazes de sustentá-la não é o bastante para responder aos requisitos necessários à instituição de uma nova arquitetura monetário-financeira internacional. É preciso considerar que as mudanças que se verificam no sistema, especialmente depois de Bretton Woods, se traduzem em acentuados impactos desestabilizadores, como o demonstra o fato de deixar de existir oferta limitada de ativos monetários sob controle das autoridades monetárias nacionais. Vimos que a eliminação dos controles cambiais e a proliferação das inovações financeiras respondem, em grande medida, pela atual instabilidade monetário-cambial, de modo que o comportamento dos mercados de ativos tem se revelado incompatível com a estabilidade das taxas de câmbio e do sistema monetário internacional. Dizer isso é dizer que as finanças globalizadas e desreguladas que marcam a *economia desregrada* não condizem com flexibilidade e previsibilidade das políticas macroeconômicas, acentuando a vulnerabilidade externa das economias, crescentemente expostas a choques e a ataques especulativos.

A expressiva e desregulada mobilidade do capital é um fato da vida econômica e financeira no início do século XXI que está a exigir dos governos a subordinação de todas as demais metas de política econômica à estabilização da taxa de câmbio. A história econômica evidencia, nos lembra EICHENGREEN(1996), que depois de Bretton Woods, são vários os esforços para reconstruir um sistema de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis, desenhando uma história de repetidos fracassos, o que deve ser debitado à inelutável escalada da mobilidade do capital internacional, que fragiliza as âncoras cambiais e dificulta os ajustes periódicos, cuja lição comum está na percepção de que medidas limitadas não têm sucesso num mundo de mobilidade ilimitada do capital.

V. Considerações Finais: Os Constrangimentos à implantação de uma Nova Arquitetura Financeira Internacional

Embora não tenha atingido o estatuto próprio dos consensos, avança a compreensão sobre a necessidade de novas políticas de regulação. A desregulação e a liberalização financeiras imprimem uma velocidade demasiado rápida às finanças especulativas, tornando-as crescentemente desconexas em relação aos investimentos produtivos. Na medida em que as operações financeiras fogem de qualquer controle, o risco sistêmico torna-se mais elevado, como bem o demonstram os mercados derivativos livres, cuja ‘exuberância irracional’ não faz mais que traduzir a racionalidade própria da lógica especulativa de valorização do capital. Uma vez que os mercados não têm capacidade de auto-regulação, fazem-se necessários o controle e a regulação de caráter público sobre os mercados financeiros.

Mas há que se notar, no entanto, a presença de alguns constrangimentos, dentre os quais destacamos aqueles que, a nosso juízo, são os principais. Primeiro e mais geral, o inescapável paradoxo estabelecido pela liberalização das finanças depois de Bretton Woods: a dimensão gigantesca assumida pelos mercados de capitais mundialmente integrados em contraste com o caráter nacional das instituições reguladoras (exceto as instituições multilaterais – Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e BIS) e seu porte e capacidade de intervenção limitados. São ilustrativas disso as seguidas intervenções *ad hoc* nos episódios críticos já mencionados, o que revela não haver garantia de estabilidade para o sistema, o qual se mostra crescentemente frágil frente aos graves riscos pendentes. A intervenção do Tesouro americano na crise do México, em 1995, alcança relativo êxito, ao passo que fracassam as intervenções nas crises da Ásia, em 1997, e da Rússia, em 1998. Uma intervenção problemática na crise do fundo especulativo *Long-Term Capital Management*, em 1998, pelo Fed e as intervenções do Fundo Monetário Internacional no Brasil, entre 1998 e 1999; e, mais recentemente, na Argentina e na Turquia.

Segundo, as discussões acerca das questões-chave em torno do regime monetário encontram-se circunscritas aos interesses da tríade do núcleo orgânico capitalista (Estados Unidos, Europa e Japão); e, em toda e qualquer definição com vistas ao reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional, não há como desconsiderar uma realidade

concreta composta de diferentes visões políticas de cada uma das economias e ou blocos econômicos.

Terceiro, e não menos importante, trata-se de uma realidade na qual os Estados Unidos, usufruindo seu poder financeiro, impõem a predominância da sua moeda, de modo que os mercados financeiros parecem dispostos a aceitar, a despeito das flutuações do valor do dólar, que os Estados Unidos exerçam, dentro de limites bastante flexíveis, o privilégio da ‘senhoriagem’ internacional. Dizer isso é dizer que as propostas de reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional devem considerar o papel fundamental dos Estados Unidos na gestão da ‘mundialização’ financeira, posto que a função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, decorre fundamentalmente das características do mercado financeiro americano e do duplo papel desempenhado pelo Estado americano, o de devedor e de prestador de última instância. Trata-se, enfim, de uma ‘mundialização’ financeira hierarquizada a partir do sistema financeiro americano.

Quarto, ainda que os organismos multilaterais reconheçam as profundas mudanças na dinâmica financeira internacional, reorientando e ou qualificando suas propostas de prevenção e resolução das crises financeiras, a bem da verdade busca-se evitar medidas de maior alcance, tais como o controle dos movimentos de capitais e a organização de um credor de última instância mundial. Isso se explica, em boa medida, pelo fato os países exportadores de capitais virem sendo beneficiados pela liberalização dos movimentos de capitais. Se explica, ainda, pela premissa de que as tensões possam ser isoladas e controladas, de modo que uma efetiva regulação dos fluxos internacionais de capitais, bem como um rearranjo mais profundo, apenas fariam sentido se fosse vislumbrada uma crise mais grave no sistema, que pusesse em risco as economias do núcleo orgânico capitalista. Convém não desprezar, no entanto, que a erupção das tensões - agora manifesta no fim de um ciclo expansionista da economia americana e na apreensão acerca de um ‘pouso forçado’ da potência capitalista hegemônica - parece desautorizar a manutenção dessa premissa que informa os organismos multilaterais.

Quinto, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, em conjunto com o BIS, mantêm-se como o principal *locus* de elaboração de proposições para reordenar a arquitetura do sistema financeiro internacional, as quais passam antes pelo mercado, e não por um fortalecimento de instâncias efetivamente supranacionais. Daí que apregoam o

desenvolvimento e a difusão de “códigos de boas práticas” e o aperfeiçoamento dos “padrões de disseminação de dados especiais” com vistas a aumentar a capacidade internacional de monitorar as políticas macroeconômicas domésticas, sobretudo no que se refere ao sistema financeiro e às políticas monetária, fiscal e cambial, restando aos países a adequação às normas de um sistema financeiro mundial integrado sem contar com um credor internacional de última instância, mantendo livres os fluxos de capitais, com algum mecanismo acordado internacionalmente para tratar de reescalonamentos e moratórias, que ameaçam recorrentemente os países ‘em desenvolvimento’. Apregoam, ademais, que os países precisam de um sistema bancário fortemente capitalizado, com controles de supervisão prudenciais, rigorosos sistemas de acompanhamento dos passivos e ativos em moeda estrangeira, elevado volume de reservas internacionais, sólida posição fiscal, baixa taxa de inflação e taxa de câmbio com uma margem de flutuação razoavelmente livre, com o sistema financeiro e a política monetária dos Estados Unidos desempenhando o papel de *gendarme* mundial.

Sexto, como desdobramento do anterior, na discussão mais ampla em torno do reordenamento monetário-financeiro internacional, levada a cabo pelas instituições multilaterais, a problemática dos países ‘em desenvolvimento’ segue sendo tratada a partir da concepção predominante, isto é, se enfatiza a política econômica ortodoxa e orientada para o mercado como forma de promover o ajuste macroeconômico. Além disso, supõe-se resolvida a questão do financiamento destas economias, devido ao crescente acesso das mesmas ao mercado financeiro internacional. Daí que a política do Fundo concentra-se na gestão e supervisão da política econômica de curto prazo, ao tempo em que o Banco Mundial direciona seu apoio financeiro, prioritariamente, ao setor privado, em detrimento do setor público das economias ‘em desenvolvimento’. Ocorre que a experiência de inserção internacional subordinada destas economias à ‘globalização financeira’, como bem assinalam BRAGA e CINTRA(1999), não tem se mostrado capaz de promover a superação de problemas fulcrais, como uma estagnação econômica relativa, crises sociais e ameaças à democracia, na medida em que persistem os fatores responsáveis pela instabilidade: os movimentos especulativos de capitais, volatilidades cambiais, perspectiva financeira de curto prazo, inexistência de um emprestador internacional de última instância que atue preventivamente, precariedade dos mecanismos nacionais e supranacionais de supervisão e

regulamentação. Dizer isso é dizer que “as perspectivas de desenvolvimento para estas economias requerem uma intervenção nacional e supranacional sobre o padrão vigente de ‘globalização financeira’, com vistas a estabelecer limites tanto à concorrência internacional predatória - que destrói capacidades produtivas nacionais por critérios de mera rentabilidade - quanto ao afã exacerbado de acumular por acumular, que caracterizam os atuais movimentos monetário-financeiros mundiais”.

A defesa de um reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional, conforme os vetores aqui apontados e considerados os principais constrangimentos à sua implementação, requer ainda que se leve em conta que, até aqui, os acordos monetários estabelecidos por negociação internacional são exceções, e não a regra; e frequentemente resultam de decisões unilaterais de países em defesa de seus interesses. São, pois, compromissos organizacionais que se alteram ao longo do tempo, conforme a correlação de forças entre as economias. Significa, ainda, reconhecer que o capitalismo contemporâneo vem sendo regido pelas leis das finanças, em que se assiste a uma irrefreável inundação da economia de produção por uma lógica de valorização da riqueza abstrata; um mundo, enfim, em que o triunfo das finanças privadas ‘globalizadas’ e a redução da capacidade de disciplinar social e politicamente a economia são as marcas mais fortes da *economia desregrada*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. 1995a. *Macroeconomie financière*. Paris, Editions La Découverte.
- AGLIETTA, M. 1995b. O sistema monetário internacional: em busca de novos princípios. *Economia e Sociedade* (4). Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, junho.
- BRAGA, J.C.S. e CINTRA, M.A.M. 1999. Brazil's participation in the reorganization of international finances. In: STIFTUNG, F.E. coord. *Studies on international financial architecture*. Berlim (trad. bras. A participação do Brasil na reorganização das finanças internacionais. <http://www.fes.org.br>)
- CHARI, V.V. e KEHOE, P. 1998. Asking the right questions about the IMF. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report*, Special Issue (13).
- COOPER, R.N. 1987. A monetary system for the future. In: COOPER, R.N. *The international monetary system: essays in the world economics*. Cambridge, Mass., MIT Press, 1987.
- DAVIDSON, P. 1996. Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. *Economia e Sociedade* (7). Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dezembro.
- DAVIDSON, P. 1992-3. Reforming the world's money. *Journal of Post Keynesian Economics* (XV), 2.

EICHENGREEN, B. 1999. *Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda*. Washington, D.C., The Institute for International Economics.

EICHENGREEN, B. 1999b. Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand? <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>.

EICHENGREEN, B. 1996. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton, Princeton University Press.

EICHENGREEN, B. TOBIN, J. e WYPLOSZ, C. 1995. The case for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal* (105).

EICHENGREEN, B. e WYPLOSZ, C. 1993. The unstable EMS. *Brookings papers on economic activity* (1), Washington, D.C., Brookings Institution.

FISCHER, S. 1999. On the need for an international lender of last resort. (version of a paper prepared for delivery at the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association). Nova York, Janeiro, 3.

GARBER, P. 1993. The collapse of Bretton Woods fixed exchange rate system. In: BORDO, M. e EICHENGREEN, B. eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago, University of Chicago Press, 1993.

GARBER, P. e TAYLOR, M.P. 1995. Sand in the wheels of foreign exchange markets: a skeptical note. *Economic Journal* (105).

GARTEN, J. 1998. In this economic chaos, a global central bank can help. *International Herald Tribune*, sept, 25.

GOODHART, C.E. 1995. Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. *Economia e Sociedade* (4), Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, junho.

GUTTMANN, R. 1996. A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade* (7). Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dezembro.

HOBBSBAWM, E. 1995. *Era dos extremos; o breve século XX: 1914-1991*. São Paulo, Companhia das Letras.

IMF. 2001. New challenges for exchange rate policy. <http://www.imf.org>, janeiro.

IMF. 1999a. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, maio.

IMF. 1999b. *International capital markets: developments, prospects, and key economic issues*. Washington D.C. International Monetary Fund, setembro.

IMF. 1999c. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, setembro.

IMF. 1998a. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, maio.

IMF. 1998b. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, outubro.

IMF. 1998c. *International capital markets: developments, prospects, and key economic issues*. Washington D.C. International Monetary Fund, setembro.

IMF. 1998d. *World economic outlook and international capital markets: interim assesment*. Washington D.C. International Monetary Fund, dezembro.

JEANNEAU, S. & MICU, M. 2002. Determinants of international bank lending to emerging market countries. BIS Working Papers No 112. Monetary and Economic Department, June.

KAUFMAN, H. 1998. Preventing the next global financial crisis. *Washington Post*. Janeiro, 28.

KENEN, P. 1995. Capital controls, the SEM and the MEU. *Economic Journal* (105).

KENEN, P. 1988. *Managing exchange rates*. London, Royal Institute of International Affairs.

KEYNES, J.M. 1936. *The general theory of employment, interest and money*. Reimpresso in: MOGGRIDGE, D. org. *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CW VII), London, MacMillan, 1973.

- KRUGMAN, P. 1998c. What happened to Asia ? <http://web.mit.edu/www/DISINTER.html>.
- LINS, M.A.D.T. 2002. Uma 'nova' arquitetura financeira internacional: pontos para o debate e o espaço dos países emergentes. In: Fendt, R. e Lins, M.A.D.T. *Arquitetura assimétrica: o espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo, Fundação Konrad Adenauer.
- MARX, K. 1863. *Teorias sobre la plusvalia*. México, Fondo de Cultura Económica, 1980.
- MCKINNON, R.I. 1996. *The rules of the game: international money and exchange rates*. Cambridge, MIT Press.
- MCKINNON, R.I. 1988. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives* (2-1).
- MELTZER, A. 1998. Asian problems and the IMF. Testimony prepared for the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Fevereiro, 24.
- MISHKIN, F. S. 2000. Monetary policy strategies for Latin America. *NBER Working Paper*, Draft, Feb, 22.
- MISHKIN, F. S. 1998. International capital movements, financial volatility and financial instability. *NBER Working Paper* (6390). Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- MISHKIN, F. S. 1996. Understanding financial crisis - a development country perspective. *NBER Working Paper* (5600). Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- MISHKIN, F. S. 1992. Anatomy of a financial crisis. *Journal of Evolutionary Economics* (2).
- PLIHON, D. 1995. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade* (5), Campinas, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, dezembro.
- PLIHON, D. 1994. Mouvements de capitaux et instabilité monétaire. *Cahiers Economiques et Monétaires* (43), Paris. Banque de France.
- POLANYI, K. 1944. *A grande transformação: as origens de nossa época*. Rio de Janeiro, Campus, 1980.
- ROGOFF, K. 1999. International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *NBER Working Paper*, 7265. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- SACHS, J. 1995. Do we need an international lender of last resort ? Princeton. Princeton University Press, Frank Graham Memorial Lecture.
- SOROS, G. 1998. *The crisis of global capitalism*. New York, Public Affairs Press. Trad. bras. *A crise do capitalismo*. Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- TAVARES, M.C. e MELIN, L.E. 1997a. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. orgs. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.
- TOBIN, J. 1978. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, (4).
- UNCTAD. 1998. *Trade and development report*. Genebra, United Nations.
- VOLCKER, P. e GYOHTEN, T. 1993. *A roda da fortuna: os dinheiros do mundo e o declínio da supremacia americana*. Lisboa, Dom Quixote.
- WILLIAMSON, J. 1992. International monetary reform and the prospects for economic development. In: TEUNISSEN, J.J. ed. *Fragile finance – rethinking the international monetary system*. Hague, Institute of International Economics, 1992.
- WORLD BANK. 1999. *World development report(1999-2000)*. Washington, D.C., World Bank.
- WORLD BANK. 1998. *Global development finance*. Washington, D.C., World Bank.