

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
INSTITUTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS
MESTRADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**VULNERABILIDADE EXTERNA DOS PAÍSES EMERGENTES: FATORES INTERNOS E
INTERNACIONAIS NAS CRISES FINANCEIRAS DESDE OS ANOS 1990**

Dissertação submetida ao Instituto de Relações Internacionais da Universidade de Brasília em candidatura ao grau de Mestre em Relações Internacionais, concentração em Política Internacional e Comparada

Autor: Elias Antônio de Luna e Almeida Santos

Orientador: Professor Carlos Roberto Pio da Costa Filho

Brasília – DF: Agosto/2004

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
INSTITUTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS
MESTRADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Termo de aprovação

Título da Dissertação: Vulnerabilidade Externa dos Países Emergentes: Fatores Internos e Internacionais nas Crises Financeiras desde os Anos 1990.

Autor: Elias Antônio de Luna e Almeida Santos.

Banca Examinadora:

Professor Doutor Carlos Roberto Pio da Costa Filho (Instituto de
Relações Internacionais da Universidade de Brasília)
Orientador/Presidente

Professor Doutor Eduardo José Viola (Instituto de Relações
Internacionais da Universidade de Brasília)
Examinador Interno

Professor Doutor Paulo Roberto de Almeida (Curso de Mestrado
em Diplomacia do Instituto Rio Branco)
Examinador Externo

Local e data da defesa: Brasília/DF, 18 de agosto de 2004.

*A Maria Lucia de Luna e Almeida Santos (em memória)
e Arthur de Almeida Santos*

Agradecimentos

A Bettina, pela paciência, encorajamento e carinho nos altos e baixos da elaboração deste trabalho.

A Carlos Pio, pelos comentários detalhados às diversas versões do texto, pelas recomendações de leitura e pelo incentivo para que eu desenvolvesse uma pesquisa relevante e ao mesmo tempo viável.

Aos meus chefes no Ministério das Relações Exteriores - Everton Vieira Vargas, Luiz Alberto Figueiredo Machado e André Aranha Corrêa do Lago – e colegas de trabalho, cuja generosidade permitiu que eu conciliasse minhas obrigações profissionais com a atividade acadêmica.

À Divisão de Informação Comercial do Ministério das Relações Exteriores e ao escritório de representação do Banco Mundial em Brasília, que me franquearam acesso a dados estatísticos dos países estudados neste trabalho.

A Carlos Villanova, pelo auxílio na obtenção de informações estatísticas junto ao Banco Mundial, em Washington.

Aos membros da banca examinadora, pela interessante troca de idéias por ocasião da defesa da dissertação.

A Odalva de Araújo Otavio, pelo sempre prestativo apoio da secretaria da pós-graduação do Instituto de Relações Internacionais.

Resumo

O entusiasmo da década de 1990 com os benefícios advindos da crescente integração financeira internacional teve como contraponto as diversas crises financeiras que irromperam nos países emergentes (México, países asiáticos, Rússia, Brasil e Argentina), algumas com repercussões regionais ou globais. Uma vasta literatura surgiu na esteira desses acontecimentos, com o objetivo de explicar e propor soluções para o problema da vulnerabilidade externa dos países emergentes, termo usado para referir-se à condição que os torna mais suscetíveis a originar crises financeiras ou a sofrer a propagação de crises iniciadas em outros países.

A vulnerabilidade externa e, por extensão, as crises financeiras, apresentam causas complexas e múltiplas, de natureza interna e internacional. Os fatores internos compreendem a situação de alguns indicadores econômicos e os modelos de política econômica adotados nos países; os fatores internacionais incluem as características contemporâneas das finanças internacionais, associadas à globalização financeira, bem como as dificuldades atualmente enfrentadas pelo regime financeiro internacional. Neste trabalho, pretende-se reforçar a visão de que o estudo dos fatores internacionais é crucial para a compreensão da vulnerabilidade externa dos países emergentes e da eclosão das crises financeiras ocorridas desde os anos 1990.

Palavras-chave: crises financeiras – países emergentes – fatores internos – fatores internacionais – globalização financeira

Abstract

The optimism prevailing in the 1990s with the benefits resulting from the deepening international financial integration has been moderated by a series of financial crises that erupted in emerging countries (Mexico, asian countries, Russia, Brazil and Argentina), some of which generated regional and global consequences. A vast literature emerged in recent years attempting to make sense of those events as well as to advance solutions to the problem of external vulnerability in emerging countries or the condition that renders such economies more susceptible to financial crises or to suffer from the contagion of crises initiated elsewhere.

External vulnerability and, by extension, financial crises, present multiple and complex causes, both at the domestic and the international levels. Domestic factors comprise the state of some economic indicators, in addition to the models of economic policy adopted in each country. International factors include the characteristics of contemporary international finance linked to financial globalization, as well as the current difficulties faced by the international financial regime. In this dissertation, the author intends to reinforce the view that international factors are crucial to understanding the external vulnerability of emerging countries and the financial crises which took place since the 1990s.

Keywords: financial crises – emerging countries – domestic factors – international factors – financial globalization

Sumário

	Pág.
Introdução.....	1
1. “A primeira crise do século XXI”.....	1
2. Problema e objetivo	2
3. Metodologia e estrutura	5
3.1. Metodologia	5
3.2. Estrutura	7
1. Fatores internos de vulnerabilidade	10
1.1. Considerações iniciais	10
1.2. Indicadores de vulnerabilidade	12
1.2.1. Um resumo dos modelos de crise	12
1.2.2. Uma revisão da literatura sobre os indicadores	15
1.2.3. Uma seleção de indicadores fundamentais	17
1.2.4. Avaliação dos resultados	23
1.3. Modelos de política econômica e inserção na economia mundial	26
1.3.1. Alguns antecedentes na literatura	28
1.3.2. Os modelos contemporâneos e a vulnerabilidade externa	31
1.3.2.a. Cosmopolitas: o Consenso de Washington	32
1.3.2.b. Nacionalistas	45
1.4. Considerações finais	49
2. Fatores internacionais de vulnerabilidade (1): as características dos fluxos internacionais de capitais desde os anos 1990	51
2.1. Considerações iniciais	51
2.2. Antecedentes próximos	56
2.3. O volume e a natureza dos fluxos financeiros desde a década de 1990	58
2.4. As tecnologias da informação e das comunicações nas finanças internacionais	64
2.5. Múltiplos credores e ação coletiva	69
2.6. O contágio	74
2.7. Considerações finais	77
3. Fatores internacionais (2): a teoria dos regimes internacionais e o Regime Financeiro Internacional.....	78
3.1. Considerações iniciais	78
3.2. Alguns aspectos do regime financeiro internacional desde Bretton Woods	79
3.3. Teorias e o regime financeiro internacional	83
3.3.1. Realismo e estabilidade hegemônica	84
3.3.1.a. Os Estados Unidos e as crises financeiras desde os anos 1990	90
3.3.2. Institucionalismo neoliberal	99
3.3.3. Construtivismo	104
3.4. Considerações finais	109
4. Fatores internacionais (3): Governança Financeira Internacional	111
4.1. Considerações iniciais	111

4.2. Dimensão processual	113
4.2.1. A estrutura das IFIs	113
4.2.2. Transparência e prestação de contas	115
4.2.3. Equilíbrio: mecanismo de voto ponderado	123
4.3. Dimensão material: resultados das políticas do FMI	130
4.4. Considerações finais	138
Conclusão	140
Referências bibliográficas	147
Bibliografia consultada	158

Tabelas e Gráfico

	Pág.
Tabela 1.1 - Dívida externa total (setor público e privado) em bilhões de dólares.....	20
Tabela 1.2 - Reservas em moeda estrangeira (em bilhões de dólares).....	20
Tabela 1.3 - Reservas totais, exceto ouro (em semanas de importação).....	21
Tabela 1.4 - Dívida total do setor público como % do PIB (relação dívida/PIB).....	21
Tabela 1.5 - Saldo orçamentário (% PIB).....	22
Tabela 1.6 - Taxa de crescimento do PIB.....	22
Tabela 1.7 – Inflação.....	23
Tabela 1.8 – Saldo da Conta corrente do balanço de pagamentos (% PIB).....	23
Tabela 4.1 – Variação anual do PIB (em %) antes da crise e depois do acordo com FMI	137
Tabela 4.2 – Saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (% PIB).....	137
Gráfico 1.1 - Implementação de Reformas Estruturais na América Latina.....	43

Siglas e abreviaturas

Bacen – Banco Central do Brasil

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento

BIS – Bank for International Settlements (normalmente traduzido como Banco para Compensações Internacionais)

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CAC – Cláusula de Ação Coletiva

CCL – Contingent Credit Lines (Linhas de Crédito Contingente - FMI)

ECN – Electronic Communication Network (rede de comunicação eletrônica)

ESF – Exchange Stabilization Fund (Fundo de Estabilização Cambial – EUA)

Fed – Federal Reserve (Banco Central norte-americano)

FMI - Fundo Monetário Internacional

GATT – Acordo Geral de Tarifas e Comércio

GEF – Global Environment Facility (normalmente traduzido para o português como Fundo Global para o Meio Ambiente)

G-7 – Grupo das Sete Maiores Economias do mundo (com o acréscimo da Rússia, vem sendo chamado de G-8)

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IEO – Independent Evaluation Office (Escritório de Avaliação Independente – FMI)

IFIs – Instituições Financeiras Internacionais

ISEB – Instituto Superior de Estudos Brasileiros

NAFTA – North American Free Trade Agreement (Acordo de Livre Comércio da América do Norte)

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations (principal bolsa eletrônica dos Estados Unidos)

OIC – Organização Internacional do Comércio

OMC – Organização Mundial do Comércio

ONU – Organização das Nações Unidas

OTAN – Organização do Tratado do Atlântico Norte

PIB – Produto Interno Bruto

PNB – Produto Nacional Bruto

SKC – Schumpeter, Keynes, CEPAL

SRF – Supplemental Reserve Facility (Fundo de Reserva Suplementar - FMI)

Introdução

The confluence of globalization and the spread of capitalism is producing a global market society of unique character, still dimly perceived, and with instabilities and challenges unique to our age. The challenge today that I want to speak of is Law in the Age of Global Capitalism. It is in the legal realm that we find many of the deepest weaknesses and greatest hopes for our age. It is in the processes of law, perhaps more than in economic institutions, that the greatest puzzles facing our societies lie. The challenges of creating a rule of law fit for global capitalism involve two levels of mystery: that of law at the level of the nation state, and that of international law fit for our global capitalist society.

Jeffrey Sachs.¹

1. “A primeira crise do século XXI”²

Quando, em dezembro de 1994, após um ano de crise política e deterioração do quadro econômico, o Governo de Carlos Salinas de Gortari decretou a desvalorização do peso mexicano e tornou pública a incapacidade do país de arcar com seus compromissos externos, a reação de muitos analistas das finanças internacionais foi voltar-se para o passado. Em 1982, o México desfalcou o pagamento de sua dívida externa e inaugurou, com aquela medida, na maioria dos países da América Latina, um período prolongado de estagnação econômica e de difíceis negociações com os credores e instituições financeiras internacionais.

Outros analistas do cenário econômico-financeiro internacional perceberam, no entanto, a importância de que se revestia a crise mexicana para o futuro. Embora válida, a analogia com o passado ofuscava alguns elementos novos nas finanças internacionais, que haviam tornado mais difícil a prevenção da crise mexicana e que também complicavam sua administração, como o aumento do volume dos negócios financeiros internacionais, a mudança do perfil da dívida e dos credores e o desenvolvimento das tecnologias da informação e das comunicações, que potencializavam a mobilidade de capitais, estimulada desde a década de 1970 por medidas de liberalização comercial de iniciativas dos países.

Com o amplo pacote de ajuda financeira, da ordem de US\$ 50 bilhões, articulado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Governo dos Estados Unidos, o México se

¹ “Globalization and the Rule of Law”. Trecho de palestra ministrada na Faculdade de Direito da Universidade de Yale, em 16 de outubro de 1998. Disponível em www.yale.edu/outside/html/Publications/pub-sachs.htm. Último acesso em: 23/7/2004.

² Existe dúvida sobre a autoria da expressão. Robert E. Rubin, Secretário do Tesouro dos Estados Unidos de 1995 a 1999, inicia o seu livro com ela e registra que tanto Michel Camdessus, então Diretor-Gerente do Fundo Monetário Internacional (FMI), quanto Newt Gingrich, *speaker* da Câmara dos Representantes dos EUA, utilizaram a expressão para referir-se à crise mexicana (Robert Rubin e Jacob Weisberg. *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*. Nova York: Random House, 2003, págs. 16 e 17). Thomas L. Friedman, entretanto, negligencia o impacto da crise mexicana e se refere à crise asiática como a primeira crise do século XXI (*The Lexus and the Olive Tree*. Nova York: Anchor Books, 2000 [1999], pág. xii).

recuperou rapidamente da crise de 1994-95, não obstante uma profunda recessão inicial, e saldou seu débito em janeiro de 1997. A economia mundial experimentava uma forte expansão em meados da década de 1990, de forma que o otimismo com as possibilidades oferecidas pela globalização financeira voltou a prevalecer.

Cerca de dois anos e meio após os momentos decisivos da crise mexicana, a desvalorização do *baht* tailandês deixou claro que em 1994-95 o mundo presenciara apenas o primeiro episódio de uma nova fase da economia e do sistema financeiro internacionais, caracterizada não só por excelentes perspectivas, mas também por riscos elevados.

2. Problema e objetivo

As crises financeiras que irromperam nos países emergentes entre meados da última década e início desta se manifestam na forma de súbitas desvalorizações da moeda nacional e de ativos nela denominados, como títulos públicos, ações de empresas e propriedade imobiliária, em consequência da fuga maciça de investidores, nacionais e internacionais.³ Embora a desvalorização cambial seja sua dimensão mais visível, as crises financeiras podem ter impacto profundo e duradouro sobre indicadores econômicos como taxas de crescimento, investimento, dívida externa, consumo e emprego, o que eleva a sensibilidade política do tema, bem como sua importância para a pesquisa acadêmica.

A vulnerabilidade externa, nesse contexto, poderia ser representada como a condição que torna um país suscetível a ataques especulativos. Vale, a propósito, reproduzir a definição oferecida por Reinaldo Gonçalves sobre o termo em questão:

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais diante de fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis, e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste em face dos eventos externos.

³ A definição proposta contempla os principais elementos verificados na literatura. Paul Krugman aponta a escassez de definições de crise na literatura, na passagem a seguir: “Não há definição formal universalmente aceita de crises monetárias, mas sabemos conhecê-las quando as vemos. O elemento básico é um tipo de lógica circular, na qual os investidores fogem de uma moeda porque temem que ela possa ser desvalorizada, e na qual muitas pressões (embora não necessariamente todas) para a desvalorização provêm precisamente dessa fuga de capitais” (Introdução a *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, pág. IX). Jean Tirole, por sua vez, afirma que as crises apresentam os seguintes aspectos: reversões súbitas nos fluxos líquidos de capitais privados, depreciação da taxa de câmbio, queda nos preços dos ativos e da atividade econômica, contágio, pacotes de ajuda (oficiais e dos próprios credores) e condicionalidades (*Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 2002, págs. 7 a 18) Como se vê, nem todas as características se referem à crise propriamente dita, mas a sua administração.

Assim, a vulnerabilidade é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.⁴

Charles Poor Kindleberger, ao historiar as crises financeiras desde o século XVII, as associa a desordenamentos, eventos exteriores que mudam os horizontes, expectativas, oportunidades de lucro e comportamentos. Esses fatos devem ser de grande porte, isto é, não podem ser confundidos com acontecimentos cotidianos que produzem certas mudanças no panorama.⁵

A aceleração do processo de globalização financeira, sobretudo a partir da década de 1990, que consistiria na remoção de barreiras aos fluxos de capitais e na maior integração entre os mercados financeiros nacionais, possibilitadas, de um lado, por um conjunto de políticas governamentais de orientação liberal e, de outro lado, pelo desenvolvimento das tecnologias de informação e de comunicação,⁶ seria um tal fenômeno desorganizador, acelerado pelo fim da bipolaridade e pela formação de uma verdadeira economia mundial, unificada em torno do ideário político democrático-liberal e do modo capitalista de produção.⁷ A globalização financeira resumiria, nesse sentido, as características das finanças internacionais contemporâneas que despontaram na crise mexicana e que se repetiram nas crises mais recentes nos países emergentes.

As crises financeiras são explicadas, por outro lado, como função da deterioração de indicadores econômicos dos países, como dívida pública, dívida externa, saldo orçamentário, saldo da conta corrente do balanço de pagamentos e outros, a serem detalhados mais adiante, assim como das estratégias de desenvolvimento dos países, ou seus modelos de política econômica, que teriam impacto sobre o grau de sua vulnerabilidade externa. Para essa

⁴ Reinaldo Gonçalves *et alii*. *A Nova Economia Internacional: uma Perspectiva Brasileira*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1998, pág. 157. Na bibliografia selecionada, os autores citados são os únicos que oferecem uma definição formal de “vulnerabilidade externa”. Talvez porque o sentido comum da palavra seja por si elucidativo ou porque seu uso tenha se tornado corrente, os autores consultados invariavelmente se lançam diretamente ao exame das causas da vulnerabilidade, sem se deter em seu conceito.

⁵ Charles P. Kindleberger. *Manias, Pânico e Crashes: um histórico das crises financeiras*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Nova Fronteira, 2000, pág. 49.

⁶ Definição adaptada de Joseph S. Stiglitz sobre a globalização em geral (“the removal of barriers to free trade and the closer integration of national economies”), em *Globalization and Its Discontents*. Nova York: Ed. Norton, 2003 (2002), Prefácio, pág. ix. Para Thomas Friedman, “globalization means the spread of free-market capitalism to virtually every country in the world” (op. cit., pág. 9). Reinaldo Gonçalves e outros, também proporcionam uma definição de globalização financeira: “A globalização financeira pode ser entendida como a interação de três processos distintos ao longo dos últimos vinte anos: a expansão extraordinária dos fluxos financeiros internacionais, o acirramento da concorrência nos mercados internacionais de capitais e a maior integração entre os sistemas financeiros nacionais” (op. cit., pág. 147).

⁷ Segundo Thomas Friedman, aludindo a comercial do Banco Merrill Lynch, “the world is ten years old” (op. cit., pág. xvi).

corrente, a globalização financeira seria um processo essencialmente benéfico, que tem permitido uma elevação da eficiência e do padrão de vida dos países em geral e em particular daqueles que realizam a transição de um modelo de desenvolvimento introspectivo, com forte presença do Estado na economia, para um modelo de orientação liberal, baseado na abertura comercial e financeira. A globalização, além disso, ajudaria os países a solucionarem seus desequilíbrios internos, impondo a disciplina dos mercados a governos propensos a praticar políticas macroeconômicas insustentáveis.

Trata-se de definir, portanto, se os países emergentes são, em maior ou menor grau, propensos a se tornarem alvos de ataques especulativos e crises financeiras, em função da deterioração de seus fundamentos, ou se é possível referir-se também a uma vulnerabilidade do sistema financeiro internacional, que contribuiria de modo importante para as crises que se abatem sobre os países emergentes. Na literatura econômica, esse debate tem sido descrito como a contradição entre o papel dos fundamentos econômicos para a eclosão das crises e a hipótese da pura especulação, que estaria por trás dos problemas de balanço de pagamentos.⁸

O objetivo deste trabalho é contribuir para a demonstração de que as características das finanças internacionais que se configuraram a partir dos anos 1990, somadas ao funcionamento insatisfatório do regime financeiro internacional, aumentam a vulnerabilidade externa dos países emergentes.

A literatura econômica já incorporou a noção de que crises financeiras podem ocorrer sem uma correspondência necessária nos fundamentos econômicos de um país. Como se verá no próximo capítulo, os modelos de crise de última geração recorrem ao conceito de “equilíbrios múltiplos”, para designar as situações em que os fundamentos se encontram num estado em que podem dar origem tanto a uma crise de grandes proporções quanto a nenhuma crise. O “mau equilíbrio” - ou crise – ocorreria no momento em que os investidores avaliam que as políticas de um determinado governo (o exemplo mais claro, evidentemente, é o da política de câmbio fixo) não serão mantidas no futuro, precipitando uma crise que não seria justificável pelo estado dos indicadores econômicos no presente.

Este trabalho pretende contribuir para a noção de que o “mau equilíbrio” descrito na literatura é mais provável num sistema com as características atuais do que em circunstâncias anteriores, em que havia menor mobilidade de capitais, credores menos numerosos e mais

⁸ Robert J. Gordon, “O Período Posterior ao Colapso do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio em 1992: Houve um Almoço Macroeconômico Grátis?”. In: Paul Krugman (ed.), *Crises Monetárias*, pág. 284. O autor atribui essa caracterização do debate a Maurice Obstfeld.

organizados e com menos ferramentas tecnológicas a sua disposição para a movimentação de recursos. No sistema atual, os instrumentos à disposição dos agentes econômicos que atuam nos mercados de capitais internacionais para infligir dano aos países emergentes parecem mais poderosos do que aqueles detidos pelos governos nacionais para se proteger das flutuações internacionais ou para reverter expectativas negativas dos investidores sobre o estado de seus fundamentos.

Nesse contexto, serão identificados elementos na literatura e na realidade contemporânea que conferem plausibilidade a uma versão mais moderada do “ponto de vista, algo fatalista, de que os desequilíbrios financeiros externos de países como o Brasil estão determinados, no fundamental, por tendências ‘globais’ que escapam às políticas definidas em âmbito nacional”.⁹

3. Metodologia e estrutura

3.1. Metodologia

A apresentação dos resultados da pesquisa seguirá uma estratégia comparativa, baseada em dados estatísticos e análise qualitativa dos principais casos de vulnerabilidade e crise financeira observados desde o início da década de 1990, a saber: as crises mexicana (1994-95), asiática (1997-98), russa (1998), brasileira (1998-1999) e argentina (2000-2001). Para evitar-se uma seleção enviesada, será examinado, em especial quanto ao desempenho nos indicadores de crise do capítulo 1, o caso do Chile, país emergente que se manteve razoavelmente à margem das crises ocorridas no período.

Quanto ao marco teórico, o trabalho não foi dividido, como é costumeiro, em uma parte teórica e outra de aplicação da teoria. Essa escolha decorre do propósito deste trabalho de analisar o tema da vulnerabilidade externa a partir de vários vetores – desde os problemas internos de gestão macroeconômica até as deficiências da governança financeira internacional -, cuja resultante poderá contribuir para o argumento de que os fatores internacionais relacionados à acelerada integração financeira na década de 1990, que não encontraram resposta adequada por parte do regime financeiro internacional, aumentaram a vulnerabilidade

⁹ Paulo Nogueira Batista Jr. “Vulnerabilidade externa da economia brasileira”. *Estudos Avançados*, vol. 16, nr. 45, pág. 176, 2002.

externa dos países emergentes. Assim, cada capítulo terá elementos de teoria e prática, dependendo do ângulo da literatura que se esteja privilegiando.

No campo das definições, além das definições de vulnerabilidade externa, crise financeira e globalização, expostas anteriormente, caberia precisar o que se entende pela expressão “países emergentes”, que tem sido empregada de forma imprecisa para designar ora os países em desenvolvimento como um todo, ora aqueles que vêm exibindo crescimento econômico no período recente, além de um nível progressivo de integração à economia internacional, por meio da abertura comercial e de uma maior participação nos fluxos internacionais de capitais. O FMI, segundo Guillermo Calvo, adotaria definição ainda mais ampla, designando como emergentes todos os países, exceto aqueles altamente industrializados.¹⁰ Neste trabalho, países emergentes são os países em desenvolvimento e outros países não-desenvolvidos, como a Rússia, que se integraram recentemente ao mercado internacional de capitais. Vale ressaltar, contudo, que os dados disponíveis no Banco Mundial sobre fluxos financeiros, quando agregados, se referem a países em desenvolvimento, não aos emergentes.

Buscar-se-á, sempre que possível, explicitar os indicadores relevantes em cada análise, a maioria deles existente na literatura, ainda que carecendo de adaptações pontuais às finalidades específicas do trabalho. A título de exemplo, no nível internacional, alguns desses indicadores são o volume e a composição dos fluxos financeiros dirigidos às economias emergentes que atravessaram crises financeiras desde os anos 1990; a agilidade do FMI e dos países desenvolvidos, dos Estados Unidos em particular, na assistência aos países em crise; e o montante dos recursos mobilizados nos pacotes de ajuda financeira articulados pelas IFIs, em especial pelo FMI. No nível doméstico, alguns desses indicadores são o déficit público, a situação das contas externas – notadamente o saldo em transações correntes -, as políticas cambial e monetária de cada país.

Os dados utilizados serão, sobretudo, de natureza secundária. Além da bibliografia de referência, serão colhidas informações de publicações do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial, bem como de instituições e periódicos especializados, como o *Institute for International Economics* (IIE) e as revistas *The Economist* e *Conjuntura Econômica* (FGV).

¹⁰ Guillermo Calvo. “Economic Policy in Stormy Waters: Financial Vulnerability in Emerging Economies”. *Journal of Applied Economics*, Vol. IV, Nr. 1, pág. 5, Maio 2001.

3.2. Estrutura

No capítulo 1, serão analisados, na dimensão interna, os indicadores de gestão da política econômica relevantes para a explicação do problema da vulnerabilidade. Os indicadores selecionados, após uma análise da ampla variedade de estudos já produzidos sobre o tema, foram adaptados da análise de John Williamson sobre o Brasil (2002a): dívida externa, reservas internacionais, relação dívida/PIB, saldo orçamentário em relação ao PIB, crescimento econômico, inflação e saldo da conta corrente do balanço de pagamentos.

Serão examinados, ainda, dois modelos de política econômica: o cosmopolita, identificado, grosso modo, com as concepções do Consenso de Washington, e o nacionalista, bem como suas posturas em face da questão da vulnerabilidade. Os adeptos do Consenso acreditam, em geral, que as crises financeiras seriam o reflexo de problemas internos de gestão macroeconômica, resultantes da adoção parcial de políticas liberais nos anos 1980 e 1990, em resposta a desequilíbrios provocados por políticas como a substituição de importações, praticada por vários países latino-americanos em diferentes momentos do pós-Segunda Guerra Mundial. A vulnerabilidade externa, nesse contexto, não resultaria da maior integração dos países emergentes à economia internacional, mas de uma integração incompleta, bem como da incapacidade dos governos de alguns países em concluir as reformas internas liberalizantes.

Os nacionalistas são céticos em relação à integração econômica mundial. Não por isso, contudo, acreditam que os Estados são incapazes de adotar políticas alternativas ao Consenso de Washington. Propõem, desse modo, ações específicas nos campos das finanças públicas, da política monetária, das taxas de câmbio, do comércio internacional, e da participação do Estado na atividade produtiva, bem como respostas diferenciadas ao problema da vulnerabilidade. Diante de um episódio de crise financeira, um nacionalista tenderia a recomendar, portanto, a desaceleração da abertura comercial ou mesmo sua reversão, a formulação de uma política industrial e o aumento de subsídios à exportação para produzir megasuperávits comerciais, além de controles de capitais, que permitiriam a um governo estancar a fuga de recursos para o exterior sem recorrer ao uso de políticas recessivas.

No capítulo 2, serão identificados os fatores de natureza financeira, normalmente associados à globalização, que exercem pressão sobre a gestão da política econômica interna dos países e sobre o regime financeiro internacional.

Os fatores de instabilidade financeira seriam os seguintes: a) a natureza, em termos de volume, composição e mobilidade, dos fluxos financeiros privados internacionais, que representam, na atualidade, uma fonte mais importante de financiamento das economias emergentes do que os recursos de origem bilateral (países) ou multilateral (IFIs) e do que as divisas geradas pelo comércio internacional, o que simbolizaria a crescente intangibilidade – e volatilidade – das relações econômicas internacionais; b) o desenvolvimento tecnológico e das comunicações aplicado às finanças internacionais, que aumenta a capacidade dos agentes econômicos de infligir danos às economias nacionais, num curto espaço de tempo e pode agravar, em vez de solucionar, os problemas de assimetria de informações entre investidores; c) a multiplicidade dos investidores em economias emergentes da atualidade, os quais, não dispondo de canais de coordenação mútua com vistas à reestruturação ordenada das dívidas dos países em crise, se precipitam num processo de proteção e/ou realização de lucros sobre ativos que, embora racional do ponto de vista individual, pode produzir resultados ineficientes, em detrimento dos países emergentes.

O capítulo 3 tratará das questões relativas ao regime financeiro internacional, à luz da teoria das relações internacionais, em particular da literatura sobre os regimes internacionais, que fornece elementos para a compreensão das condições que favorecem ou dificultam o estabelecimento da cooperação entre os países nos temas financeiros internacionais, por meio da construção de princípios, normas, regras, procedimentos e instituições (ver Krasner, 1982). As três principais correntes a serem abordadas no capítulo serão a estabilidade hegemônica (Gilpin, 1987, 2000, 2001), o institucionalismo neoliberal (Keohane, 1984) e o construtivismo (Ruggie, 1982, 1998), que analisam, respectivamente, as condições de poder, de interesses e de valores que viabilizam aqueles padrões de cooperação. Uma das principais questões a serem abordadas nesse capítulo diz respeito à capacidade de adaptação do regime às novas circunstâncias descritas no capítulo 2. Em especial, argumenta-se que o regime foi estabelecido antes mesmo do final da II Guerra Mundial, quando as condições econômicas e políticas eram muito distintas das atuais, sendo que, desde então, os esforços de adaptação gradual do regime às mudanças havidas têm tido êxito questionável.

A literatura acadêmica que trata dos regimes internacionais deixa em segundo plano, entretanto, alguns detalhes do desenho institucional e jurídico dos regimes - no caso do regime financeiro internacional, devem ser destacadas as normas que regem a atuação das IFIs – que afetam sua eficiência no desempenho da missão que lhes foi atribuída pelos

Estados. Embora, como se verá no capítulo 3, não se possa dizer que a preocupação com a eficiência está ausente da teoria dos regimes, é justo argumentar que os principais autores da área se dão por satisfeitos com a existência de condições mínimas de sustentabilidade dos regimes. Esses autores parecem mais preocupados em contrapor sua visão de mundo ao pior cenário, de anarquia e conflito potencial privilegiado pelos realistas, do que em identificar os requisitos para um funcionamento ótimo do sistema.

Caberá, portanto, uma análise do regime financeiro internacional da perspectiva da governança financeira internacional, objeto do capítulo 4 no trabalho, em que será examinado o funcionamento das instituições e regras do sistema financeiro internacional tanto sob o ângulo processual – transparência, prestação de contas (*accountability*) e equilíbrio do processo decisório – quanto de uma perspectiva material – os resultados das políticas empreendidas em relação à prevenção e administração de crises financeiras nos países emergentes.

A parte final é a conclusão, na qual será feita avaliação das evidências colhidas na pesquisa em apoio ao argumento proposto anteriormente, bem como uma reflexão sobre as eventuais implicações políticas dos resultados identificados no trabalho, em especial no que diz respeito à possível feição, no futuro, do regime financeiro internacional.

1. Fatores internos de vulnerabilidade

1.1. Considerações iniciais

Uma corrente importante da ciência econômica contemporânea realça, como causas principais das crises financeiras dos países emergentes, não as condições do sistema financeiro internacional, mas os problemas internos de gestão da política econômica ou dos fundamentos econômicos pelos Governos. As tendências internacionais associadas à globalização financeira seriam, na pior das hipóteses, neutras, e, na melhor, extremamente benéficas para os países emergentes.¹¹ Ao longo da década de 1990, alguns indicadores da situação econômica dos países, como déficit orçamentário, dívida pública, conta corrente do balanço de pagamentos, entre outros, foram utilizados por essa literatura como presságios de uma crise (“early warning signals”) ou como dados tranquilizadores de que uma crise não seria iminente.

Ao lado dos indicadores mensuráveis e imediatos de desempenho, a boa gestão da política econômica também poderia ser julgada segundo critérios mais intangíveis, que refletiriam a adesão de um país a um determinado ideário, apelidado por alguns de neoliberal, mas que para outros seriam expressão de mero “bom senso”, medidas cuja adoção não denotaria filiação ideológica, mas a aceitação da “boa” ciência econômica.¹²

O objetivo desta seção é contribuir para demonstrar que a gestão interna da política econômica dos países emergentes é um fator importante, porém insuficiente para explicar os episódios de crise ocorridos desde os anos 1990. Todos os países que enfrentaram graves dificuldades externas no período apresentavam algum tipo de desequilíbrio econômico, que serviu de estopim para a fuga de capitais, estrangeiros e nacionais, e para a desvalorização de suas moedas nacionais. Em resposta a essas crises, alguns países adotaram políticas recessivas que agravaram, ao menos no curto prazo, problemas sociais como o desemprego e o empobrecimento da população. Embora a dinâmica das crises ocorridas no México, nos países

¹¹ Na Introdução a *Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento e a Reforma na América Latina* (Pedro-Pablo Kuczynski e John Williamson [orgs.]. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003, pág. 3), John Williamson afirma: “Os autores deste livro não adotam a visão de que as reformas liberalizantes dos últimos 15 anos, ou globalização, possam ser apontadas como responsáveis pelos renovados e angustiantes problemas da região no período recente”.

¹² Diz Gustavo Franco (“O Capitalismo Envergonhado”. *Veja*, São Paulo, Edição 1845, março de 2004): “O leitor já deve estar cansado de ouvir sobre o Consenso de Washington, mas talvez não saiba que essa “cartilha” foi o resultado de uma conferência em que o coordenador do painel final, o professor John Williamson, listou um conjunto de regras de bom senso, que ouviu em todas as apresentações sobre países específicos, e declarou que essas ‘idéias em comum’ eram um consenso.”

asiáticos, na Rússia, no Brasil e na Argentina tenha apresentado elementos semelhantes,¹³ os problemas de gestão econômica que lhes deram origem não foram sempre os mesmos e se manifestavam, antes das crises, com níveis de gravidade variados. Talvez o único indicador cuja deterioração parece ser uma constante nos países emergentes que enfrentaram crises é o da conta corrente do balanço de pagamentos.¹⁴ Um déficit moderado em conta corrente, no entanto, é considerado aceitável e até recomendável por muitos economistas da corrente majoritária, como prova de abertura comercial e integração à economia internacional, de forma que a deterioração apenas desse indicador dificilmente poderia caracterizar má gestão da política econômica.

Na seção 2, após uma breve exposição dos modelos de crise produzidos pelos economistas, se tentará selecionar os principais indicadores de vulnerabilidade existentes na literatura, bem como identificar a situação dos países assolados por crises (México, Tailândia, Filipinas, Malásia, Indonésia, Coreia, Rússia, Brasil e Argentina) nos dois anos anteriores à da crise financeira ocorrida em cada um deles. Não existem informações disponíveis e/ou confiáveis de cada país em relação a todos os indicadores escolhidos. Além disso, existe grande divergência na literatura sobre quais são os indicadores relevantes. Buscar-se-á, entretanto, mostrar uma quantidade de dados suficiente para sustentar a conclusão de que algumas crises financeiras não eram inevitáveis nem necessárias, se tomados os fatores internos de vulnerabilidade como sua principal explicação.

Na seção 3, serão apresentados modelos concorrentes de gestão da política econômica que reivindicam superioridade na prevenção e administração de crises financeiras. O primeiro modelo, que será chamado de “cosmopolita”, seguiria a agenda de reformas e políticas do Consenso de Washington; o segundo, que será rotulado de “nacionalista”, busca a prevenção e administração de crises por meio de uma integração mais lenta e seletiva em relação à

¹³ Segundo Hyman Minsky (*Apud* Robert Gilpin. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton: Princeton University Press, 2001, pág. 264), em descrição das crises também adotada por Charles Kindleberger, as crises apresentariam, *mutatis mutandi*, a seguinte seqüência: choque externo (nesse caso positivo, como um grande influxo de capitais) – expansão do crédito rápida e substancial – euforia (preços e lucros em alta) – pânico (corrida de investidores para a porta de saída) e *crash* (desvalorização de moeda e ativos, recessão e falências em grande escala). O objetivo da presente dissertação, no entanto, não é identificar e criticar na literatura explicações sobre *como* as crises ocorrem, mas sobre o *porquê* de elas ocorrerem.

¹⁴ “O saldo em transações correntes é a soma do balanço comercial (exportações menos importações), com o balanço de serviços e rendas (fretes, viagens internacionais, seguros, *royalties*, juros, lucros e dividendos, etc.) e com as transferências unilaterais (basicamente, doações feitas entre residentes e não-residentes). Somando as transações correntes com a conta capital e financeira (investimentos diretos, investimentos em carteira etc.) o que se tem é o resultado global do balanço de pagamentos” (Carta do IBRE. *Conjuntura Econômica/FGV*, Rio de Janeiro, Vol. 58, nr. 03, pág. 8, março de 2004).

economia internacional, com presença mais intensa do Estado, em detrimento do mercado, nas decisões econômicas. Uma exposição de modelos de política econômica relevantes para a compreensão do problema da vulnerabilidade jamais poderá ser exaustiva, não havendo modelos que dêem conta de decisões particulares de autoridades nacionais e de características específicas dos países. Além disso, não se dedicará uma subseção em separado para o modelo asiático, no qual não se articulou, de forma tão didática quanto nos modelos “cosmopolita” e “nacionalista”, uma preocupação com a defesa contra crises financeiras, o que o torna menos comparável em relação aos demais.

1.2. Indicadores de vulnerabilidade

1.2.1. Um resumo dos modelos de crise

Não se inclui entre os objetivos deste trabalho discorrer em detalhe sobre os modelos de crises financeiras, produzidos no âmbito da Ciência Econômica. Enquanto que este trabalho está mais voltado para a identificação do *porquê* das crises financeiras desde os anos 1990, nos níveis internacional e doméstico, os modelos de crise atribuem grande ênfase à dinâmica das crises, ou ao *como* elas ocorrem, em particular ao comportamento - racional ou não, baseado ou não na análise objetiva dos fundamentos - dos investidores internacionais.

Os fatores internos das crises, como as políticas fiscal e monetária expansionistas, não são sujeitos a controvérsias nos modelos, apesar de não haver evidências cabais de que todos os países em que ocorreram crises desde os anos 1990 tivessem orçamentos desequilibrados, juros muito baixos ou excesso de moeda em circulação. Por fim, a maioria dos modelos tem aplicação nos casos de países com sistema de câmbio fixo, em que existiria uma tensão entre os agentes do mercado e governos dispostos até certo ponto a defenderem a cotação de suas moedas. Isso vai de encontro à definição de crise proposta na Introdução, como a desvalorização abrupta de uma moeda e de ativos nela denominados, a exemplo do que ocorreu ou esteve por ocorrer no Brasil, em diversos momentos entre 1999 e 2002, na vigência do câmbio flutuante.¹⁵ Não obstante sejam sucintos em relação a quais fatores são

¹⁵ Diz John Williamson: “Many economists have argued that a real crisis is impossible with a floating exchange rate. It is certainly true that a floating rate removes one major source of vulnerability, namely the threat that a fixed rate will be subjected to speculation that the fixed rate cannot be sustained. But it shows a certain lack of imagination to think that this is the only way in which a financial crisis can be initiated” (“Is Brazil Next?”).

relevantes na elucidação das causas das crises financeiras recentes, os modelos fornecem informações importantes sobre o peso dos fundamentos, de um lado, e da especulação, de outro lado, naqueles episódios.

No modelo canônico de crises financeiras, formulado por Paul Krugman em 1979,¹⁶ a crise seria resultado de um processo essencialmente mecânico: um governo que praticasse uma política monetária e fiscal expansionista, incompatível com a manutenção de uma determinada taxa de câmbio, presumida fixa em relação a outra moeda, gastaria progressivamente o estoque de reservas internacionais, até que o Banco Central ficasse vulnerável a uma súbita corrida, que esgotaria as reservas remanescentes. O próprio Krugman admite que os antigos modelos de crise são “fundamentalistas”, ou seja, as crises aconteceriam em países com taxas fixas de câmbio insustentáveis no longo prazo e ocorreriam quando as condições econômicas subjacentes – tais como o nível de reservas internacionais – se deteriorassem após ultrapassar um ponto crítico. Esses modelos presumem um governo muito passivo, que usa indiferentemente as reservas internacionais até exaurí-las; os modelos posteriores tendem a assumir, ainda segundo Krugman, um comportamento mais atuante e muito mais sofisticado dos governos, inclusive na manipulação da percepção e das expectativas dos agentes do mercado sobre sua política econômica no presente e no futuro.¹⁷

Os modelos de segunda geração enfatizam, não a exaustão mecânica das reservas internacionais, mas a expectativa sobre a disposição de um governo de defender a taxa de câmbio e suportar o custo político-econômico de defender a moeda. Em outras palavras, a crise ocorre quando os agentes econômicos percebem que um governo não sacrificará, em nome da manutenção da taxa de câmbio, o nível de emprego ou o crescimento do produto. Tratar-se-ia, segundo Barry Eichengreen, de crises da era democrática, em que, por oposição à época do padrão-ouro, os valores da manutenção de padrões de desenvolvimento social e de expansão econômica sobrepujam o valor da estabilidade monetária.¹⁸

Policy Brief 02-7. Washington: Institute for International Economics, 2002a, pág. 11. Disponível em <http://www.iie.com/publications/pb/pb02-7.pdf>. Acesso em: 25/5/2004).

¹⁶ “A Model of Balance-of-Payments Crises”. In: Paul Krugman. *Currencies and Crises*. 7a reimpressão Cambridge/EUA: MIT Press, 1999, págs. 61 a 76 (originalmente publicado no *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 3, em Agosto de 1979).

¹⁷ Paul Krugman (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, Introdução, págs. X a XIII.

¹⁸ Barry Eichengreen. *A Globalização do Capital: uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Ed. 34, 2000. Ver também *Crises Financeiras: Análise, Prevenção e Gestão*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2003.

Paul Krugman¹⁹ identifica, ainda, uma terceira geração de modelos, nos quais a responsabilidade pelas crises financeiras recai ainda com mais força sobre os mercados financeiros. Para o autor, as crises financeiras, nos modelos de segunda geração, continuam sendo causadas, em última instância, por políticas econômicas equivocadas praticadas pelos governos. Os agentes do mercado apenas “forçariam” um pouco o desfecho, na incerteza sobre a disposição de governos em defender suas moedas até as últimas conseqüências e avaliando que os investidores mais rápidos na realização de seus ativos tendem a auferir os maiores lucros.

Os modelos de terceira geração, cujos defensores incluem Jeffrey Sachs, Guillermo Calvo e outros, incorporam, em especial, a idéia de que as crises podem ser a principal causa da deterioração dos fundamentos, e não o contrário, a partir de um acontecimento arbitrário que os participantes do mercado considerem relevante.²⁰ Um país com governança macroeconômica adequada, uma vez submetido a um ataque especulativo, pode perder reservas numa magnitude suficiente que obrigue as autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros, para evitar a perda de recursos e atrair novos investidores. A política monetária restritiva afeta os indicadores de desemprego e atividade econômica, aumentando o custo da defesa da moeda e podendo levar ao abandono de um câmbio fixo ou a uma “negligência benigna” em relação à taxa de câmbio, especialmente no caso dos países com sistema flutuante, tendo em vista os efeitos positivos de uma desvalorização para as exportações e de uma política monetária expansionista para a atividade interna.²¹

Para a compreensão dos modelos de segunda e terceira geração, convém aludir ao conceito de equilíbrios múltiplos, o qual se refere às situações em que, dado um determinado estado dos fundamentos de um país, diversos resultados são possíveis, desde a não ocorrência de uma crise financeira até um ataque especulativo de grandes proporções (respectivamente, o “bom” e o “mau” equilíbrio). Os equilíbrios múltiplos, entretanto, se verificariam apenas dentro de uma certa margem do estado dos fundamentos. Se os fundamentos estão muito sólidos, as autoridades não terão dificuldade em defender um “bom equilíbrio”, mesmo quando submetidas a um ataque especulativo. Se, por outro lado, os fundamentos estiverem

¹⁹ “Currency Crises”, preparado para conferência no *National Bureau of Economic Research*, Outubro de 1997. Disponível em web.mit.edu/krugman/www/crises.html. Último acesso em: 24 de julho de 2004.

²⁰ Para Krugman (*ibid.*), no entanto, “Even in models with self-fulfilling features, it is only when fundamentals are sufficiently weak that the country is potentially vulnerable to speculative attack”.

²¹ A expressão é emprestada da forma corrente como era caracterizada a política do Tesouro americano em relação ao dólar na segunda metade da década de 1980, tendo sido recentemente defendida por Samuel Brittan (“The dollar: the case for benign neglect”. *Financial Times*, Londres, 30/01/2004)

muito deteriorados, será impossível às autoridades evitar uma crise financeira. A possibilidade de equilíbrios múltiplos é mais plausível nos casos em que os fundamentos se encontram numa situação intermediária, gerando incerteza sobre se e quando ocorrerá um ataque especulativo, bem como sobre seus resultados.²²

Nas subseções a seguir, deverá ficar claro que, além de não haver segurança na literatura sobre a seleção dos indicadores que denotariam a probabilidade de deflagração de crises financeiras nos países, a maioria dos países emergentes selecionados provavelmente se enquadraria na situação de equilíbrios múltiplos descrita na literatura.

1.2.2. Uma revisão da literatura sobre os indicadores

O desenvolvimento de indicadores internos relevantes para a explicação das crises financeiras ainda está em fase incipiente. Existem vários esforços paralelos no sentido de identificar os chamados “early warning signals”, tanto por parte das IFIs, o FMI em particular, quanto por parte da comunidade acadêmica e de institutos de pesquisa independentes (*think tanks*), como o Instituto para a Economia Internacional, baseado em Washington. Devem-se mencionar, ainda, as avaliações de risco soberano efetuadas por agências como Standard and Poor’s e Moody’s, e por bancos internacionais, como o JP Morgan, que revelaram um poder de previsão aquém do esperado por ocasião das crises financeiras desde a década de 1990.²³

Não há, portanto, consenso na literatura sobre um conjunto de indicadores básicos, embora transpareça dos indicadores propostos pelos diversos autores que a pergunta à qual os indicadores de vulnerabilidade devem responder diz respeito à possibilidade de um país dar continuidade ao serviço de sua dívida pública interna e de sua dívida externa “de um modo não explosivo”, segundo as condições dadas pelos mercados.²⁴

Goldstein, Reinhart e Kaminski utilizam nada menos do que 24 indicadores, que incluem, entre outros os seguintes elementos: reservas internacionais; dados de comércio (importações, exportações, termos de comércio); situação da conta corrente como proporção do PIB; influxo de capitais de curto prazo; investimento direto estrangeiro; déficit orçamentário como proporção do PIB; diferença entre taxas de juros interna e internacionais;

²² John Williamson, “Is Brazil Next?”, 2002a, pág. 3.

²³ Ver Morris Goldstein, Carmen Reinhart e Graciela Kaminsky. *Assessing Financial Vulnerability: an early Warning System for Emerging Markets*. Washington, D.C.: Institute for International Economics (ed.), 2000, págs. 5 e 6. Disponível em: www.iie.com. Acesso em: 12/5/2004.

²⁴ John Williamson, op. cit., pág. 3.

base monetária; razão entre crédito doméstico e PIB; taxa de juros real sobre depósitos; relação entre empréstimos nominais e taxas de juros sobre os depósitos; consumo governamental e empréstimos do banco central para o setor público.

John Hawkins e Mark Klau, do Banco para Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements – BIS*) observam, citando estudo de Kaminsky e outros (1998), que constariam da literatura nada menos do que 105 indicadores, dos quais 43 figurariam entre os mais importantes em pelo menos 1 estudo. Os indicadores mais importantes, nesses estudos, seriam reservas internacionais, taxa de câmbio real, expansão do crédito, inflação e crescimento do PIB. Os autores notam que, antes da crise asiática, o tamanho e a composição da dívida externa raramente eram vistos como indicadores úteis de crises financeiras. Desde os anos 1990, portanto, tem havido um esforço de discriminar, selecionar e ponderar os indicadores mais relevantes na previsão de crises financeiras, o que antes era feito de forma *ad hoc*.²⁵

O FMI, por sua vez, vem desenvolvendo um conjunto de indicadores “prudenciais” do sistema financeiro, no qual são destacados, como fatores macroeconômicos que têm impacto sobre a vulnerabilidade financeira dos países: uma taxa decrescente de crescimento do PIB, inflação alta e crescente, deterioração do equilíbrio do balanço de pagamentos, alta volatilidade das taxas de juros e de câmbio, surtos de valorização de ativos, expansão descontrolada do crédito, perda de competitividade dos setores exportadores e deterioração dos termos de troca.²⁶ Uma série de estudos do seu quadro técnico também vem buscando fazer sentido do grande número de indicadores potenciais de crises financeiras produzidos pela literatura. Valem ser destacados, a propósito, os trabalhos de Andrew Berg, Eduardo Borenstzeim e Catherine Pattillo,²⁷ para quem as propostas desenvolvidas até o momento exibem resultados mistos em termos de previsão de crises financeiras. A principal dificuldade, segundo os autores, residiria na identificação de indicadores que sejam relevantes e, ao mesmo tempo, suscetíveis a uma comparação entre os países, o que raramente seria o caso.

²⁵ John Hawkins e Mark Klau. *Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies*. Basileia: Bank of International Settlements (BIS) Working Papers, nr. 91, 2000, págs. 2 e 3. Disponível em: www.bis.org.

²⁶ Staff do FMI. “Macprudential Indicators of Financial System Soundness”. Washington, 2000, págs. 10-11 e 14-16. Disponível em: www.imf.org. Acesso em: 18/5/2004.

²⁷ Ver, sobretudo, Berg e Pattillo. “The Challenges of Predicting Economic Crises”. Economic Issues nr. 22. Washington: FMI, 2000. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues22/index.htm>. Acesso em: 28/5/2004. Conferir também Berg, Borenstzeim e Pattillo. “Assessing Early Warning Systems: How Have They worked in Practice”. Working Paper nr. 04/52. Washington: FMI, 2004. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0452.pdf>. Acesso em: 28/5/2004.

Outro aspecto importante da crescente literatura sobre indicadores de crises financeiras é o conceito de “janela de sinalização” (“signaling window”), que define os períodos relevantes da pesquisa sobre os indicadores selecionados, cuja análise permitiria uma antecipação mais precisa das crises financeiras, sem “alarmes falsos”. Goldstein, Kaminsky e Reinhart escolhem, em princípio, a janela de 24 meses antes das crises.²⁸

Finalmente, cabe mencionar a dificuldade, reconhecida na literatura, de definir o nível a partir do qual cada indicador (reservas internacionais e déficit em conta corrente, por exemplo) estaria sinalizando uma probabilidade elevada de crise, o que seria influenciado tanto pelo “sentimento do mercado”²⁹ quanto pelas escolhas nos países de determinados modelos de política econômica, alguns mais e outros menos tolerantes, por exemplo, a déficits em conta corrente, tema a ser discutido na seção 3.

1.2.3. Uma seleção de indicadores fundamentais

A escolha dos indicadores pertinentes para o presente trabalho foi orientada pela noção de boa gestão da política econômica, o que remete à identificação dos fundamentos econômicos de um país, definição que pode ser extraída de forma indireta da literatura. Segundo Paul Samuelson, para avaliar o sucesso do desempenho global de uma economia, os economistas analisam quatro áreas: produto (nível elevado e taxa elevada de crescimento), emprego (nível elevado de emprego e desemprego involuntário reduzido), estabilidade do nível dos preços em mercados livres (inflação baixa) e comércio internacional (equilíbrio entre as exportações e as importações e estabilidade da taxa de câmbio).³⁰

A realidade do estudo das crises financeiras é mais complexa. A síntese de Samuelson serve de incentivo, contudo, para uma seleção minimalista dos indicadores, com a exclusão daqueles que não medem necessariamente a performance dos governos na gestão econômica interna ou que apresentam baixa frequência na literatura como fatores explicativos das crises (por exemplo, a relação entre empréstimos nominais e as taxas de juros sobre os depósitos). John Williamson, analisando a crise cambial no Brasil em 2002,³¹ parece oferecer uma boa

²⁸ *Assessing Financial Vulnerability...*, loc. cit., pág. 27 (“The signaling window for currency crises is set *a priori* at 24 months preceding the crisis. [...] Alternative signaling windows {18 months and 12 months} were considered as part of our sensitivity analysis. While the results for the 18-month window yielded similar results to those reported in this book, the 12-month window proved to be too restrictive”).

²⁹ Berg e Pattillo, op. cit., 2000.

³⁰ Paul Samuelson. *Economia*. 14ª ed. Lisboa: Ed. McGraw-Hill, 1993, pág. 462.

³¹ “Is Brazil Next?”, pág. 3 e Apêndice A, págs. 17 e 18.

base para a seleção de variáveis, atendendo ao critério mencionado e permitindo um diagnóstico o mais simplificado possível dos fundamentos econômicos de um país.

Os indicadores sugeridos com inspiração no trabalho de Williamson têm o mérito de se relacionarem quase imediatamente aos fundamentos gerais expostos acima e a questões específicas que surgem na análise das crises financeiras: o dinamismo e a estabilidade da economia (crescimento, inflação), a sustentabilidade da dívida pública (déficit/superávit orçamentário, relação dívida/PIB) e a sustentabilidade da dívida externa (dívida externa total, situação da conta corrente do balanço de pagamentos e reservas em moeda estrangeira). Algumas adaptações podem ser feitas, contudo, aos indicadores empregados por Williamson, para fim de ulterior simplificação, uma vez que aquele autor analisava um único país, não um conjunto de países, como neste capítulo. Desse modo, quanto à dívida pública, foi descartada a distinção entre dívida externa do setor público e dívida externa do setor privado, agrupadas sob a rubrica “dívida externa total”. Além disso, Williamson considera o desvio de uma taxa de câmbio de equilíbrio, que seria estimada pelos agentes do mercado, como um indicador de vulnerabilidade. É um indicador, uma vez mais, de difícil verificação quando a pesquisa abrange um conjunto de nove países. Ademais, não existe consenso na literatura sobre a validade do conceito de taxa de câmbio de equilíbrio. Diz Alan Greenspan, a esse respeito, que, não obstante os esforços por parte dos analistas, nenhum modelo de previsão de “movimentos direcionais” das taxas de câmbio é muito superior do que jogar uma moeda para o alto.³² É de se esperar, contudo, que houvesse distorções em graus variados nos países que enfrentaram crises no período selecionado para esta dissertação, uma vez que na maioria deles vigorava um modelo de câmbio fixo ou um mecanismo intermediário de vinculação à taxa cambial do dólar.

A “janela de sinalização”, por sua vez, basear-se-á em Goldstein e outros. Em função da dificuldade de colher informações mensais e da complexidade envolvida em sua análise, os dados apresentados na presente dissertação se referem aos dois anos anteriores às crises, mais aqueles relativos ao próprio ano em que ocorreu a crise (em 31 de dezembro). Para fins de controle, serão exibidos os dados sobre os indicadores selecionados relativos ao Chile, país que não deu origem a nenhuma crise desde os anos 1990 e que sofreu de forma branda, em

³² “Nonetheless, despite extensive efforts on the part of analysts, to my knowledge, no model projecting directional movements in exchange rates is significantly superior to tossing a coin” (Discurso proferido em 2 de março de 2004. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040302/default.htm. Acesso em: 5/6/2004).

comparação com países em nível similar de desenvolvimento, os efeitos da propagação de crises iniciadas no exterior, inclusive em seus vizinhos do Cone Sul.³³

Os níveis de cada indicador considerados aceitáveis, do ponto de vista da prevenção de crises ou da maior probabilidade de um “bom equilíbrio” serão apontados, quando houver, na base de cada tabela. Quanto às finanças governamentais, serão tomados como base os critérios de convergência estabelecidos no Tratado de Maastricht para a adesão à União Econômica e Monetária Européia (não mais do que 3% de déficit orçamentário anual e dívida pública total de no máximo 60% do PIB). Esses critérios têm sido alvo de severas críticas, inclusive de formadores de opinião de inegável reputação liberal-conservadora, como a revista *The Economist*.³⁴ Em resumo, se considera que Maastricht restringe em excesso a liberdade dos governos nacionais da União Européia que aderiram à moeda única de praticarem políticas anticíclicas (de expansão fiscal nos momentos recessivos e austeridade fiscal nos períodos de crescimento). E a política fiscal foi praticamente o único instrumento de gestão da política econômica que restou àqueles governos nacionais, uma vez que a política monetária passou a ser responsabilidade do Banco Central Europeu. Se alguns analistas consideram rigoroso o limite de Maastricht, Daniel Artana, Ricardo López Murphy e Fernando Navajas ponderam que, em relação aos países da América Latina, “valeria a penas estabelecer um limite à dívida do tipo criado em Maastricht, de cerca de 30% do PIB, uma vez que níveis razoáveis de endividamento sejam alcançados. Este é apenas metade do nível que os europeus fixaram no tratado de Maastricht, mas reflete os pequenos mercados de capital domésticos da América Latina, taxas de juros mais elevadas e menor participação das receitas em relação ao PIB”.³⁵

Em relação à conta corrente, o valor de referência será o sugerido por Edward Amadeo, de 2% do PIB,³⁶ embora haja menção na literatura a outros valores de referência, como 4% do PIB.

³³ Para John Williamson, “um diagnóstico dos motivos pelos quais a situação ia mal na América Latina nos anos 1990 necessitava ser avaliado em relação ao Chile também, para nos certificarmos de ter uma explicação que possa dar conta tanto do sucesso chileno como da decepção geral” (em Kuczynski e Williamson, *Depois do Consenso de Washington...*, 2003, pág. 5). Em relação ao Chile, arbitrar-se-á que o “Ano da Crise (C)”, para efeitos da coleta da exibição de dados sobre os indicadores, será 1998, quando ainda se sentiam os efeitos da crise asiática e se iniciava a crise brasileira. A escolha de 1998 se deve às ligações da economia chilena com a Ásia, como membro da Fórum de Cooperação Econômica da Ásia-Pacífico (APEC) e com as economias sul-americanas, o Brasil em particular, como Estado Associado ao Mercosul.

³⁴ Vários artigos foram publicadas no semanário sobre o tema. Um exemplo é “Maastricht Follies”, de 9 de abril de 1998, que trata diretamente da questão fiscal.

³⁵ “Uma agenda de política fiscal”. In: Kuczynski e Williamson, op. cit., pág. 69.

³⁶ “O que divide os economistas brasileiros”. Relatório Especial. São Paulo: Tendências Consultoria Integrada, 2003, pág. 9. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/gfranco. Acesso em: 30/05/2004.

**Tabela 1.1 - Dívida externa total (setor público e privado)
em bilhões de dólares**

	C - 2	C - 1	C
México	112,31	131,73	140,19 (1994)
Tailândia	100,04	112,84	109,70 (1997)
Coréia do Sul	85,81	115,80	137,14 (1997)
Indonésia	124,40	128,94	136,16 (1997)
Malásia	34,34	39,67	47,23 (1997)
Filipinas	37,83	40,15	45,68 (1997)
Rússia	127,00	128,14	178,27 (1998)
Brasil	198,02	241,01	243,71 (1999)
Argentina	145,29	145,88	136,71 (2001)
<i>Chile</i>	<i>23,05</i>	<i>22,81</i>	<i>30,18 (1998)</i>

Fonte: *World Development Indicators 2001/2002* e *Global Development Finance Indicators 2002/2003* (Banco Mundial), apud Ministério do Planejamento (Disponível em www.planejamento.gov.br/assuntos_internacionais/conteúdo/publicacoes.htm. Último acesso em 24/7/2004).

**Tabela 1.2 - Reservas em moeda estrangeira
(em bilhões de dólares)**

	C - 2	C - 1	C
México	18,39	24,88	6,10 (1994)
Tailândia	35,46	37,19	25,69 (1997)
Coréia do Sul	31,90	33,23	19,71 (1997)
Indonésia	13,30	17,82	16,08 (1997)
Malásia	22,94	26,15	20,01 (1997)
Filipinas	6,23	9,90	7,14 (1997)
Rússia	11,27	12,77	7,8 (1998)
Brasil	50,82	42,57	34,78 (1999)
Argentina	26,11	24,41	14,54 (2001)
<i>Chile</i>	<i>14,92</i>	<i>17,25</i>	<i>15,25 (1998)</i>

Fonte: *International Financial Statistics, Yearbook 2003* (FMI). Cálculo feito a partir da multiplicação do valor das reservas, expresso em direitos especiais de saque (DES), a unidade de valor que o FMI utiliza, pela cotação em dólar dos DES, no final de cada período, fornecida na mesma publicação.

**Tabela 1.3 - Reservas totais, exceto ouro
(em semanas de importação)**

	C - 2	C - 1	C
México	15,10	19,10	3,90 (1994)
Tailândia	26,40	27,10	21,70 (1997)
Coréia do Sul	12,60	11,80	7,30 (1997)
Indonésia	17,50	22,10	20,70 (1997)
Malásia	15,90	17,90	13,70 (1997)
Filipinas	11,70	15,30	9,80 (1997)
Rússia	7,80	8,50	6,40 (1998)
Brasil	40,70	36,50	35,00 (1999)
Argentina	53,50	51,70	37,20 (2001)
<i>Chile</i>	<i>40,70</i>	<i>43,90</i>	<i>41,50 (1998)</i>

Fonte: *International Financial Statistics, Yearbook 2003* (FMI).

**Tabela 1.4 - Dívida total do setor público
como % do PIB**

	C - 2	C - 1	C
México	28,11	25,30	35,32 (1994)
Tailândia	4,64	3,70	4,62 (1997)
Coréia do Sul	8,36	8,05	10,38 (1997)
Indonésia	30,80	23,92	72,49 (1997)
Malásia	n.d.	n.d.	n.d. (1997)
Filipinas	61,06	53,19	55,65 (1997)
Rússia	n.d.	n.d.	138,09 (1998)
Brasil ³⁷	n.d.	54,82	58,53 (1999)
Argentina	n.d.	n.d.	n.d. (2001)
<i>Chile</i>	<i>16,69</i>	<i>14,53</i>	<i>13,85 (1998)</i>

Fonte: *World Development Indicators 2003* (Banco Mundial), CD-ROM.

Valor de referência: 60%.

³⁷ Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen). O Bacen trabalha com os conceitos de dívida pública bruta, apresentado na tabela, e de dívida pública líquida, a que corresponderiam, em 1998 e 1999, respectivamente, os valores de 39,77% e 45,65% do PIB. O padrão de Maastricht toma por base o conceito de dívida bruta.

Tabela 1.5 - Saldo orçamentário³⁸ (% PIB)

	C - 2	C - 1	C
México	+ 4,17	+ 0,51	- 0,03 (1994)
Tailândia	+ 2,94	+ 2,35	- 2,07 (1997)
Coréia do Sul	+ 0,27	+ 0,10	- 1,27 (1997)
Indonésia	+ 2,22	+ 1,16	- 0,67 (1997)
Malásia	+ 2,24	+ 2,02	+ 2,92 (1997)
Filipinas	+ 0,58	+ 0,29	+ 0,06 (1997)
Rússia ³⁹	- 7,70	- 7,30	- 5,22 (1998)
Brasil	- 7,31	- 7,75	n.d. (1999)
Argentina	- 2,88	- 2,28	- 3,30 (2001)
<i>Chile</i>	+ 2,33	+ 1,97	+ 0,39 (1998)

Fonte: *World Development Indicators 2003* (Banco Mundial), CD-ROM.
Valor de referência: - 3%.

Tabela 1.6 - Taxa de crescimento do PIB

	C - 2	C - 1	C
México	3,60	2,00	4,40 (1994)
Tailândia	9,20	5,90	-1,40 (1997)
Coréia do Sul	8,90	6,80	5,00 (1997)
Indonésia	8,20	7,80	4,70 (1997)
Malásia	9,80	10,00	7,30 (1997)
Filipinas	4,70	5,80	5,20 (1997)
Rússia	-3,40	0,90	-4,90 (1998)
Brasil	3,30	0,10	0,80 (1999)
Argentina	-3,40	-0,80	-4,40 (2001)
<i>Chile</i>	7,40	6,60	3,20 (1998)

Fonte: *International Financial Statistics, Yearbook 2003* (FMI). As informações sobre a Rússia foram colhidas em *International Financial Statistics, Yearbook 2002* e *World Economic Outlook 2002* (FMI), apud Ministério do Planejamento.

³⁸ Inclui o pagamento de juros sobre a dívida, ao contrário do conceito de déficit/superávit primário. O conceito orçamentário será privilegiado por permitir comparação mais precisa entre os países (é o utilizado na base dados consultada no Banco Mundial). Segundo Gustavo Franco, o critério nominal apresenta vantagens também do ponto de vista técnico: “O leitor que ouve a expressão “superávit primário” pode ter a falsa percepção que o governo tem uma sobra de dinheiro e não gasta porque não quer. Errado. O superávit primário, de 4,5% do PIB, em 12 meses, é o produto das contas do governo *excluindo juros*. É um artificialismo contábil, sem o qual temos déficit e grande, 4,8% do PIB. Perde-se muita precisão com o amplo uso do conceito do ‘primário’. [...] *O número que realmente conta, despesa menos receita, sem truques, tudo incluído, é o déficit nominal: aproximadamente R\$ 63 bilhões nos últimos 12 meses*” (“Palavras com P”. *Veja*, São Paulo, 25.06.2003).

³⁹ Os números relativos a 1996 e 1997 são estimativas da *Economist Intelligence Unit (Country Reports 1998 – 1st quarter – e 1999 – 4th quarter)*.

Tabela 1.7 – Inflação

	C - 2	C - 1	C
México	15,50	9,80	7,00 (1994)
Tailândia	5,80	5,80	5,60 (1997)
Coréia do Sul	4,40	5,00	4,40 (1997)
Indonésia	9,40	8,00	6,70 (1997)
Malásia	3,50	3,50	2,70 (1997)
Filipinas	8,00	9,00	5,90 (1997)
Rússia	47,70	14,70	27,70 (1998)
Brasil	6,90	3,20	4,90 (1999)
Argentina	-1,20	-0,90	-1,10 (2001)
<i>Chile</i>	<i>7,40</i>	<i>6,10</i>	<i>5,10(1998)</i>

Fonte: *International Financial Statistics, Yearbook 2003.*

Tabela 1.8 – Conta corrente do bal. de pagamentos**(saldo como % PIB)**

	C - 2	C - 1	C
México	-7,30	-5,80	-7,00 (1994)
Tailândia	-8,10	-8,10	-2,00 (1997)
Coréia do Sul	-1,70	-4,40	-1,70 (1997)
Indonésia	-3,20	-3,40	-2,30 (1997)
Malásia	-9,70	-4,40	-5,90 (1997)
Filipinas	-2,70	-4,80	-5,30 (1997)
Rússia	+2,80	+0,50	+0,20 (1998)
Brasil	-3,80	-4,30	-4,80 (1999)
Argentina	-4,20	-3,10	-1,70 (2001)
<i>Chile</i>	<i>-4,60</i>	<i>-4,50</i>	<i>-5,20 (1998)</i>

Fonte: *International Financial Statistics, Yearbook 2002 (FMI), apud* Ministério do Planejamento.

Valor de referência: - 2%.

1.2.4. Avaliação dos resultados

Exceto no que diz respeito à conta corrente, em que a quase totalidade dos países que enfrentaram crises, com a notável exceção da Rússia, apresentaram déficits acima do nível “ideal” nos dois anos precedentes e no próprio ano em que ocorreu a crise, a realidade revelada pelas tabelas acima não permite afirmações categóricas sobre o papel dos fundamentos na deflagração das crises financeiras nos países selecionados. É certo que a maioria dos países apresentava desequilíbrios macroeconômicos nos períodos que precederam

as crises, mas esses desequilíbrios não foram os mesmos de um país para o outro e, quando coincidiam, se manifestavam com magnitudes diferentes.

No que diz respeito às tabelas 1.1 a 1.3, pode-se observar que, enquanto o estoque da dívida externa aumentou de forma constante entre “C – 2” e “C” nos países selecionados, com exceção de Tailândia e Argentina, o nível de reservas internacionais caía, desta vez em todos os países, em alguns casos a níveis muito baixos, como no México, em que, ao final de 1994, as reservas correspondiam a menos de 1 mês em importações (menos de dois meses na Coreia e na Rússia). No caso do Chile, embora a dívida tenha aumentado no período selecionado, as reservas internacionais permaneceram praticamente estáveis no período. O acúmulo da dívida externa, associado à queda do nível de reservas, parece, portanto, ter correlação com o despontar da crise nos países selecionados. Convém frisar uma vez mais, contudo, que os indicadores escolhidos estão longe de ser exaustivos. Abarcar toda a complexidade e criatividade existente nesse campo seria tarefa impossível para as pretensões deste trabalho. Um outro indicador não incluído aqui, além dos já mencionados nas tabelas 1.2 e 1.3, é a razão dívida externa/exportação, que, segundo Mário Henrique Simonsen, não deveria superar 2. Luiz Carlos Bresser-Pereira acredita que, no caso brasileiro, esse seria o índice crítico e estaria em patamar superior a 3 no início dos anos 1990 e em cerca de 4 em 2003.⁴⁰

As tabelas 1.4 e 1.5, que exibem os dados, respectivamente, de dívida pública total e de saldo orçamentário, como proporção do PIB, justificariam em princípio, um tratamento mais benevolente dos países emergentes selecionados. Apenas a Rússia e a Indonésia não se qualificariam, hipoteticamente, à União Econômica e Monetária Européia, com sua relação dívida/PIB ultrapassando o limite de Maastricht em no ano da crise (C). Outros países, entretanto, apresentaram um nível de endividamento público elevado, como o Brasil e as Filipinas, esta última tendo superado o valor de referência em “C – 2”. Convém realçar o baixo grau de endividamento público como porcentagem do PIB de Tailândia e Coreia, na maior parte do tempo de um dígito.

Os números relativos ao déficit/superávit orçamentário são ainda mais impressionantes. Seis dos nove países exibiram superávits nos dois anos anteriores à crise, sendo que apenas Brasil e Rússia ficaram aquém do critério de Maastricht. No ano da crise, seis países registravam números negativos, mas apenas dois – Rússia e Argentina – deixariam de atender à exigência da União Econômica e Monetária (não foram localizados dados de

⁴⁰ Luiz Carlos Bresser-Pereira. “O Segundo Consenso de Washington e a Quase Estagnação da Economia Brasileira”. *Revista de Economia Política*, São Paulo, Vol. 23, nr. 3 (91), pág. 21, julho/setembro de 2003.

1999 sobre o Brasil, que provavelmente faria companhia a Argentina e Rússia). O Chile, com um baixo nível de endividamento e superávit orçamentário, prova, mais uma vez, que uma situação favorável nos indicadores, se não é suficiente para evitar completamente uma crise financeira, ao menos deve ter aumentado a resistência do país a ataques especulativos ou ao contágio, por ocasião das crises mexicana, asiática e brasileira.

O indicador de crescimento econômico (Tabela 1.6) foi selecionado pelos seus impactos na capacidade de pagamento do país e na sustentabilidade de sua dívida, gerando um aumento da arrecadação tributária pelos governos e uma diminuição, por óbvio, da relação dívida/PIB, mantido constante o numerador. À exceção de Rússia e Argentina, os países selecionados apresentaram crescimento do PIB nos dois anos anteriores ao episódio de crise, embora de forma desigual, com a Ásia crescendo a um ritmo mais intenso do que Brasil e México, por exemplo. No ano da crise, o desempenho econômico, em termos de crescimento do PIB, foi negativo apenas na Tailândia, na Argentina e na Rússia, mas sofreu piora também em outros países. Como o crescimento fora robusto em 1995 e 1996 na maioria das economias asiáticas, não se pode dizer que a desaceleração de 1997 tenha sido dramática, com 5 países expandindo-se a níveis próximos ou superiores a 5% ao ano. O crescimento chileno, por sua vez, em 1998, caiu à metade do percentual registrado em 1997. A partir dos números apresentados, é possível dizer que o declínio da taxa de crescimento econômico nos países selecionados mantém uma correlação fraca com as crises financeiras que assolaram aqueles países.

A inflação (Tabela 1.7) tampouco parece ter sido um fator determinante da vulnerabilidade externa dos países listados, todos com variação de preços de um dígito em todos os períodos pesquisados, exceto a Rússia, de 1996 a 1998, e o México, em 1992.

Por fim, o saldo da conta corrente, expresso na tabela 1.8, é o indicador que apresenta o maior grau de regularidade entre os países que enfrentaram crises financeiras desde a década de 1990. A Rússia, novamente, apresentou comportamento anômalo, desta vez para o lado positivo, tendo registrado superávits entre “C - 2” e “C”, especialmente por conta das receitas provenientes da exportação de petróleo. A maioria dos países – as exceções são a Coreia do Sul, em 1995, e a Argentina, em 2001 – informaram déficits superiores ao valor de referência - 2% do PIB – no período escolhido para a pesquisa. O país escolhido para efeito de controle, o Chile, não fugiu à regra neste caso, tendo registrado déficits acima de 4% do PIB entre 1996 e 1998. Os resultados mostram, por conseguinte, que o saldo da conta corrente

é o indicador que mantém correlação mais forte com a vulnerabilidade externa dos países emergentes e, por conseguinte, com a ocorrência de crises financeiras.

O balanço geral é de que os países selecionados provavelmente se situavam na faixa de “equilíbrios múltiplos” descrita por Williamson em seu artigo sobre o Brasil, apresentando alguns problemas em seus indicadores econômicos, mas não necessariamente graves a ponto de justificarem as crises financeiras observadas desde os anos 1990. Na seção a seguir, serão analisados alguns modelos de política econômica e inserção na economia mundial, que se conjugam na percepção dos agentes econômicos para conformar um “bom” ou “mau equilíbrio”, determinando se haverá ou não crise num determinado país. Ver-se-á, contudo, que cada modelo apresenta respostas plausíveis para a mitigação e solução do problema da vulnerabilidade, não havendo evidências inequívocas de superioridade de um modelo em relação ao outro.

1.3. Modelos de política econômica e inserção na economia mundial

A vulnerabilidade dos países emergentes, no plano interno, é função não só dos indicadores econômicos apontados pela literatura, que têm natureza conjuntural, mas também dos modelos de política econômica adotados em cada país, que têm um impacto não só sobre o desempenho real de cada economia, inclusive sobre os indicadores, mas também sobre as expectativas dos agentes econômicos. Estes baseiam suas decisões de investimento, em grande medida, sobre a avaliação do grau de compromisso de um país em relação a um determinado modelo, isto é, sobre a medida em que uma orientação de política econômica e de inserção na economia mundial se tornou hegemônica politicamente num determinado país. Quando essa opção é sancionada pelos agentes econômicos, a confiança num país pode ser mantida, por vezes, a despeito da situação dos indicadores no curto prazo (configurar-se-ia, nesse contexto, um “bom equilíbrio”).

A atribuição de responsabilidade pelas crises financeiras nos países emergentes a problemas de gestão econômica internos resulta, portanto, em grande medida, da idéia de que existiria um modelo correto de política econômica, respaldado pela ciência, por oposição a outros modelos equivocados, inspirados em meras ideologias. Em artigo publicado em 2003, intitulado “Existem escolas de pensamento?”, Gustavo Franco, ex-presidente do Banco Central do Brasil e atualmente professor de Economia da PUC/RJ, defende o argumento de

que, por trás das rivalidades mundanas entre liberais, desenvolvimentistas, estruturalistas, monetaristas e adeptos de outras correntes do pensamento econômico, estaria em curso, na academia, um movimento de convergência entre as diversas orientações, na direção, insinua o autor, da concepção liberal. Segundo Gustavo Franco, essa convergência estaria ocorrendo por força da crescente incorporação da matemática às disciplinas econômicas e da adoção de critérios meritocráticos para a ascensão profissional dos economistas acadêmicos, que aprimoraram o caráter científico da Economia. Afirma o autor:

A economia está ficando cada vez mais parecida com a física do que com a filosofia. Cada vez mais se torna uma obra coletiva, uma grande síntese, onde as influências anteriores estão todas, ou quase todas, incorporadas nos modelos mais recentes. As descobertas são cada vez menos revolucionárias e mais incrementais, adicionando pequenos progressos ao pensamento existente.⁴¹

Gustavo Franco, desse modo, não só reconhece como aplaude a emergência desse “pensamento único”⁴² no meio acadêmico, sob a superfície do debate público, em que permaneceria a impressão de divisões e controvérsias entre os especialistas econômicos. Nas subseções abaixo, se buscará demonstrar que as diferenças entre modelos vão além do “estilo, linguagem e pontuação”, ao contrário do que pretende Franco, e que os modelos e propostas de gestão econômica selecionados apresentam respostas distintas para a questão da vulnerabilidade externa e para os dilemas da prevenção e administração de crises financeiras. Vale lembrar, entretanto, que os modelos a serem discutidos não representam estratégias voltadas exclusivamente para evitar ou mitigar crises financeiras. Trata-se, na verdade, de “agendas de desenvolvimento”,⁴³ cuja implementação, acreditam seus defensores, poderia tornar menos provável a ocorrência de uma crise financeira ou que têm como um de seus objetivos programáticos aumentar a resistência dos países às flutuações internacionais. Vale mencionar, a propósito, a seguinte reflexão de John Williamson:

Para começar, dado que sabemos agora que as crises podem irromper tão facilmente e ter conseqüências devastadoras, é necessário que um objetivo da mais alta prioridade seja a redução da vulnerabilidade dos países da região às crises. [...] Não somente esta reduzida vulnerabilidade às crises é fundamental para a capacidade de

⁴¹ O Estado de São Paulo, 18/05/2003. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/gfranco/A168.htm. Acesso em: 30/5/2004.

⁴² Ignacio Ramonet foi quem cunhou o termo, em artigo de janeiro de 1995 (“La pensée unique”. *Le Monde Diplomatique*. Disponível em www.monde-diplomatique.fr/1995/01/RAMONET/1144. Acesso em: 30/5/2004).

⁴³ A expressão é utilizada por John Williamson. “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, aula proferida no Banco Mundial em janeiro de 2004, pág. 12. Disponível em www.iie.com. Acesso em: 18/5/2004).

manter uma taxa de crescimento média razoável ao longo do tempo, como também há boas razões para crer que, devido às pessoas ricas poderem se proteger melhor contra as crises (principalmente mantendo dólares no exterior), a volatilidade da região ajuda a explicar por que a renda permanece assim tão concentrada.⁴⁴

1.3.1. Alguns antecedentes na literatura: cosmopolitas, nacionalistas e teoria da dependência

Um ponto de partida adequado para introduzir a discussão sobre o relacionamento entre os modelos e a questão da vulnerabilidade seria buscar descaracterizá-la como um embate entre tendências de direita e de esquerda, seja na arena política, seja na academia. Com o objetivo de situar a análise em contexto diferente, caberia lembrar a disputa entre agendas de desenvolvimento, ocorrida a partir da década de 1950, no Brasil, e que, *mutatis mutandi*, poderia contribuir para uma reflexão sobre o momento atual.

Em 1958, Hélio Jaguaribe publicou *O Nacionalismo na Atualidade Brasileira*,⁴⁵ em que descrevia a oposição entre, de um lado, um modelo de desenvolvimento capitalista baseado no capital nacional, em aliança com os trabalhadores, com ampla participação do Estado na economia e elevadas barreiras à entrada de investimentos e produtos estrangeiros, e, de outro lado, um modelo de desenvolvimento capitalista baseado na abertura à economia mundial e no aproveitamento das vantagens comparativas possuídas pelo país. Hélio Jaguaribe chamou ao primeiro grupo de nacionalistas, no qual se poderiam incluir personagens proeminentes da época, como o industrial Roberto Simonsen, e ao segundo de cosmopolitas, cujos expoentes eram figuras não menos notáveis, como Eugênio Gudin e Roberto Campos.⁴⁶

A preocupação da época era claramente com o desenvolvimento industrial. Os nacionalistas concentrados no próprio Instituto Superior de Estudos Brasileiros (ISEB) de Hélio Jaguaribe acreditavam que o empresariado nacional seria capaz de mobilizar o apoio de outras classes em favor de um projeto nacional de desenvolvimento industrial e tecnológico,

⁴⁴ In: Williamson e Kuczynski. *Depois do Consenso de Washington...*, 2003, pág. 6.

⁴⁵ Hélio Jaguaribe. *O Nacionalismo na Atualidade Brasileira*. Rio de Janeiro: ISEB, 1958.

⁴⁶ Roberto Campos também utiliza a classificação e se auto-intitula um “cosmopolita” ou “desenvolvimentista não nacionalista” ou ainda “desenvolvimentista liberal” (*A Lanterna na Popa*. Rio de Janeiro: Ed. Topbooks, 1994, pág. 197). Para isso, cita estudo de Ricardo Bielchowsky (*Pensamento Econômico Brasileiro: O Ciclo Econômico do Desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1988).

ainda que esse arranjo pudesse contemplar de forma desigual os interesses das diferentes classes em questão.⁴⁷

Os cosmopolitas, por sua vez, advogavam o princípio de que o progresso industrial ocorreria de forma espontânea, guiado pelas forças do mercado, utilizando como insumo o excedente de renda gerado pelas atividades nas quais o país detinha vantagem comparativa, como a agricultura, a exemplo do que sucedera na industrialização brasileira do início do século. Uma economia mundial baseada no comércio livre e numa divisão internacional do trabalho inspirada nas vantagens comparativas seria suficiente para garantir o desenvolvimento dos países então chamados de subdesenvolvidos. Esses teóricos desdenhavam da formação de uma base industrial como condição *sine qua non* para o progresso, vendo em tal projeto apenas o perigo de fortalecimento excessivo do Estado. Nas palavras de Eugênio Gudín: “Indústria não é sinônimo de prosperidade, como agricultura não é sinônimo de pobreza...Indústria ou agricultura de boa produtividade é que são sinônimos de prosperidade”.⁴⁸

Na época, a dicotomia entre um modelo com aspirações de autarquia e forte presença do Estado e um outro de orientação liberal adquiria aspecto dramático em função da confrontação Leste-Oeste, que implicava uma rivalidade não só do tipo realista, entre países ou grupos de países, mas também entre concepções sobre a organização da sociedade, da política e da economia. A originalidade da obra de Jaguaribe consistiu em reformular esse debate para as condições específicas do Brasil, em que a verdadeira disputa não se dava entre socialismo e capitalismo, mas entre visões concorrentes sobre o desenvolvimento capitalista no país.

No mundo pós-Guerra Fria, mesmo a corrente capitalista de feições nacionalistas identificada por Jaguaribe pareceria exagerada. As diferentes correntes de pensamento, na política e na academia, parecem aceitar, como ponto de partida, uma dose maior de livre iniciativa e de integração à economia mundial do que a admitida pelos nacionalistas analisados por Jaguaribe. Essa convergência, entretanto, não eliminou a produção de soluções concorrentes para o problema do desenvolvimento, dentro da lógica capitalista do lucro e da

⁴⁷ Ver a crítica de Caio Navarro Toledo. *ISEB: Fábrica de Ideologias*. São Paulo: Ed. Ática, 1977. Filiado à escola de sociologia de São Paulo, influenciada pelo marxismo e que se engajou numa rivalidade com o ISEB nos anos 50-60, este autor considerava que a negação da luta de classes nas teorias formuladas no âmbito do ISEB lhes retirava o caráter científico, daí o título de sua obra.

⁴⁸ Eugênio Gudín. *Inflação, importação e exportação, Café e crédito, Desenvolvimento e industrialização*. Rio de Janeiro: Ed. Agir (ano não-disponível), pág. 210, *Apud* Roberto Campos, op. cit., pág. 240.

propriedade privada, de forma que a utilidade da classificação proposta pelo autor pode ter aumentado, não diminuído, no mundo contemporâneo.

A preocupação atual dos países emergentes com a vulnerabilidade externa também é remanescente da preocupação com a dependência, que prevaleceu nas décadas de 1960 e 1970. Desta vez, a controvérsia transborda dos limites do pensamento capitalista, visto que os teóricos da dependência estavam sob forte influência do pensamento marxista.⁴⁹ Não obstante, a teoria da dependência foi outra corrente do debate sobre o grau desejável de integração à economia internacional, que permitisse a um país auferir o máximo benefício de sua inserção nos fluxos de comércio e capitais com outros países, ao menor custo possível.

Na teoria da dependência, esse custo se manifestava numa opressão algo mecânica que os países centrais exerceriam sobre o crescimento dos países periféricos, de forma a preservar a complementaridade entre as duas “categorias” de países. Assim, mesmo que houvesse desenvolvimento nas economias periféricas, sua posição relativa na divisão internacional do trabalho continuaria a mesma, suprindo os países centrais com produtos de baixo valor agregado e consumindo daqueles países produtos mais intensivos em capital, tecnologia ou conhecimento. A solução, para a maior parte dos teóricos da dependência, seria a busca da “autonomia pelo contraste”⁵⁰ ou, de forma mais radical, pelo rompimento com o mercado mundial.⁵¹ Uma corrente mais moderada da teoria da dependência,⁵² cujo expoente é Fernando Henrique Cardoso, reconhece os entraves ao crescimento derivados da condição de dependência, mas não vê no desenvolvimento autárquico uma alternativa necessariamente melhor do que o desenvolvimento dependente. A solução, nesse caso, é de teor realista⁵³:

⁴⁹ Gelson Fonseca Jr. *Developmentalism and Dependency: a Comparative Analysis*. Tese de Mestrado submetida à Universidade Georgetown/EUA, 1976, *Apud* Marcos B. A. Galvão “Globalização: Arautos, Céticos e Críticos (Segunda Parte)”. *Política Externa*, Vol. 7, Nr. 1, Junho/Julho/Agosto de 1998, pág. 133 (“One might say that the fundamental objective of the dependency school is to apply categories of marxist thought to an understanding of underdeveloped societies.”).

⁵⁰ A expressão é emprestada de Gelson Fonseca Jr. *A Legitimidade e outras Questões Internacionais: Poder e Ética entre as Nações*. São Paulo: Ed. Paz e Terra, 1998, págs. 340 a 352. O autor, na verdade, a utiliza para referir-se à política externa independente e ao pragmatismo responsável, posturas que caracterizaram a política externa brasileira no início da década de 1960 e na presidência de Ernesto Geisel, de meados para o final da década de 1970. É o próprio Gelson Fonseca quem indaga, por outro lado, sobre o que oculta o discurso da autonomia (“O discurso da autonomia por contraste oculta uma estrutura de dependência? A técnica do contraste acentua ou reduz as dependências reais?”, pág. 346).

⁵¹ Samir Amin. *Accumulation on a World Scale: a Critique of the Theory of Underdevelopment*. Sussex: The Harvester Press, 1974, págs 33, 136, *Apud* Galvão, op. cit., pág. 134.

⁵² Sobre as diversas correntes da teoria da dependência, ver Theotônio dos Santos. *A Teoria da Dependência: Balanço e Perspectivas*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2000.

⁵³ Galvão, op. cit., pág. 134.

aceitar a distribuição de poder mundial e extrair o maior ganho possível das oportunidades oferecidas nos ciclos de expansão da economia mundial.

A breve análise precedente de exemplos na literatura do debate sobre modelos alternativos de desenvolvimento e de gestão da política econômica teve como objetivo destacar tanto o que há de antigo quanto o que existe de novidade nas discussões atuais. As semelhanças giram em torno da relação ideal que as economias em desenvolvimento, agora emergentes, deveriam manter com a economia internacional. As diferenças, não menos importantes, são, sobretudo, de grau. As interações com a economia mundial, para o bem e para o mal, se intensificaram de modo substancial nas últimas décadas, sobretudo desde os anos 1990. A crescente importância da economia internacional para os países emergentes acentuou tanto suas preocupações “ofensivas” (como maximizar o desenvolvimento econômico diante dos constrangimentos e oportunidades da globalização?) quanto suas preocupações “defensivas” (como se proteger dos ciclos recessivos da economia internacional e de seus momentos de instabilidade?). Na subseção a seguir, serão analisados dois modelos alternativos de organização econômica que vigorariam na cena contemporânea, com destaque para as soluções que cada opção apresenta para as preocupações defensivas dos países emergentes.

1.3.2. Os modelos contemporâneos e a vulnerabilidade externa

Em artigo de 2003, preparado para a *Consultoria Tendências*, Edward Amadeo responde de modo diferente à indagação de Gustavo Franco, mencionada anteriormente, sobre a existência, na atualidade, de escolas de pensamento econômico. Para Amadeo, analisando o caso brasileiro, “a convergência (...) é superficial e aparente. Os dissensos permanecem muito vivos, são irreconciliáveis e ações protelatórias do governo na escolha do modelo só tendem a atrasar a melhora dos indicadores socioeconômicos do País”.⁵⁴

Amadeo divide o debate brasileiro entre o grupo liberal-social, “pela ênfase no bom funcionamento dos mercados e na igualdade de oportunidades como fontes do desenvolvimento econômico” e o grupo inspirado pelas idéias dos economistas Joseph Schumpeter, John Maynard Keynes, bem como por idéias cepalinas e estruturalistas, que o autor apelida de SKC, que não chega a ser uma corrente “antimercado”, mas para a qual a

⁵⁴ Edward Amadeo, “O que divide os economistas brasileiros”, loc. cit., pág. 1.

ação estratégica do Estado desempenha papel de destaque.⁵⁵ O grupo liberal-social se identificaria, na classificação proposta aqui, com o modelo cosmopolita, enquanto que o grupo SKC estaria mais próximo do modelo nacionalista. Cada modelo, como se verá, tem explicações diferentes para o problema da vulnerabilidade externa, bem como propõe respostas distintas aos desafios das crises financeiras.

1.3.2.a. Cosmopolitas: o Consenso de Washington

Como aludido nas “Considerações iniciais” a este capítulo (nota 1), o sentido da expressão Consenso de Washington vem sendo deturpado ao longo do tempo, sobretudo por seus detratores, o mais qualificado dos quais seria Joseph Stiglitz, que vêem no Consenso a tentativa de impor aos países emergentes um conjunto de políticas neoliberais, com o intuito de minimizar o papel do Estado na economia. No seu significado original, o Consenso designaria uma lista de dez reformas políticas recomendadas aos países da América Latina - não ao mundo inteiro -, resultantes de uma conferência ocorrida em 1989, na capital americana.⁵⁶ John Williamson, autor da expressão, lamentaria a escolha feita à época, que teria sido prejudicial ao propósito de promover mudanças necessárias nos países latino-americanos.⁵⁷

O fato, entretanto, é que o Consenso de Washington já não pertence mais a seu criador, que assimilou a definição de Dani Rodrik⁵⁸ sobre o Consenso como um conjunto de políticas “advogadas”, não impostas, junto aos países emergentes (não apenas aos países da América Latina) pela “Washington” oficial, isto é, pelas IFIs e pelo Tesouro dos Estados Unidos, e ao qual foi adicionada uma segunda geração de reformas, de caráter mais institucional, perfazendo, ao lado das dez políticas originais, o Consenso de Washington Ampliado.

A administração econômica competente exigiria, no contexto da primeira geração de políticas, a implantação das seguintes reformas: disciplina fiscal; reordenamento das prioridades de despesa pública, em favor de gastos sociais; reforma tributária; liberalização

⁵⁵ *Ibid.*, págs. 2 e 3.

⁵⁶ John Williamson, “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, 2004, loc. cit., pág. 1.

⁵⁷ Segundo Daniel Yergin (*The Commanding Heights: The Battle for the World Economy*. 2a ed. Nova York: Touchstone Books, 2002, pág. 237), Williamson teria dito: “In the interest of promoting policy reform in Latin America, it is difficult to think of a less diplomatic label”.

⁵⁸ Dani Rodrik. “After Neoliberalism, What?”. Seminário no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), setembro de 2002, *Apud* Williamson, 2004, págs. 1-2.

financeira; promoção de uma taxa de câmbio competitiva, abertura comercial; liberalização do ingresso de investimento direto estrangeiro (IDE); privatização; desregulamentação; e proteção dos direitos de propriedade. Tudo isso poderia ser resumido, segundo o autor, em três expressões: disciplina macroeconômica, economia de mercado e abertura para o mundo.⁵⁹

Trata-se, portanto, de uma agenda de reforma do Estado e de modernização da economia, baseada na restauração do princípio da livre iniciativa, no recuo da participação do Estado na economia e na integração à economia mundial, em lugar do distanciamento que havia caracterizado políticas de períodos anteriores na América Latina. Não cabe discorrer em detalhe, neste trabalho, sobre cada ponto do programa, mas avaliar as implicações do modelo em relação ao problema da vulnerabilidade.

O conceito de disciplina fiscal proposto no Consenso deve ser analisado sobre o pano de fundo da conjuntura inflacionária e da crise de endividamento externo da América Latina na década de 1980. A gravidade da situação àquela época exigiria, de um ponto de vista ortodoxo, uma resposta igualmente drástica no corte da despesa pública, com vistas a controlar a ascensão inflacionária e promover o ajustamento externo. Com a melhoria do quadro inflacionário nos anos 1990, na maioria dos países, o conceito de disciplina poderia ser melhor definido como a adoção de uma política de gasto público anticíclica, pela qual os países economizariam recursos nos períodos de prosperidade e aumentariam a despesa pública nas fases recessivas da economia.⁶⁰ Trata-se de uma receita mais Keynesiana do que monetarista – os monetaristas pregam um crescimento estável e não-discrecional da oferta de moeda -⁶¹, o que, ao menos teoricamente, seria motivo para qualificar a reputação

⁵⁹ John Williamson. “Did the Washington Consensus Fail?”. Discurso proferido no Center for Strategic and International Studies (CSIS). Washington: Institute for International Economics, 2002b. Disponível em: www.iie.com/papers/williamson1102.htm. Acesso em: 16/1/2003.

⁶⁰ Daniel Artana, Ricardo López Murphy e Fernando Navajas. “Uma agenda de política fiscal”. In: Kuczynski e Williamson (orgs.), op. cit., págs. 64-70. Vale registrar a crítica de Eduardo Modiano, referente ao caso brasileiro: “Os planos de estabilização de inspiração ortodoxa, adotados no período de 1981-84, promoveram o ajustamento externo da economia, mas não conseguiram evitar a escalada da inflação. A inflação brasileira parecia ter propriedades específicas e uma dinâmica própria, resistindo às pressões deflacionárias da recessão e do desemprego” (“A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989”. In: Marcelo de Paiva Abreu (org.). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990, pág. 347).

⁶¹ Os monetaristas, em particular os adeptos das “expectativas racionais”, argumentam que uma política de maiores gastos do governo para impulsionar a economia é ineficaz, porque seria antecipada pelos agentes econômicos, que aumentam seus preços em lugar de aumentar a produção, produzindo inflação. Descrevendo a escola monetarista, Paul Samuelson explica a seguir a posição monetarista: “quando os decisores políticos atuam com base nas notícias - uma guerra nas areias do deserto, uma depreciação do dólar, uma geada sobre a cultura do milho – já estas foram incorporadas nos preços que são flexíveis e se verificam em mercados constituídos por compradores e vendedores bem informados. (...) Não há medidas discricionárias que o governo possa tomar que

conservadora do Consenso de Washington. O problema, no entanto, é que não está claro se e quais os países emergentes já fortaleceram suas posições fundamentais o bastante para poder dispor de uma política anticíclica.⁶²

A ênfase na disciplina fiscal tem repercussões importantes no campo da vulnerabilidade externa. A tese dos adeptos do Consenso é de que a dependência em relação à poupança externa, tanto aos investimentos estrangeiros diretos quanto aos capitais de curto prazo, que tem caracterizado os países alvejados por crises recentes, encontra sua raiz no estrangulamento fiscal do Estado. Essa situação teria duas conseqüências negativas, segundo Edward Amadeo, em sua apresentação do grupo liberal-social, que pode ser considerado a expressão do Consenso de Washington no debate brasileiro:

Primeiro, o governo não investe e, assim, não contribui para a expansão da capacidade produtiva. Segundo, o governo tem uma dívida crescente e, para financiá-la, compete com as empresas privadas pela poupança (chamado efeito *crowding-out*). Isto significa que o custo do capital para as empresas é muito elevado, o que explica a baixa taxa de investimento. Caso o Brasil não dependesse de poupança externa, não seria vulnerável aos humores dos investidores, poderia reduzir a taxa de juros, expandindo a economia e reduzindo estrangulamento fiscal. [...] Não houvesse o estrangulamento fiscal do Estado, o setor público investiria mais, haveria menor necessidade de poupança externa e menor vulnerabilidade externa.⁶³

A política de privatizações, também incluída no Consenso, foi concebida como parte integrante da doutrina de saneamento fiscal, uma vez que as empresas estatais representam ativos valiosos para os governos, a serem utilizados para a amortização de dívidas, bem como possíveis fontes de despesa pública, o que ocorre quando essas empresas se tornam deficitárias ou quando são subsidiadas pelos tesouros nacionais.⁶⁴ A política de privatização correspondeu, por outro lado, à convicção de membros de governo de que se tratava de uma medida essencial para elevar o baixo nível de eficiência da economia, devolvendo à iniciativa privada atividades que não eram típicas de Estado, como a siderurgia, ou melhorando a provisão de serviços públicos à população, como eletricidade e telefonia, nas “áreas cinzentas” em que poderia caber ou não ao Estado um papel empresarial.

melhorem o resultado ou evitem os breves intervalos de desemprego involuntário que são causados por interpretações erradas passageiras” (*Economia*. 14^a ed. Lisboa: Ed. McGraw-Hill, 1993, pág. 749).

⁶² Artana, Murphy e Navajas, loc. cit., pág. 64.

⁶³ Edward Amadeo, op. cit., pág. 4.

⁶⁴ Ver, a propósito, Pedro-Pablo Kuczynski. “Reformando o Estado”. In: Kuczynski e Williamson, op. cit., págs. 28-41.

O reordenamento de despesas públicas em favor dos gastos sociais é outro exemplo de que não é possível classificar o Consenso de Washington, de forma simplista, como uma agenda caracterizada pela insensibilidade em relação às questões sociais. John Williamson afirma que, como resultado, dessa política, poderia até haver uma redução dos gastos públicos, mas o seu objetivo principal era propor uma mudança qualitativa na despesa governamental. Convém reproduzir a linguagem com que o próprio autor define essa recomendação do consenso:

... redirecting [public] expenditure from politically sensitive areas [that] receive more resources than their economic return can justify... toward neglected fields with high economic returns and the potential to improve income distribution, such as primary health and education, and infrastructure.⁶⁵

A despesa pública nos países da América Latina teria sido apropriada por grupos de interesse, não só em representação de um empresariado protecionista e dependente do Estado, mas também de corporações, como as de funcionários públicos, o que desviaria recursos da parcela mais pobre da população. Tratar-se-ia de uma alocação não só injusta mas também pouco eficiente dos gastos públicos, que gerariam benefícios e um retorno econômico maior se direcionados para a área social e a redução da pobreza.

É útil, nesse contexto, um novo paralelo com a agenda liberal-social descrita por Amadeo. Este autor caracteriza a controvérsia entre liberais-sociais e “SKCs” sobre ponto, eufemisticamente, como uma oposição entre “políticas universais” e “políticas focalizadas”. As políticas universais beneficiariam todos os cidadãos com, por exemplo, serviços gratuitos de saúde e educação, “um princípio correto em uma sociedade cuja renda, a riqueza, os gastos sociais e subsídios fossem melhor distribuídos. Mas esse não é o caso no Brasil (e, aparentemente, tampouco no resto da América Latina e em boa parte dos países emergentes)⁶⁶ e, por isso, há enormes distorções na estrutura do gasto do setor público”. Por isso, boa parte dos gastos sociais, no Brasil, estariam direcionados para os 30 a 40% menos pobres da população. A focalização das políticas ajudaria a reverter esse quadro, mudando a composição e o destino do gasto público.⁶⁷

A questão da política social no Consenso de Washington não teria, à primeira vista, um papel na redução na vulnerabilidade externa dos países emergentes. Mas ela é um fator

⁶⁵ John Williamson, “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, 2004, pág. 4.

⁶⁶ Comentário do autor.

⁶⁷ Edward Amadeo, op. cit., págs. 13 e 14.

importante nas fases de prevenção e administração das crises, ao afetar a tolerância das populações nos países emergentes às medidas recessivas por vezes necessárias para manter a estabilidade monetária em face de um ataque especulativo ou àquelas aplicadas no âmbito de programas do FMI. Como explica Eichengreen, em trabalhos citados anteriormente, existe uma tensão, inerente aos regimes democráticos, entre as demandas de bem-estar da população e as políticas monetária e fiscal por vezes recomendáveis para manter a taxa de câmbio, sobretudo nos países que adotam o câmbio fixo.

Quanto maior a pobreza e a desigualdade, menor seria a margem de manobra para a adoção de políticas de austeridade com vistas à prevenção ou à reação a crises financeiras. É Joseph Stiglitz quem adverte para o risco de a turbulência política e social pôr tudo a perder no processo de recuperação de uma crise financeira, abalando a confiança dos investidores e intensificando os movimentos de capitais para fora de um país.⁶⁸ A diferença é que, enquanto para Stiglitz seriam os programas do FMI a causa dos tumultos, para os defensores do Consenso de Washington a razão das turbulências já estava presente naqueles países, provocada por políticas internas inadequadas de alocação dos recursos públicos.

As propostas de política financeira (liberalização financeira e promoção de uma taxa de câmbio competitiva) são, evidentemente, aquelas com maior impacto imediato e potencial sobre a vulnerabilidade dos países emergentes. No próximo capítulo, se argumentará que a mobilidade de capitais transnacionais apresenta características sistêmicas, derivadas, entre outros fatores, do volume crescente de capital privado, de curto e de longo prazo, disponível para investimento nas economias emergentes e das transformações nas tecnologias da informação e das telecomunicações, que reduzem os custos de transação envolvidos nos negócios transnacionais. Decisões governamentais dos países emergentes no sentido da liberalização da conta de capital, ou, simplificada, a eliminação de restrições à entrada e saída de recursos de seus territórios,⁶⁹ tiveram, entretanto, grande responsabilidade pela integração financeira que se acelerou nos anos 1990.

⁶⁸ Joseph Stiglitz. *Globalization and Its Discontents*. Nova York: Ed. Norton, 2003 (2002), págs. 119-120.

⁶⁹ Barry Eichengreen e Michael Mussa definem liberalização da conta de capital – de modo algo circular - como a remoção de proibições a transações na conta financeira ou de capital do balanço de pagamentos. Os autores se referem à eliminação de controles incidentes sobre operações com moeda estrangeira e outros controles, mas consideram que a liberalização da conta de capital é compatível com a manutenção de instrumentos tributários incidentes sobre transações financeiras (“Capital Account Liberalization and the IMF”. *Finance and Development* (a quarterly magazine of the IMF), vol. 35, nr. 4, dezembro de 1998. Disponível em <http://www.imf.org/external/ft/fandd/1998/12/eichen.htm>. Acesso em: 24/7/2004). A título de ilustração, poder-se-ia dizer que a abertura da conta de capital significa que um investidor não-residente tem a liberdade de adquirir ativos num determinado país, na bolsa de valores, por exemplo, bem como de retirar seus recursos

Existe controvérsia sobre se a liberalização da conta de capital é parte das prescrições políticas do Consenso de Washington. O próprio John Williamson afirma que essa medida jamais foi prevista na formulação original do Consenso, em que a expressão liberalização financeira compreenderia medidas como a determinação das taxas de juros pelo mercado.⁷⁰ Como dito anteriormente, entretanto, o Consenso adquiriu vida independente de seu criador e a liberalização da conta de capital certamente integra o conjunto de políticas endossadas pela “Washington oficial” (Departamento do Tesouro dos Estados Unidos e IFIs).

Grande parte dos recursos que circulam nos mercados de capitais internacionais, sobretudo aqueles dirigidos aos países emergentes, é de curto prazo. A natureza imediatista desses investimentos tem sido um dos principais alvos do discurso crítico em relação à liberdade de movimentação do capital financeiro internacional. Os adeptos da ortodoxia econômica sustentam a liberdade de capitais por motivos semelhantes aos que os levam a apoiar o livre comércio, isto é, a alocação mais eficiente de recursos escassos. A liberdade de capitais permite, nesse contexto, que os capitais sejam transferidos de onde ele é abundante, os países desenvolvidos, para aqueles países onde a poupança doméstica é insuficiente. Além de permitir maiores retornos sobre o capital disponível para investimento, a liberdade de capitais proporcionaria benefícios adicionais às economias emergentes, como maior eficiência na operação dos sistemas financeiros domésticos, sob pressão da competição estrangeira; redução da corrupção, sob a hipótese de que investidores e instituições estrangeiras seriam mais “resistentes” do que os locais; e maior estabilidade financeira, seja pela diversificação de fontes de recursos para os países, seja pela maior diversidade de opções oferecidas aos investidores.⁷¹

Mesmo economistas de orientação liberal, como Paul Krugman⁷² e Jagdish Bhagwati,⁷³ assim como o semanário inglês *The Economist*,⁷⁴ estabelecem, entretanto, uma distinção entre os benefícios irrefutáveis do livre comércio e os riscos da livre movimentação de capitais, advogando a implantação de controles sobre a entrada de capitais nos países

quando isso lhe aprovar; significa, ainda, a permissão à subsidiária de empresa multinacional para remeter lucros a sua matriz localizada em outro país.

⁷⁰Williamson, “Did the Washington Consensus Fail?”, 2002b.

⁷¹Fernando J. Cardim e João Sicsú. “Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais”. *Revista Brasileira de Economia Política*, São Paulo, março de 2004, pág. 9. Disponível em www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/controversias_recentes_sobre_controles_de_capitais.pdf. Acesso em: 10/3/2004.

⁷²“Currency crises”, 1997, loc. cit. (web.mit.edu/krugman/www/crises.html).

⁷³Jagdish Bhagwati. “The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars”. *Foreign Affairs*, 77, 3, Maio/Junho de 1998.

⁷⁴“A survey of global finance”, edição de 3 a 9 de maio de 2003, págs. 23/24.

emergentes, como forma de alterar o *mix* entre investimentos de curto e longo prazo, em favor destes últimos. As formas de intervenção no livre movimento de capitais através das fronteiras nacionais incluem a imposição de depósitos compulsórios sobre entradas de capitais, impostos sobre entradas e saída de recursos financeiros e o estabelecimento de restrições quantitativas sobre fluxos de capitais.⁷⁵ Controles sobre a saída ou remessa de capitais para o exterior (países de origem de empresas multinacionais, por exemplo) não seriam recomendados, pois afugentariam tanto o “mau” quanto o “bom” investimento.

Caberia discutir, contudo, se o grau de liberdade da conta de capital é uma variável inteiramente sob controle dos governos dos países emergentes, atinente apenas à governança interna dessas economias, ou se os custos de não promover a liberalização financeira são tão altos - e as pressões internacionais em favor da medida tão intensas – que a conveniência da adesão a esse ponto específico do Consenso seria um debate essencialmente acadêmico.

Existe incerteza, em primeiro lugar, sobre a resposta dos agentes privados à adoção de medidas de controle de capitais pelos países emergentes. Teme-se que os investidores possam assumir comportamento discriminatório em relação aos países que impõem barreiras à entrada de capitais, ainda que atinentes apenas aos investimentos de curto prazo. Não está claro se os controles sobre a entrada de capitais apenas alteram a distribuição entre investimentos de longo e de curto prazo ou se tais restrições excluem mais gravemente do mercado internacional de capitais o país que as adota, em razão do efeito negativo sobre as expectativas dos agentes do mercado e de sua possível reação exagerada às medidas tomadas. Um dos exemplos de sucesso na imposição de controles é o do Chile, que exigiu, entre 1991 e 1998, um depósito, sem rendimento de juros, de parcela dos capitais que permanecessem no país por prazo inferior a um ano.⁷⁶ A medida não reduziu o movimento de capitais, mas logrou alterar a composição dos ingressos de capitais, em favor de investimentos de mais longo prazo.⁷⁷ Durante a crise asiática, a Malásia também adotou controles sobre o movimento de capitais, desta vez sobre a saída de recursos do país (“exit tax”), que também não foram permanentes, sendo eliminados em 1998, um ano após a crise.⁷⁸

⁷⁵ Cardim e Sicsú, op. cit., págs. 3 e 4.

⁷⁶ Sebastian Edwards. “The Mirage of Capital Controls”. Versão antecipada de artigo na revista *Foreign Affairs*, edição de Maio/Junho de 1999. Disponível em http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/for_aff.pdf, pág. 2. Último acesso em: 24/7/2004.

⁷⁷ “A survey of global finance”. *The Economist*, maio de 2003.

⁷⁸ Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, pág. 124.

Quanto às pressões internacionais, o governo dos Estados Unidos, desde a administração Reagan, adota a posição de que os interesses financeiros norte-americanos seriam sobremaneira beneficiados pela liberdade nos movimentos de capitais e esforços sistemáticos têm sido feitos no sentido de abrir outras economias a esses investimentos. A gestão Clinton, sob a liderança do Departamento do Tesouro, deu continuidade a essa política de utilizar a economia para atingir objetivos de política externa e buscou ativamente maior acesso para os capitais americanos, de curto e longo prazo. Alguns autores chegam a atribuir a crise asiática ao “Complexo Wall Street – Tesouro”, em alusão ao Secretário do Tesouro Robert Rubin, que havia sido presidente do banco de investimentos Goldman Sachs antes de participar da administração Clinton. Nessa concepção, a crise teria sido precipitada pela liberalização financeira prematura, imposta às economias dos países emergentes pelo governo norte-americano, fortemente influenciado por interesses de bancos e fundos de investimentos.⁷⁹

A liberalização financeira não é, contudo, a única proposta de política financeira do Consenso de Washington. A promoção de uma taxa de câmbio unificada e competitiva, com o fito de estimular as exportações, seria outro elemento da estratégia financeira contemplada pelo Consenso.⁸⁰ Tanto o câmbio fixo quanto o flutuante poderiam representar, na visão de Williamson, mecanismos inadequados para as necessidades dos países emergentes, por permitirem, seja por decisão governamental, seja por força do mercado, uma taxa de câmbio sobrevalorizada, no primeiro caso, ou excessivamente volátil, no segundo. Se aplicada, a política cambial preconizada no Consenso poderia ter evitado os déficits em conta corrente que caracterizaram o balanço de pagamentos da maioria dos países afetados por crises financeiras. Vale lembrar, contudo, que os mecanismos de câmbio fixo, como o argentino, atendiam, em muitos casos, não a uma prioridade de política comercial, mas a uma prioridade de política econômica interna, o combate à inflação. Pode-se argumentar, portanto, que houve um cálculo consciente na opção pela rigidez cambial em muitos países, que implicou custos elevados, mas também benefícios que não devem ser desconsiderados.

A abertura comercial foi um item do Consenso de Washington que adquiriu enorme notoriedade nos anos 1990, como símbolo da integração de um país à economia mundial e à globalização. Na literatura acadêmica, o endosso à abertura comercial inclui mesmo alguns

⁷⁹ Ver Robert Gilpin. *The Challenge of Global Capitalism: the World Economy in the 21st Century*, Princeton: Princeton University Press, 2000, págs. 135 e 153. Ver também Jagdish Bhagwati. *In Defense of Globalization*. Nova York: Oxford University Press, 2004, págs. 204-207.

⁸⁰ Williamson, “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, 2004, pág. 7.

críticos do Consenso de Washington, que reconhecem os benefícios do comércio internacional em termos de promoção do crescimento econômico (via especialização, melhor aproveitamento das vantagens comparativas e geração de economias de escala), do bem-estar (maior acesso dos consumidores a uma maior variedade de produtos e a preços mais competitivos) e da estabilidade macroeconômica (a concorrência dos produtos importados com os fabricados internamente exerceria pressão para baixo sobre os preços). Como mencionado anteriormente, a maioria dos autores estabelece uma distinção entre a abertura comercial, que seria desejável, e a liberalização financeira, que poderia ter efeitos nocivos se feita de forma precipitada e no momento errado.⁸¹

Os defensores da abertura comercial afirmam, com Edward Amadeo e os liberais-sociais, que “a redução da vulnerabilidade externa dar-se-ia com o aumento da corrente de comércio (exportações e importações). Quanto maior a corrente de comércio como proporção da dívida externa, menor o custo do ajuste (medido pelo aumento da inflação ou queda do PIB) associado a uma queda do fluxo de capitais externos.”⁸²

Seria aceitável, nesse contexto, até um déficit moderado em conta corrente, desde que acompanhado de uma expansão do comércio total. Aceitável e até recomendável em países com déficit de poupança interna, uma vez que os eventuais déficits em conta corrente seriam financiados pelo ingresso de recursos externos, sob a forma de investimento direto estrangeiro ou de capitais de portfólio, assegurando o equilíbrio do balanço de pagamentos. O contrário é que seria anômalo, isto é, uma situação em que os países emergentes, com capital escasso, financiassem déficits em conta corrente de outros países.⁸³

As medidas de desregulamentação, reforma tributária e proteção da propriedade intelectual previstas no “primeiro” Consenso de Washington podem ser consideradas, na verdade, como um prenúncio das medidas de fortalecimento institucional e desenvolvimento social reunidas no Consenso de Washington Ampliado, listadas a seguir. Algumas dessas medidas qualificam as dez recomendações originais: reforma política e legal; instituições

⁸¹ Stiglitz sublinha a importância de as reformas ocorrerem na ordem (“sequencing”) e no ritmo (“pacing”) adequados, para que a velocidade da destruição de empregos, como resultado do aumento da competição, não supere a da criação de empregos (op. cit., págs. 18 e 74).

⁸² Amadeo, “O que divide os economistas brasileiros”, pág. 6.

⁸³ Na “Carta do IBRE” (*Conjuntura Econômica/FGV*, março de 2004, págs. 8 e 9), é feita exposição didática sobre o tema: “Uma outra forma de interpretar esses resultados, e que muitas vezes leva a conclusões equivocadas, diz que quando é atingido um superávit nas transações correntes de certa forma se está na posição de credor. Essa leitura dá a falsa impressão de que um superávit externo é necessariamente bom, ou que um déficit é necessariamente ruim. (...) O superávit alcançado no ano passado indica que o país ficou com uma despoupança externa, ou poupança externa negativa, como se tivesse enviado investimentos para o exterior”.

regulatórias; medidas anti-corrupção; flexibilidade do mercado de trabalho; adesão aos acordos da Organização Mundial do Comércio (OMC); implantação de padrões e códigos financeiros; abertura “prudente” da conta de capital; adoção de regimes “não-intermediários” de câmbio, redes de seguridade social e redução da pobreza.⁸⁴

Segundo Patrícia Navia e Andrés Velasco, “a extensa lista [do Consenso de Washington Ampliado] traz alguns itens que não são novas reformas em si mesmas, mas, antes, mudanças que ele [Dani Rodrik] sustenta serem necessárias para fazer as políticas na lista original de trabalho, ou para impedir que algumas daquelas reformas originais fracassassem.”⁸⁵

A maioria dessas prescrições tem como finalidade o estabelecimento de uma infraestrutura capitalista nos países emergentes, propícia ao desenvolvimento de longo prazo. São reformas que afetam positivamente as expectativas dos investidores quanto à sustentabilidade da política econômica, uma vez que, em sua maioria, exigem mudanças legais e assunção de compromissos internacionais, que não podem ser facilmente derogados pelos governos. Embora se possa argumentar que o Consenso de Washington Ampliado contém medidas que podem contribuir para a redução da vulnerabilidade externa, não está claro de que forma muitas das medidas seriam implementadas. Recorrendo novamente a Navia e Velasco, pode-se dizer que, “em contraste com as reformas de primeira geração, que realmente eram declarações sobre os instrumentos a serem utilizados e os insumos necessários, (...) muitas das reformas de segunda geração são declarações de resultados desejados, sem um sentido claro de projeto político”.⁸⁶

Sobre as medidas de aperfeiçoamento da transparência, por meio da adesão a códigos e padrões, que, segundo Barry Eichengreen, “são quase numerosas demais para incluir numa lista”,⁸⁷ parece que seus efeitos sobre a vulnerabilidade externa são contraditórios. A adesão dos países a conjuntos de regras contábeis, como o do Conselho de Padrões Internacionais de Contabilidade, ou de supervisão bancária, como o do comitê da Basiléia, entre outros, contribuiria, em princípio, para diminuir os problemas de assimetria de informações que contribuem para a eclosão de crises financeiras, como se verá no próximo capítulo.

⁸⁴ Williamson, op. cit., 2004, pág. 22.

⁸⁵ “As Reformas Políticas de Segunda Geração”. In: Kuczynski e Williamson, *Depois do Consenso de Washington...*, 2003, pág. 234.

⁸⁶ *Ibid.*, pág. 234.

⁸⁷ Barry Eichengreen. *Crises Financeiras: Análise, Prevenção e Gestão*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2003, pág. 18.

Eichengreen nota, contudo, que há situações em que informação adicional pode ter efeito desestabilizador, sobretudo quando era fraco a qualidade do ambiente de informação anterior. O exemplo do autor, retirado de trabalho de Stephen Morris e Hyun Song Shin (2001), é ilustrativo:

Os credores podem ter informação privada sobre as condições de um certo banco (...). Essa informação privada poderá levá-los a retirar seus fundos do banco considerado. Se a informação pública sobre os outros bancos é nula, os investidores não terão motivo para coordenar uma corrida a outras partes do sistema bancário. Agora, adicione-se um pouquinho de informação pública sobre outros bancos que superficialmente apresentam semelhanças com o banco que está com problemas ou identifiquem-se os bancos que têm contas interligadas com as do banco problemático. Nesse caso, os depositantes podem ficar desconfiados dessas outras instituições, levando-os a retirar seu dinheiro também desses bancos.⁸⁸

Se o ambiente de informação já era favorável, antes da adoção de novos padrões de transparência, o efeito seria diferente, permitindo aos participantes do mercado fazer a distinção com mais nitidez entre bancos com fundamentos bons e ruins e premiar os primeiros. Para Eichengreen, os mercados emergentes mais avançados já teriam alcançado o estágio em que a maior transparência representa fator de estabilização, não de desestabilização. Nos demais países em desenvolvimento, entretanto, poderia ser inevitável um período intermediário de maior turbulência, até que atinjam o ponto em que a maior transparência passaria a servir ao propósito de diminuir a vulnerabilidade e a probabilidade de ocorrência de crises.⁸⁹

Para se determinar a “responsabilidade” do Consenso de Washington pela mitigação ou pelo aumento da vulnerabilidade dos países emergentes, na América Latina em particular, é preciso diferenciar entre a adesão política e retórica ao modelo articulado por Williamson e a efetiva implementação de políticas condizentes com o modelo. Alguns esforços foram feitos para medir a implementação das reformas previstas no Consenso, em especial por Eduardo Lora, do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).⁹⁰ O balanço geral em relação aos países da América Latina é de que algumas reformas de primeira geração, nas áreas de comércio e de política financeira, estariam em estágio avançado de implementação, enquanto

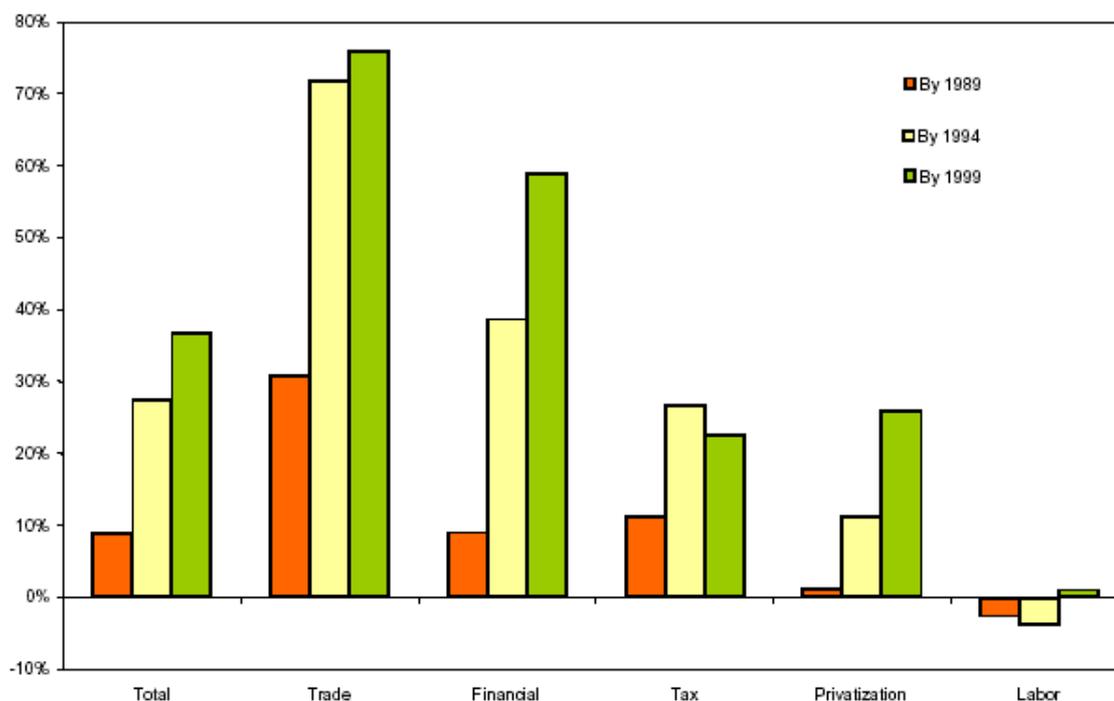
⁸⁸ Morris e Shin. “The CNBC Effect: Welfare Effects of Public Information”. Discussion paper 1312. New Haven: Yale University, 2001. *Apud* Eichengreen, *Ibid.*, pág. 20.

⁸⁹ *Ibid.*, págs. 20 e 22.

⁹⁰ Eduardo Lora. “Structural Reforms in Latin America: What has been reformed and how to measure It”, Research Department Working Paper 466. Washington: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2001. Disponível em www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-466.pdf. Acesso em: 22/7/2004.

outras, como as privatizações e a reforma tributária, estariam em fase intermediária. As reformas de segunda geração atinentes ao Consenso de Washington Ampliado estariam, por sua vez, em etapa ainda incipiente (ver gráfico 1.1).⁹¹

Gráfico 1.1 - Implementação de Reformas Estruturais na América Latina



Reproduzido de Lora (2001), pág. 23.

Não se fará, nesta dissertação, uma análise pormenorizada da adoção de medidas e políticas que integram o Consenso, mas apenas um comentário geral sobre os casos de alguns países mais proeminentes. Enquanto o Chile, desde a década de 80, e o México, após a crise 1994, têm-se destacado pelo sucesso em realizar reformas em prol da economia de mercado e em promover o ajuste da atuação do Estado, a um custo recessivo inicial considerável nos dois países, a maioria dos países da América Latina se comprometeu seletivamente com um programa liberalizante, postergando aquelas medidas que exigiriam sacrifícios no curto prazo, como a redução e a reestruturação de gastos públicos e a flexibilização do mercado de trabalho.

Na Argentina, o Governo avançou no processo de liberalização e abertura econômica, sobretudo na primeira metade da década de 90, mas obteve êxito parcial nas políticas de

⁹¹ Navia e Velasco, op. cit., pág. 238.

equilíbrio fiscal e de desregulamentação. Ambas teriam sido essenciais para a manutenção do *currency board* e da paridade com o dólar, embora a um custo social possivelmente insustentável numa sociedade democrática. Na conjuntura de extrema liquidez internacional que prevaleceu até a crise asiática, a falta de competitividade da economia argentina atrelada ao dólar, resultado de um déficit de produtividade e de um resíduo de inflação com referência à economia americana, era compensada pelo financiamento externo abundante, que equilibrava o balanço de pagamentos. Com a retração dos investimentos estrangeiros, as únicas alternativas economicamente viáveis para a Argentina eram o aumento da produtividade, para “diminuir a diferença” em relação ao referencial da economia americana, ou um reajuste para baixo de preços e salários, para refletir a perda de riqueza representada pela saída de recursos da economia. Tais medidas, entretanto, exigiriam uma extrema flexibilidade do mercado de trabalho, pela qual os trabalhadores aceitassem reduções salariais, as quais por sua vez deveriam ensejar um realinhamento de preços na economia.

Quanto ao Brasil, tampouco é possível dizer que houve uma implementação integral de políticas de saneamento das contas públicas e de abertura econômica ao exterior, o que tornou o país suscetível a ataques especulativos e ao contágio de crises iniciadas em outros países. Houve um aumento da responsabilidade orçamentária desde a desvalorização do real em janeiro de 1999, mas a transição para um regime de câmbio flutuante, administrada de forma competente, depois de um início turbulento, pode ter sido o principal amortecedor de uma ruptura de proporções mais graves na economia. O Brasil, entretanto, se beneficiou sobremaneira, no tratamento que lhe foi dispensado pelas IFIs, da percepção de que o Governo Fernando Henrique Cardoso estava comprometido com uma política econômica responsável e de que sua equipe econômica era competente do ponto de vista técnico, bem como alinhada ideologicamente com as premissas básicas do Consenso, embora tenha enfrentado dificuldades, em especial de natureza política, para implementar reformas necessárias. Vale citar o depoimento a esse respeito do Secretário do Tesouro norte-americano à época da crise brasileira de 1999, Robert Rubin:

Unlike in Rússia, we had considerable confidence in Brazil's commitment to reform. Under the leadership of President Fernando Cardoso, Brazil's historic hyperinflation problem - the subject of my senior thesis in college - seemed finally to have been solved. The nation, which accounted for around 45% of South America's GDP, had taken important steps toward implementing sound macroeconomic policies since recovering from the debt crisis of the 1980s and had a political leader prepared to call upon his people to support measures that, while difficult in the short term, were necessary for stability and growth. Cardoso's highly capable and experienced

economic team – headed by Finance Minister Pedro Malan – recognized that the alternative would have been even worse.⁹²

Esse endosso da gestão econômica no governo Fernando Henrique Cardoso não seria justificável pelos indicadores de crise selecionados anteriormente, que exibiam claros sinais de deterioração, mas apenas pela percepção de que um conjunto de políticas semelhantes às preconizadas no Consenso se tornara dominante no Brasil, ao menos na agência governamental com poder de tomar decisões econômicas e de política financeira no país, não obstante as dificuldades de implementação de algumas medidas.

1.3.2.b. Nacionalistas

O pensamento “nacionalista” não foi articulado, ao contrário do “cosmopolita”, num conjunto de recomendações ou prescrições de políticas. Pode-se identificar nitidamente, contudo, suas diferenças filosóficas em relação à primeira corrente descrita neste trabalho, bem como suas respostas no campo da política econômica ao problema da vulnerabilidade externa. Os autores mencionados nesta subseção se referem sobretudo ao Brasil, mas muitas de suas observações se aplicam a outros países emergentes, sobretudo da América Latina, que se viram sob pressão de crises financeiras desde a década de 1990.

A diferença filosófica diz respeito à crença nos benefícios de um Estado mais atuante na economia, seja por meio de políticas “defensivas”, de proteção dos produtores nacionais contra a competição estrangeira, seja por meio de políticas pró-ativas, de incentivo às exportações ou de financiamento a setores da economia considerados estratégicos. Maria da Conceição Tavares caracteriza o Consenso de Washington como um modelo de política econômica decadente adotado nos países anglo-saxões, que estaria sendo superado pelos países de “capitalismo organizado e regulado”, à moda da Alemanha e do Japão.⁹³ Mesmo na

⁹² Rubin e Weisberg, *In an Uncertain World...*, 2003, pág. 289.

⁹³ Maria da Conceição Tavares. “Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais: a Modernização Conservadora”. In: Maria da Conceição Tavares e José Luís Fiori. *Desajuste Global e Modernização Conservadora*. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra, 1996 (1993). Na pág. 55, a autora chama de países de capitalismo organizado “àqueles onde as relações orgânicas entre a burocracia do Estado, os bancos e as grandes empresas industriais forma sempre importantes em seu desenvolvimento histórico. A expressão ‘países de capitalismo regulado’, por sua vez, envolve um conjunto mais amplo, em que a intervenção estatal tem sido decisiva no pós-guerra, não somente no nível macroeconômico, mas também na política industrial, mediante estímulos e financiamento público. Essas relações estruturais têm dado lugar a verdadeiras ‘redes’ que permitem que as pressões recíprocas dos agentes econômicos privados e do Estado ocorram de forma ordenada, de modo a conciliar interesses,

América Latina, afirma Tavares que os “países exemplares”, Chile e México, apresentariam grau de intervenção governamental maior do que o apregoado pelos adeptos do Consenso. Nas palavras da economista, “o Chile e o México são dois modelos de Estado forte, em que o ajuste estrutural da última década, ainda que traumático, se fez com a supremacia incontestável da burocracia no seu núcleo central de decisões”.⁹⁴

Escrevendo em meados da década de 1990, aquela autora deve ter presenciado com desconfiança a expansão econômica norte-americana que se seguiu, bem como o êxito do Reino Unido, no mesmo período, em relação a seus parceiros das Comunidades Européias. Os desequilíbrios recentes da economia dos Estados Unidos podem, contudo, despertar renovado interesse por essa posição.

Nem todos os nacionalistas se filiam à corrente que atribui à globalização financeira o papel decisivo nas crises financeiras da última década. Os nacionalistas apontam o sistema financeiro internacional como fonte de instabilidade para as economias emergentes, mas, à semelhança da escola realista da teoria das relações internacionais, assumem uma postura favorável à auto-ajuda (*self-help*) para a redução da vulnerabilidade, conforme se depreende da reflexão abaixo de Paulo Nogueira Batista Jr.:

Defender, nos fóruns internacionais, a regulação dos movimentos de capital é algo que pode e deve ser feito. Não convém, entretanto, alimentar a expectativa de que o Brasil e outros países em desenvolvimento terão grande influência nos rumos dessa discussão. (...) A crença, provavelmente infundada, em uma ampla reforma da arquitetura internacional traz um inconveniente importante: desvia a atenção do que pode ser feito em âmbito nacional para diminuir a vulnerabilidade da economia às turbulências da globalização financeira.⁹⁵

Embora críticos em relação às características das finanças internacionais, os nacionalistas sustentam que o Estado conserva margem de manobra para implementar políticas econômicas “corretas”. Essas políticas apenas não seriam aquelas advogadas pelo Consenso de Washington (em grande medida, seriam justamente o oposto).

A redução da vulnerabilidade passaria, segundo os nacionalistas, por uma reversão dos déficits em conta corrente do balanço de pagamentos, que incluem as exportações e importações de bens e serviços, mediante a geração de expressivos superávits na balança

criando consensos estratégicos na política de reestruturação industrial, além de permitir a coordenação operacional da política econômica.”

⁹⁴ “As Políticas de Ajuste no Brasil: os Limites da Resistência”. In: Tavares e Fiori, op. cit., pág. 111.

⁹⁵ Paulo Nogueira Batista Jr., “Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira”. *Estudos Avançados*, USP, Vol. 16, Nr. 45, 2002, pág. 177. As frases citadas foram retiradas de duas seções intituladas, de modo ilustrativo, “Reforma da Arquitetura financeira internacional?” e “Autodefesa”.

comercial (comércio de bens). Esse objetivo poderia ser alcançado, do lado defensivo, por uma postura mais cautelosa em negociações comerciais internacionais. Neste particular, tais negociações são questionadas por supostamente reduzirem as opções de política comercial à disposição dos governos, com a assunção do compromisso jurídico de promoção da desgravação tarifária e da remoção de barreiras não tarifárias. Recorre-se, novamente, a Paulo Nogueira Batista Jr.:

(...) o Brasil deve evitar novos compromissos de diminuição de tarifas ou barreiras não-tarifárias, no âmbito da OMC, do Mercosul, ou de eventuais acordos de livre comércio com os EUA e a União Européia. Deve, ao contrário, estar preparado para, em conjunto com os demais países do Mercosul ou por conta própria, explorar os graus de liberdade de que dispõe no campo comercial, utilizando criteriosamente tarifas e instrumentos não-tarifários que estimulem a substituição de importações por produção doméstica em determinados setores.⁹⁶

Do lado pró-ativo, a solução seria elevar investimentos por meio de uma política industrial seletiva, que incluiria juros mais baixos, câmbio depreciado e investimentos por parte de bancos de fomento, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).⁹⁷ De acordo com os nacionalistas, o resultado disso seria duplamente positivo, promovendo a substituição de importações e o aumento das exportações. O modelo nacionalista não vê incompatibilidade entre a realidade de uma economia fechada, com substituição de importações, e dinamismo exportador, preconizando a mobilização de vários instrumentos de política econômica e recursos públicos para atuação em ambas as frentes. Para a corrente nacionalista, o esforço fiscal da magnitude necessária para “alavancar” o tipo de crescimento econômico que permitiria atender tanto o mercado interno quanto o externo (afinal, contar-se-ia cada vez menos com o comércio internacional para satisfazer a demanda doméstica) seria financiado naturalmente, pela diminuição da vulnerabilidade externa.

Lembre-se que, na visão dos nacionalistas, a vulnerabilidade externa, fruto de políticas “neoliberais”, é causa, não conseqüência da deterioração da situação fiscal nos países, o que nos leva à sua defesa dos controles sobre o movimento de capitais, talvez o único ponto de contato com alguns autores “cosmopolitas”. Os prós e contras dos controles de capitais foram apresentados de forma sucinta na subseção anterior, quando se tratou do tema no âmbito do Consenso de Washington. O que se explicará a seguir é a razão do posicionamento dos nacionalistas em favor dos controles.

⁹⁶ *Ibid.*, pág. 179.

⁹⁷ Ver Amadeo, “O que divide os economistas brasileiros”, págs. 5 e 9.

Os elevados déficits em conta corrente verificados em alguns países emergentes, associados à liberdade de capitais, obrigariam as autoridades monetárias a manter elevadas taxas de juros ou a emitir títulos indexados ao câmbio para atrair recursos externos, utilizados, por sua vez, no financiamento daqueles déficits. A política monetária restritiva teria dois efeitos deletérios sobre os resultados fiscais e a administração da dívida pública. Em primeiro lugar, aumentaria a carga de juros dos governos e tornaria o estoque de suas dívidas mais suscetível a surtos de desvalorização cambial. Em segundo lugar, a política monetária restritiva reduziria a atividade econômica, afetando, em conseqüência, a arrecadação tributária dos governos. Seria conveniente, portanto, “libertar a política monetária e a gestão da dívida pública da necessidade de subordinar-se recorrentemente às dificuldades do setor externo da economia”.⁹⁸

Os nacionalistas minimizam, igualmente, os possíveis efeitos colaterais negativos de um fechamento da economia, como o aumento da inflação ou o menor acesso a bens e serviços produzidos no exterior, com mais eficiência ou substancial conteúdo tecnológico, que beneficiam os consumidores nacionais e aumentam, por meio da competição, a eficiência geral da economia. A corrente não concilia, por fim, a defesa de uma atitude relutante nas negociações comerciais internacionais com a importância da expansão do acesso a mercados externos para lograr o aumento das exportações, uma vez que outros países engajados nas tratativas multilaterais, regionais ou bilaterais teriam preferências tarifárias recíprocas e, portanto, maiores possibilidades de acesso privilegiado a mercados para suas exportações. Aos nacionalistas agrada a comparação de suas propostas nessa área com o modelo asiático, o que é prontamente refutado por Amadeo:

Em países em que a política industrial teve melhores resultados, a forma de conciliá-la com o aumento da eficiência do investimento foi através da abertura da economia. As economias asiáticas, conhecidas por adotarem políticas de intervenção, são muito mais abertas e integradas à economia internacional que a brasileira, sendo muitas de suas empresas participantes do *network* de empresas transnacionais que exportam para os países desenvolvidos. Isso lhes oferece contínuo acesso a novas tecnologias e a novos produtos.⁹⁹

⁹⁸ Paulo Nogueira Batista Jr., op. cit., pág. 178. Ver também, a esse respeito, os comentários de Edward Amadeo sobre o grupo “SKC” (op. cit., págs. 4 e 9).

⁹⁹ Op. cit., pág. 12.

1.4. Considerações finais

Uma parcela expressiva dos estudiosos dos assuntos financeiros internacionais contemporâneos atribui as crises financeiras ocorridas nos países emergentes desde os anos 1990 a erros na execução da política econômica pelos governos e à conseqüente deterioração de fundamentos econômicos, como o déficit público e o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos. Essa literatura reconhece, no conceito de “equilíbrios múltiplos”, a possibilidade de um ataque especulativo desalinhado dos indicadores de uma economia ou das chamadas “profecias auto-realizáveis”, em que um ataque especulativo é causa, não conseqüência, da deterioração dos fundamentos. Entretanto, esses eventos especulativos aconteceriam, como explicam Paul Krugman e John Williamson, dentro de uma certa “margem”, em que os indicadores inspirassem cuidados.

Uma análise de oito indicadores econômicos de nove países que enfrentaram crises financeiras desde os anos 1990 (mais o Chile, para a finalidade de controle) indica que a maioria das crises financeiras provavelmente ocorreu na faixa de equilíbrios múltiplos descrita na literatura. Os países selecionados apresentavam desequilíbrios antes de cada crise, mas, exceto pelo saldo da conta corrente, tais desequilíbrios não eram os mesmos entre os países e se manifestavam em níveis variados de gravidade. Os indicadores que revelaram informação mais surpreendente foram aqueles relativos às finanças públicas – dívida total do setor público e déficit orçamentário em relação ao PIB -, em que a maioria dos países parece ter-se dempenhado de modo satisfatório, mantendo-se dentro dos critérios de convergência macroeconômica de Maastricht.

Ademais da sua correlação com os indicadores econômicos dos países, a vulnerabilidade externa pode ser analisada à luz das estratégias de longo prazo, dos modelos ou agendas de desenvolvimento adotados por diferentes países. Ao contrário do senso comum de que as linhas fundamentais do pensamento econômico e da concepções de política econômica caminham para uma convergência ou síntese, procurou-se demonstrar, neste capítulo, que não há, ao menos no Brasil, uma definição consensual de “boa gestão da política econômica”.

Foram analisados dois modelos neste capítulo, cosmopolita (Consenso de Washington) e nacionalista, bem como suas diferentes respostas ao problema da vulnerabilidade. A distinção básica entre eles diz respeito ao grau de intervenção do Estado na economia e à

postura mais ou menos favorável a políticas de abertura comercial e financeira. Um não apresenta, necessariamente, superioridade conceitual em relação ao outro. Os cosmopolitas parecem, entretanto, ter vencido a disputa pelo senso comum dos agentes dos mercados financeiros, sendo normalmente identificados como os defensores da responsabilidade econômica e fiscal, bem como receberam o endosso das IFIs, que exercem influência sobre a formulação de política econômica nos países emergentes. Aos nacionalistas tem cabido um papel alternativo, bem como o ônus de provar que suas políticas são tão responsáveis quanto as de seus antagonistas.

Nos capítulos a seguir, a atenção será dedicada aos fatores internacionais de vulnerabilidade externa dos países emergentes, os quais podem tornar mais provável o “mau equilíbrio” descrito na literatura econômica. Será argumentado, nesse sentido, que as tendências que, no plano internacional, conduzem à instabilidade financeira contemporânea ainda aguardam uma resposta adequada no plano do regime financeiro internacional e da governança financeira internacional.

2. Fatores internacionais de vulnerabilidade (1): as características das finanças internacionais desde os anos 1990

2.1. Considerações iniciais

Uma parte da literatura relevante sobre as crises financeiras ocorridas desde os anos 90 localiza sua causa estrutural, de um lado, nas transformações sistêmicas embutidas na nova realidade da globalização e, de outro lado, no declínio do regime financeiro internacional, constituído pelo conjunto de princípios, normas e regras inicialmente adotadas em Bretton Woods, em 1944, e pelas Instituições Financeiras Internacionais (IFIs), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Para esses autores, pode-se falar de uma vulnerabilidade do sistema financeiro internacional, além de uma vulnerabilidade de países emergentes que operam nesse sistema.¹⁰⁰

Essa posição não é exclusividade de realistas céticos em relação à globalização, como Gilpin.¹⁰¹ Alguns economistas liberais corroboram essa opinião, como Jeffrey Sachs e Steven Radelet, quem, em sua análise empírica da crise asiática, constatam que a procura de culpados dentro da Ásia continua – sistemas bancários corruptos e mal-administrados, falta de transparência das formas de governo, falhas do capitalismo administrado pelo Estado. Entretanto, dizem aqueles autores, ao menos tanta atenção, se não mais, deveria ser dada ao sistema financeiro internacional. Para Radelet e Sachs, “a crise é um testemunho dos defeitos dos mercados de capitais internacionais e sua vulnerabilidade a reversões repentinas da confiança dos mercados”.¹⁰²

Segundo a sistematização da literatura proposta por Leslie Elliot Armijo, existe uma divisão entre, de um lado, a maioria dos economistas desenvolvimentistas e formuladores de políticas em países em desenvolvimento e, de outro lado, formuladores de políticas nas economias industrializadas e atores financeiros privados, incluindo banqueiros internacionais e investidores institucionais. O primeiro grupo reconheceria claramente o fenômeno do contágio financeiro, em que países com bons fundamentos econômicos são subitamente acometidos por fugas maciças de capitais e por crises agudas de liquidez, que poderiam ser

¹⁰⁰ Robert Gilpin. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton: Princeton University Press, 2001, pág. 263.

¹⁰¹ *Ibid.*, pág. 15.

¹⁰² “O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático”. In: Paul Krugman (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, pág. 122.

atribuídas a comportamentos irracionais e ineficientes dos agentes econômicos nos mercados globais de capitais. A retórica do segundo grupo, por sua vez, insistiria em explicar as crises financeiras internacionais como resultantes de políticas econômicas inconsistentes e vontade política insuficiente nos países emergentes. A autora considera que a relutância dos investidores e tomadores de decisões dos países desenvolvidos em reconhecer a contribuição sistêmica para as crises financeiras do final do século XX e início do século atual aumenta a vulnerabilidade dos países emergentes a futuras crises financeiras.¹⁰³

O presente capítulo tratará de descrever as características dos fluxos de capitais nos anos 1990 que exercem pressão sobre o regime financeiro internacional e os mecanismos existentes de governança das finanças e dos temas monetários globais, que serão objeto dos dois capítulos seguintes.

A dimensão financeira, como se depreende dos indicadores apresentados no capítulo anterior, não é a única importante na análise da vulnerabilidade dos países ou na identificação das causas de crises financeiras. A economia de um país pode ser financiada externamente tanto pelo capital estrangeiro - investimento direto estrangeiro, capitais investidos em bolsas de valores e títulos públicos, assistência oficial ao desenvolvimento e empréstimos oficiais e privados - quanto pelo ingresso de divisas oriundo do comércio internacional de mercadorias e serviços, que compõem a chamada conta corrente de um país. Recentemente, entretanto, a dimensão financeira tem merecido um tratamento em separado, uma vez que os fluxos financeiros internacionais de natureza privada se tornaram fatores determinantes das taxas de câmbio e numa fonte mais abundante de financiamento das economias emergentes do que o comércio internacional ou, mais precisamente, as divisas geradas por exportações, e do que o financiamento oficial proporcionado por governos e organizações internacionais.

O estudo em separado da globalização financeira, para fins analíticos, é recomendado por Jagdish Bhagwati, para quem uma análise completa do fenômeno da globalização requer uma distinção entre quatro dimensões desse processo: a migração internacional, o comércio internacional, o investimento direto estrangeiro (IDE) e, por último, os fluxos de capitais de curto prazo. Para o autor, a última dimensão envolveria a maior dose de risco para os países pobres, pois os seus benefícios para o crescimento econômico, mesmo na ausência de crises,

¹⁰³ Leslie Elliot Armijo (ed.). *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*. Nova York: Ed. Palgrave, 2001 (1999), prefácio, pág. xv.

seriam discutíveis, e o seu impacto econômico e social, na ocorrência de uma crise, poderia ser devastador.¹⁰⁴

Nesta seção, se aceita o argumento de que a globalização pode ter sido precedida de momentos históricos de integração econômica tão ou mais intensa do que a atual, como o final do século XIX e início do XX, quando os fluxos de capitais transfronteiriços representavam, possivelmente, parcela ainda maior da renda nacional dos países de origem dos investimentos do que no presente. Na descrição de Stefano Manzocchi, o mecanismo institucional de empréstimos externos no final do século XIX e início do XX, que explicaria parcialmente a alta incidência de desfalques antes da II Guerra Mundial, guardaria, além disso, muitas semelhanças com as finanças globais dos anos 1990, em especial no que diz respeito à multiplicidade de credores detentores de títulos de entidades estrangeiras e suas dificuldades de coordenação mútua, o que levava alguns deles a buscar a recuperação antecipada de seus créditos em detrimento dos demais investidores.¹⁰⁵

Alguns autores afirmam, ainda, que a infra-estrutura da expansão dos fluxos de capitais na década de 90 não surgiu de forma repentina, tendo sido iniciada sua construção nas décadas de 60 e 70, quando se ensaiaram as mudanças no regime financeiro internacional, nas legislações e políticas internas e o surgimento de novos produtos financeiros e de uma nova forma de realizar negócios. Neste particular, vale chamar a atenção para a formação do mercado de eurodólares e petrodólares, como se verá, em mais detalhes, na seção seguinte.

A globalização financeira dos anos 1990 em diante, embora não represente uma ruptura com o passado, apresenta características próprias e uma intensidade provavelmente inédita. O fato de as características das transações financeiras na década de 1990 significarem uma evolução de tendências observadas nas décadas de 60 e 70 e replicarem aspectos de momentos anteriores de profunda integração econômica pode enfraquecer o pleito de “originalidade” feito por arautos da globalização¹⁰⁶, mas não o argumento de que, desde os anos 1990, as finanças internacionais exibem diferenças tanto quantitativas quanto qualitativas em relação a fases anteriores do capitalismo.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Jagdish Bhagwati. “Globalization: The Question of Appropriate Governance”. Aula proferida na Coreia do Sul, em 7 de outubro de 1999. Disponível em <http://www.columbia.edu/~jb38/Taegu.pdf>. Acesso em: 2/5/2004.

¹⁰⁵ “Capital Flows to Developing Economies throughout the Twentieth Century”. In: Leslie E. Armijo (ed.), op. cit., págs. 54-55.

¹⁰⁶ A expressão é de M. B. A. Galvão. “Os discursos sobre a globalização: arautos, cétricos e críticos”. *Política Externa*, Vol. 6, Nr. 4, Março/Abril/Maio de 1998 e Vol. 7, Nr. 1, Junho/Julho/Agosto de 1998.

¹⁰⁷ Segundo Robert E. Litan (“Economics: Global Finance”. In: P.J. Simmons e Chantal de Jorge Oudraat. *Managing Global Issues*. Washington D.C.: Carnegie Endowment for International Peace, 2001, pág. 200),

Nas décadas de 60 e 70, surgiu também o conceito de interdependência, para explicar a crescente integração econômica e a necessidade de mútua cooperação geopolítica no interior do bloco capitalista, num ambiente de Guerra Fria. A preocupação dos autores representativos do conceito de interdependência, como Robert Keohane e Joseph Nye, era identificar possibilidades de cooperação interestatal e transnacional no contexto de uma rivalidade bipolar que se modificava, com a Guerra do Vietnã, o colapso de Bretton Woods, as crises do petróleo dos anos 1970 e a crescente integração econômica no bloco capitalista, que tornaram o uso da força mais improvável ou menos instrumental para a realização dos objetivos das principais potências.¹⁰⁸ Não era a finalidade daqueles teóricos anunciar o advento de uma “nova economia capitalista”, senão o de explicar a realidade da Guerra Fria sob uma nova ótica, mais otimista, por oposição ao realismo político, que descrevia o comportamento estatal como dominado pelo perigo constante do conflito militar.¹⁰⁹

A desagregação do bloco comunista significou mais do que a expansão geográfica do capitalismo ou a ampliação do espaço de interdependência. O fim da Guerra Fria desencadeou uma mudança de mentalidade no interior do próprio bloco capitalista, que se tornou mais “liberal”. Países que flertavam com o socialismo - ou cujas economias apresentavam elevado nível de estatização e nacionalização - adotaram reformas de orientação liberalizante, que atendiam a uma necessidade interna de maior eficiência, mas também respondiam à tendência mundial de valorização da iniciativa privada e do livre mercado.

Essa transformação tanto política quanto ideológica afetou positivamente as expectativas dos agentes econômicos e, em consequência, suas decisões de investir recursos nos países emergentes. Os atrativos, agora, não eram mais fatores conjunturais, como os mercados de eurodólares e petrodólares nas décadas de 1960 e 1970, mas fatores estruturais – o fim do comunismo e a globalização – os quais faziam supor que haveria um progresso

citando Bordo, Eichengreen e Irwin, “A century ago, long-term investments in the United States in particular were far more narrowly concentrated in a few sectors (such as railroads) than is true today, while trading in foreign exchange was virtually nonexistent compared with the vast sums that slosh around in world capital markets now.”

¹⁰⁸ “Complex interdependence refers to a situation among a number of countries in which multiple channels of contact connect societies (that is, states do not monopolize these contacts); there is no hierarchy of issues; and military force is not used by governments towards one another.” (Robert O. Keohane e Joseph S. Nye, Jr. “Power and Interdependence Revisited”. International Organization, 41, 4, 1987, pág. 731). Os autores rechaçam, entretanto, qualquer associação com a tradição liberal segundo a qual “a nation whose economic interests are deeply entangled with another *cannot* use force”.

¹⁰⁹ *Ibid.*, pág. 727. Sobre a diferença entre os conceitos de interdependência e globalização, ver também Galvão, op. cit., pág. 125.

contínuo daqueles países em direção ao modelo de economia de mercado, com a conseqüente obtenção de melhores resultados em termos de crescimento e estabilidade econômica.

O fim da Guerra Fria, na terminologia de Celso Lafer, teria causado a diluição dos *conflitos de concepção* sobre o funcionamento do sistema internacional, isto é, aqueles conflitos acerca de distintas visões a respeito de como promover interesses comuns através de normas de mútua colaboração. Na atualidade, haveria a aceitação, mais ou menos generalizada, de que o que existe em matéria econômica são *conflitos de interesse*, que giram em torno do que uma economia nacional ganha ou perde em uma situação específica de mercado.¹¹⁰ O capitalismo teria deixado, com isso, de representar uma opção de organização econômica resultante de variáveis históricas para converter-se no modo natural de organização econômica das sociedades.

A avaliação de Lafer é inspirada em Francis Fukuyama, que pretendeu decretar o fim, não da História factual, mas da história das idéias, isto é, das disputas sobre o modelo ótimo de organização da sociedade, que termina com a vitória do Estado Democrático de Direito capitalista.¹¹¹ Internamente, o Estado liberal-democrático promove a livre iniciativa, a responsabilidade individual e a intervenção mínima do Estado na economia. No plano internacional, adota políticas livre cambistas no comércio exterior e elimina barreiras ao fluxo de capitais. A condição para que a integração econômica mundial atinja seu potencial máximo seria, em suma, a abstenção dos Estados nacionais de exercer controles sobre os fluxos financeiros e comerciais.

Na análise das características das finanças internacionais desde a década de 90, este capítulo tentará mostrar que existe um consenso na literatura quanto à *descrição* das transformações verificadas no período selecionado. Todos concordam em que houve, recentemente, um grande aumento do volume de recursos em circulação nos mercados financeiros internacionais, uma mudança substancial no alcance, velocidade e custo das tecnologias de comunicação e de informação, o surgimento de produtos financeiros complexos e de elevado risco, bem como um incremento do número de participantes do mercado global. As conclusões que se podem extrair desse diagnóstico não são, contudo, tão

¹¹⁰ Ver Celso Lafer “O Impacto de um Mundo em Transformação no Direito Internacional Econômico”. In: Lafer. *Comércio, Desarmamento e Direitos Humanos*. São Paulo: Ed. Paz e Terra, 1999, págs. 30-34.

¹¹¹ Francis Fukuyama. *The End of History and the Last Man*. Nova York: Avon Books, 1993. Bhagwati descreve a obra de Fukuyama como “a primeval scream of joy by a warrior with a foot astride his fallen prey” (*In Defense of Globalization*. Nova York: Oxford University Press, 2004, pág. 13).

claras. Enquanto o senso comum, com base em parte da literatura, tende a caracterizar essas mudanças como fatores de incerteza e de dificuldade na governança do sistema financeiro internacional e das finanças internas de cada país, a conclusão oposta é igualmente plausível. Assim, não poucos autores referem-se a esses mesmos indicadores de mudança qualitativa do sistema como fatores de estabilização, não de instabilidade, das finanças internacionais, muitas vezes incompreendidos por falta de uma base técnica ou acadêmica adequada. Ou, como, teria dito Lawrence Summers, Secretário do Tesouro dos Estados Unidos entre 1999 e 2001, com base numa “preferência por jogar tênis com raquetes de madeira”.¹¹²

Ressalve-se, contudo, que a verificação, por parte da literatura, de que fatores internacionais têm papel decisivo no desenrolar de crises financeiras internacionais não constitui, necessariamente, um juízo negativo sobre a globalização, mas apenas sobre excessos surgidos no crescimento acelerado das finanças globais, que colocam sob estresse a governança do sistema financeiro internacional.

2.2. Um resumo dos antecedentes próximos

As raízes da internacionalização da atividade financeira podem ser buscadas no pós-Segunda Guerra Mundial, ainda sob a vigência do mecanismo de taxas de câmbio fixas porém ajustáveis de Bretton Woods, quando os Estados Unidos promoveram uma formidável expansão da liquidez internacional, por meio do aumento de gastos em dólar destinados ao financiamento de crescentes compromissos políticos e militares no exterior, como a reconstrução européia e japonesa (o Plano Marshall é de 1947), a Guerra da Coreia (1950-53) e a Guerra do Vietnã (1965-1973).¹¹³ Essa política deixou uma quantidade crescente de ativos em dólares nas mãos de estrangeiros. Essa abundância de divisas ou esse excedente de poupança nos países de maior renda, somada ao mercado de eurodólares,¹¹⁴ era reciclada no mercado financeiro internacional, a juros baixos, em direção àqueles países que necessitavam de recursos para complementar sua poupança doméstica. Para aproveitar-se desses recursos,

¹¹² Robert Rubin e Jacob Weisberg. *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*. Nova York: Random House, 2003, pág. 198.

¹¹³ Ver Gilpin, op. cit., 2001, págs. 237 a 239.

¹¹⁴ Segundo Krugman e Obstfeld (*Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo: Makron Books, 2001, pág. 672), foi a União Soviética que teria dado o impulso inicial ao mercado de euromonedas, ao depositar em bancos europeus dólares provenientes da venda de ouro e outras matérias primas, de modo que pudesse comprar produtos como grãos do Ocidente. Os soviéticos temiam o confisco de seus dólares caso estes fossem depositados em bancos norte-americanos.

entretanto, muitos países tiveram de desvencilhar-se de uma série de restrições ao movimento de capitais, que eram em certa medida inerentes ao sistema de taxas de câmbio fixas porém ajustáveis estabelecido em Bretton Woods.¹¹⁵

A esse primeiro surto de expansão das trocas financeiras internacionais, ainda nos limites do sistema vigente, seguiu-se, na década de 1970, um segundo ciclo de aumento da liquidez internacional. Neste caso, uma multiplicidade de eventos desencadeou a expansão monetária internacional. Em primeiro lugar, o anúncio do abandono do padrão-ouro pelos Estados Unidos em 1971, acompanhado de uma política monetária expansionista e inflacionária por aquele país. Em segundo, a crise do petróleo de 1973, que gerou substancial excedente de divisas em poder dos países exportadores de petróleo, mais uma vez reciclados via sistema financeiro internacional.¹¹⁶ O surgimento desse mercado de “petrodólares” estimulou mais uma onda de desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, remoção de controles de capitais em vários países e o aumento do ritmo e do volume dos fluxos globais de capital.

A abundância de recursos derivada do advento do mercado de petrodólares permitiu que muitos países em desenvolvimento, como o Brasil, atenuassem, por meio de empréstimos, o impacto econômico recessivo da 1ª crise do petróleo, choque de oferta que aumentou o preço de um insumo essencial para a atividade econômica e que deveria implicar uma substancial transferência de renda dos países consumidores e importadores de petróleo para os países produtores e exportadores da *commodity*.¹¹⁷ A partir de 1979, os bancos comerciais que vinham financiando os países em desenvolvimento se tornaram mais cautelosos em relação à capacidade de pagamento dos países em desenvolvimento, passando a privilegiar a concessão

¹¹⁵ Um conceito útil, nesse contexto, é o da “trindade impossível” ou “trilema”, de autoria de Robert Mundell, segundo o qual um país deve escolher entre dois dos “três” objetivos desejáveis apontados a seguir: câmbio fixo, liberdade de política interna e liberdade de capitais. Como o mecanismo de Bretton Woods foi concebido para garantir os dois primeiros, não poderia haver liberdade de capitais. Com o abandono do câmbio fixo, a política econômica dos países passou a privilegiar os dois últimos (ver, a respeito, Gilpin, op. cit., 2001, págs. 248 a 250).

¹¹⁶ Krugman e Obstfeld (op. cit., pág. 673) atribuem também ao receio de confisco a preferência dos países árabes por depositar seus recursos em bancos europeus.

¹¹⁷ Vale citar a análise de Dionísio Dias Carneiro sobre o impacto da quadruplicação do preço do petróleo, em 1973, sobre um país importador do produto: “Não foi percebida de imediato a dimensão do choque externo desfavorável, que implica um empobrecimento do país: ao desvalorizarem-se as exportações brasileiras *vis-à-vis* a suas importações, uma quantidade maior de bens tem de ser enviada para o exterior para pagar os bens de capital que o Brasil importa a fim de aumentar sua capacidade de produção, por exemplo” (“Crise e Esperança: 1974-1980”. In: Marcelo de Paiva Abreu [org.]. *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990, pág. 299).

de créditos de mais curto prazo, inferiores a três anos.¹¹⁸ Essa situação se agravou, no mesmo período, em virtude da elevação das taxas de juros pelo Federal Reserve (Fed), o Banco Central norte-americano, em resposta a pressões inflacionárias,¹¹⁹ o que aumentou o custo da dívida externa dos países em desenvolvimento.

O que se seguiu foi a crise da dívida, iniciada em 1982, com o desfalque do México, que provocou uma parada repentina dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento. O interesse nos países em desenvolvimento se reavivaria, entretanto, a partir do final da década de 80¹²⁰ e, sobretudo, no início da de 90, como se verá na seção a seguir.

2.3. O volume e a natureza dos fluxos financeiros desde a década de 1990

O início da década de 1990 foi marcado por uma retomada dos fluxos de capitais privados em direção aos países em desenvolvimento, incluindo alguns dos países latino-americanos altamente endividados e que estiveram no epicentro da crise da década de 1980. Os empréstimos no exterior de países em desenvolvimento não produtores de petróleo, como um grupo, expandiram-se intensamente a partir de 1992.¹²¹ Os fatores impulsionadores iniciais desse renovado ingresso de capitais nos países emergentes foram as baixas taxas de juros nos Estados Unidos no início da década de 1990 e os esforços de combate à inflação e de liberalização engendrados pelos governos nas economias emergentes.¹²²

Nos 12 anos entre a crise da dívida de 1982 e a crise mexicana de 1994, o fluxo de capitais privados para as economias emergentes cresceu mais de seis vezes, de US\$ 24 bilhões para US\$ 148 bilhões.¹²³ Em 1997, ano em que foi deflagrada a crise asiática, esse valor atingiu o pico de US\$ 285,5 bilhões, reduzindo-se substancialmente após a crise russa, para US\$ 205 bilhões em 1998, US\$ 194,7 bilhões em 1999, US\$ 191,8 bilhões em 2000, US\$

¹¹⁸ Joan Spero e Jeffrey Hart. *The Politics of International Economic Relations*. 5a ed. Nova York: St. Martin's Press, 1997, pág. 186.

¹¹⁹ Paul Samuelson e William Nordhaus. *Economia*. 14a ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1993, pág. 476.

¹²⁰ Leslie Elliot Armijo. "Mixed Blessing: Expectations about Foreign Capital Flows and Democracy in Emerging Markets". In: Armijo (ed.), *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*, 2001, pág. 18.

¹²¹ Krugman e Obstfeld, op. cit., pág. 719.

¹²² *Ibid.*, pág. 720.

¹²³ Rubín e Weisberg, *In an Uncertain World...*, 2003, pág. 17.

152,8 bilhões em 2001 e US\$ 143,3 bilhões em 2002.¹²⁴ Em 2003, os fluxos líquidos privados subiram novamente a cerca de US\$ 200 bilhões, o maior valor desde 1998.¹²⁵

O comércio internacional de bens e serviços, outra força motriz do crescimento econômico mundial e da integração econômica entre os países, apresentou resultados expressivos, porém tímidos se comparados com os das finanças internacionais. No final dos anos 90, o volume dos negócios cambiais chegou a somar US\$ 1,5 trilhão por dia, em comparação com um volume global de exportações que atingiu, durante todo o ano de 1997, US\$ 6,6 trilhões ou US\$ 25 bilhões por dia.¹²⁶

Além de superiores aos valores movimentados no comércio internacional, os recursos envolvidos nas transações financeiras internacionais de caráter privado ultrapassaram com folga os ingressos de fundos oficiais nos países emergentes, provenientes de ajuda a fundo perdido ou empréstimos de fontes multilaterais e bilaterais. Entre 1997 e 2002, os fluxos oficiais líquidos variaram entre US\$ 22,8 bilhões (2000) e US\$ 60,9 bilhões (1998), inferiores à metade do montante de recursos privados dirigidos aos países emergentes no pior ano desde a crise russa.¹²⁷

A primeira consequência disso é que uma parcela crescente da renda nacional dos países emergentes passou a ser integrada por esses capitais, em complemento ao grau insatisfatório de poupança e investimento domésticos nessas economias. O influxo de capitais passou a representar parcela substancial do Produto Interno Bruto (PIB) em um grande número de países: 9,4% no Brasil (1992-95); 25,8% no Chile (1989-95); 9,3% na Coreia (1991-95); 45,8% na Malásia (1989-95); 27,1% no México (1989-94) e 51,5% na Tailândia (1988-95).¹²⁸ Qualquer refluxo desses capitais em direção à qualidade e segurança dos ativos localizados em seus países de origem seria sentido, nesse contexto, de forma mais incisiva pelas economias emergentes do que em épocas anteriores. Qualquer que seja a causa da retirada repentina de investimentos de um país – desde a insegurança em relação à política macroeconômica de seu governo até necessidade de realizar lucros para compensar perdas em outros mercados, uma das causas do contágio, como se verá adiante -, pode-se argumentar que

¹²⁴ Fonte: Philip Suttle, Gerd Häusler, Banco Mundial/FMI.

¹²⁵ Fonte: Banco Mundial. *Global Development Finance: Harnessing Cyclical gains for development*. Washington, 2004, vol. I, pág. 3.

¹²⁶ Robert Gilpin. *The Challenge of Global Capitalism: The World Economy in the 21st Century*. Princeton: Princeton University Press, 2000, pág. 140.

¹²⁷ Fonte: Banco Mundial, *Global Development Finance 2004...*, pág. 4 (Tabela 1).

¹²⁸ Fonte: Banco Mundial (1997), *apud* Jean Tirole. *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 2002, pág. 2.

o aumento do volume dos fluxos internacionais de capitais privados torna, por si, as economias dos países emergentes mais vulneráveis às decisões dos agentes econômicos do que num contexto de menor quantidade de capitais em circulação ao redor do mundo.

A natureza dos fluxos financeiros transfronteiriços, além do seu volume, também influencia a vulnerabilidade do país recipiendário, isto é, a qualidade dos fluxos de capitais pode ser tão importante quanto sua quantidade.¹²⁹ Ao aumento da vulnerabilidade resultante do simples aumento dos capitais em circulação agregue-se que boa parte dos recursos financeiros destinados às economias emergentes é de curto prazo, os chamados investimentos de portfólio, que podem ser mais facilmente repatriados ou redistribuídos para outras economias emergentes, à discrição dos investidores e administradores de recursos.

Segundo dados compilados por Armijo, todos os países emergentes que enfrentaram crises monetárias e financeiras agudas nos anos 1990, receberam uma proporção maior de investimentos de curto prazo em relação a seu Produto Nacional Bruto (PNB) do que de investimentos diretos. Em meados dos anos 1990, investimentos de portfólio representavam, em média, 40% dos fluxos líquidos para economias emergentes, enquanto o IDE apenas 28%. Entre 1997 e 1999, em consequência da crise asiática, os capitais de portfólio caíram para 16% e o IDE subiu para cerca da metade dos fluxos, boa parte desse montante direcionado, contudo, para operações de fusões e aquisições.¹³⁰

Em contraste com os capitais de curto prazo, costumam ser invocadas as vantagens do investimento direto estrangeiro (IDE), que representaria uma intenção de comprometer recursos de longo prazo numa determinada economia e por isso seria menos sensível a fatores conjunturais. Nem sempre foi assim, no entanto. O ingresso desse tipo de investimento esteve tradicionalmente associado aos receios de dominação da “periferia pelo centro” o que poderia resultar numa nova forma de colonialismo, na criação de enclaves nos países em desenvolvimento imunes à aplicação de suas leis nacionais, na exploração da mão de obra

¹²⁹ Reinaldo Gonçalves *et alii* (*A Nova Economia Internacional: uma Perspectiva Brasileira*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1998, págs. 118 a 126) propõem uma taxonomia dos fluxos de capitais internacionais, que incluiriam, entre outras categorias, os empréstimos (empréstimos bancários, intercompanhias e de organismos internacionais), investimentos diretos (ações ou cotas com o propósito de exercer o controle da empresa receptora do investimento), capitais de portfólio (ações, bônus, debêntures, títulos governamentais e outros, sem o objetivo de controle), capitais de curto prazo (que compreendem os de natureza especulativa), transferências unilaterais (doações, repatriações, ajuda externa e remessas de migrantes) e serviço do capital (juros e lucros). O próprio autor, entretanto, reconhece a dificuldade em separar os tipos de capital em compartimentos estanques. Nota-se, na literatura, que as expressões “capital de curto prazo” e “capital de portfólio” são normalmente usadas como sinônimas.

¹³⁰ Armijo. “Introduction and Overview”. In: Armijo (ed.), *Financial Globalization and Democracy...*, 2001, pág. 5.

barata e em interferências nos processos democráticos, como teria ocorrido nos países latino-americanos nos anos 60 e 70.¹³¹ Embora o IDE seja pouco volátil em termos da possibilidade de sua repatriação “da noite para o dia”, crises políticas ou econômicas num país importador de capitais podem levar investidores potenciais a adiar ou cancelar projetos de investimentos.¹³²

A composição dos fluxos de capitais não pode, entretanto, ser atribuída apenas a fatores sistêmicos. Os aspectos sistêmicos tenderiam a afetar principalmente o volume total de ingressos de capital nas economias emergentes, incluindo itens fora do controle dos países em desenvolvimento, como o estágio do ciclo econômico e a orientação de política monetária nos países industrializados, a saúde do balanço das grandes instituições financeiras internacionais e a magnitude de sua exposição aos países em desenvolvimento. A distribuição dos ingressos de capitais entre mercados emergentes, por sua vez, dependeria mais das características específicas de cada país (desempenho nas reformas econômicas, liberalização comercial, gestão macroeconômica, renda per capita, saúde e educação, estabilidade política).¹³³

Segundo Guillermo Calvo,¹³⁴ as recentes crises financeiras foram precedidas por grandes fluxos de entradas de capitais e podem ter sido causadas por fatores exclusivamente financeiros, independentemente da ocorrência de déficits em conta corrente. Calvo faz uma associação curiosa entre a soberania, o influxo de capitais de curto prazo e a probabilidade de uma crise. Estados soberanos e suas políticas governamentais explícitas e implícitas, como a elevação ou a mera ameaça de elevação de tarifas de importação, geram vulnerabilidade financeira e induzem o risco-país, estimulando a atração de capital de curto prazo em detrimento do de longo prazo. A percepção de que esses ingressos são transitórios retroalimentam a convicção dos agentes do mercado de que a economia poderá retornar, em algum momento, ao ponto de partida (antes do episódio do ingresso de capitais).

Os graus de liberdade desfrutados pelos governos soberanos aumentariam a incerteza sobre suas possíveis reações – especialmente em tempos de crise – levando o setor privado a antecipar o comportamento futuro do governo, com uma ação defensiva no presente visando garantir-se contra medidas que provoquem perdas em relação ao nível presente dos ativos, como uma desvalorização da moeda nacional. Perspectiva semelhante é adotada por Jean

¹³¹ Ver Bhagwati, “Globalization: the Question of Appropriate Governance”, 1999, pág. 5.

¹³² Armijo, “Mixed Blessing”. In: Armijo (ed.), op. cit., pág. 32.

¹³³ Stefano Manzocchi, “Capital Flows to Developing Economies...”. In: Armijo (ed.), op. cit., pág. 62.

¹³⁴ “Crises de Balanços de Pagamentos nos Mercados Emergentes: Grandes Fluxos de Entrada de Capitais e Governos Soberanos”. In: Krugman (ed.), *Crises Monetárias*, 2001, págs. 77-119.

Tirole, para quem os investidores prefeririam investimentos de elevada liquidez, normalmente de curto prazo, uma vez que as garantias recebidas em troca de investimentos não podem ser plenamente exercidas num Estado soberano estrangeiro.¹³⁵ Além disso, segundo Calvo, regras de política econômica vagamente definidas aumentam os “custos do aprendizado sobre a lucratividade dos projetos” em um dado país. Essas percepções poderiam originar um episódio de crise mesmo que a conta corrente de um país estivesse equilibrada, o que não significa dizer que déficits em conta corrente tenham deixado de ser um antecedente comum das crises financeiras.

Hipótese semelhante é sustentada por Radelet e Sachs, para quem, tanto no México quanto na Coreia do Sul, o colapso surgiu não por causa de problemas sérios nos fundamentos econômicos, mas por causa de um eufórico fluxo de entrada de capitais que não poderia ser sustentado. Nos cinco países asiáticos mais fortemente atingidos pela crise – Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas e Tailândia -, houve uma forte reversão dos fluxos de capitais, de US\$ 93 bilhões em 1996 para US\$ -12 bilhões em 1997 e US\$ -9 bilhões em 1998.¹³⁶ Fenômeno semelhante, ainda que de forma menos dramática, ocorreu no México: depois de subir de US\$ -193 milhões em 1988 para US\$ 23 bilhões em 1993, o crédito externo privado concedido ao México declinou para US\$ 8,9 bilhões em 1994, o que, em vista do déficit crescente da conta corrente, foi compensado pela utilização das reservas internacionais, acentuando a percepção de vulnerabilidade do país por parte dos investidores.¹³⁷

De fato, o crescimento dos fluxos de capitais recebeu um impulso importante de fatores de política econômica interna, como o rápido crescimento econômico em países emergentes, sobretudo da Ásia, a desregulamentação financeira sem adequada supervisão prudencial, a adoção de taxas de câmbio fixas ou atreladas ao valor de uma outra moeda, normalmente o dólar, e a concessão de privilégios ao capital estrangeiro em relação ao nacional. Nos mercados mundiais, por outro lado, houve desdobramentos igualmente cruciais,

¹³⁵ Jean Tirole, op. cit., págs. 47 a 51 e, sobretudo, 77 a 95 (“Identification of Market Failure: Are Debtor Countries Ordinary Borrowers?”).

¹³⁶ “O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático”. In: Krugman (ed.), op. cit., pág. 129. Alguns autores utilizam a expressão “sudden stop” para referir-se à súbita interrupção e reversão dos fluxos de capitais, causadoras das recessões profundas e colapsos nos preços de ativos nos países emergentes (Cf. Sebastian Edwards. “Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals”. Working Paper nr. 10277. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 2004. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10277>. Acesso em: 25/7/2004).

¹³⁷ Ver Francisco Gil-Díaz. “The Origin of México’s 1994 Financial Crisis. *The Cato Journal*, Vol. 17, Nr. 3. Disponível em: www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-14.html. Acesso em: 10/3/2004.

em especial a eliminação de restrições vigentes nos países industrializados ao investimento em terceiros países, em especial os emergentes, e a circunstância de baixas taxas de juros nos Estados Unidos e no Japão.

No plano interno dos Estados, o desafio posto pelos elevados fluxos de capitais de curto prazo deve ser enfrentado com decisões sobre o grau de liberdade da conta de capital considerado adequado por cada país, conforme exposto no capítulo anterior. Embora a reforma do sistema financeiro internacional não seja tema desta dissertação, vale mencionar uma das soluções que vêm sendo defendidas para esse problema, no plano internacional, que consistiria na criação de uma taxa sobre os fluxos internacionais de capitais.¹³⁸

A idéia original é de 1974 e pertence ao economista James Tobin. Seu propósito era combater a volatilidade dos mercados financeiros, mediante a introdução de uma taxa uniforme a incidir sobre todas as transações cambiais, proporcionalmente ao seu valor. A medida puniria com maior severidade os movimentos de curto prazo em relação às operações de longo prazo, fazendo que a taxa de câmbio de cada país refletisse os fundamentos da economia em lugar das expectativas imediatas do mercado.¹³⁹

Não existe consenso, entretanto, acerca da idéia de que os capitais de curto prazo são fatores de instabilidade financeira. Poder-se-ia argumentar, de forma paradoxal, que aqueles instrumentos funcionam, muitas vezes, não como fator de instabilidade, mas de promoção da estabilidade e diminuição do risco sistêmico. A década de 1990 foi marcada pela forte ampliação do uso de derivativos, surgidos nos anos 1970 quando a Bolsa de Chicago lançou as transações no mercado de opções. A exemplo de outras modalidades de investimentos de curto prazo, como as aplicações nos mercados de câmbio, os derivativos foram concebidos para proporcionar aos investidores proteção contra o risco, não para aumentar o risco sistêmico.¹⁴⁰

A explicação é que os cerca de US\$ 1,5 trilhão que circulam diariamente nos mercados de câmbio mundiais são negociados em operações de *hedge* para evitar a superexposição dos agentes financeiros em moedas acumuladas em outras transações. Com a imposição de uma taxa sobre as trocas nos mercados de câmbio, as operações de *hedge* seriam prejudicadas e

¹³⁸ Helmut Reisen. "Tobin tax: could it work?" *OECD Observer*, 29 de março de 2002. Disponível em www.oecdobserver.org. Acesso em: 20/01/2003.

¹³⁹ International Chamber of Commerce. "The Tobin tax – a business viewpoint", 14 de dezembro de 2001. Disponível em www.iccwbo.org/home/statements_rules/statements/2001/tobin_tax.asp. Acesso em: 20/1/2003.

¹⁴⁰ Ver também Frederic S. Mishkin e Philip E. Strahan. "What will technology do to financial structure?". Working Paper 6892. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 1999, pág. 10. Disponível em www.nber.org/papers/w6892. Acesso em: 15/4/2004.

diminuídas as opções de proteção aos investidores, cuja aversão ao risco levaria a uma retirada de investimentos estrangeiros dos países emergentes.¹⁴¹ O volume e a crescente sofisticação das ferramentas tecnológicas e dos recursos humanos envolvidos nesse mercado acabaram tornando-se, contudo, uma fonte de risco e incerteza em si para a estabilidade do sistema financeiro internacional.

Outra dificuldade da implantação da taxa Tobin diz respeito à necessidade de sua universalização, para evitar o problema dos “caronas”, possivelmente paraísos fiscais que se recusariam a aderir ao regime para atrair recursos que normalmente seriam alocados em outras praças financeiras.¹⁴²

2.4. As tecnologias da informação e das comunicações nas finanças internacionais

O desenvolvimento das tecnologias da informação e de meios de comunicação instantânea é apontado como um dos aspectos que contribuíram para a gravidade e a rapidez das crises financeiras desde a década de 1990. Do lado positivo, o aprimoramento na fabricação de computadores, o progresso nas telecomunicações, sobretudo de longa distância e, por fim, o surgimento de redes eletrônicas e da Internet reduziram os custos de transação das operações financeiras internacionais, permitindo que um volume cada vez maior de recursos e um número crescente de investidores buscassem oportunidades de negócio fora de seus países de origem.¹⁴³ As novas tecnologias, em particular a Internet, teriam permitido, ademais, que bancos e outras empresas financeiras adotassem modelos de negócios e oferecessem uma variedade de produtos e serviços que teriam sido impensáveis apenas alguns anos antes.¹⁴⁴

Do lado negativo, essa modernização tecnológica viria a significar que o investidor adquiriu capacidade sem precedentes de retirar seus investimentos de um país a custo

¹⁴¹ Reisen (OCDE) e International Chamber of Commerce (ICC), loc. cit.

¹⁴² International Chamber of Commerce.

¹⁴³ Mishkin e Strahan definem custos de transação como “the time and money spent in carrying out financial transactions.” Os custos de transação são importantes porque diminuem a eficiência da economia. Um indivíduo ou empresa, por exemplo, pode desistir de um investimento viável e produtivo em razão dos custos elevados de contratação de um advogado ou de elaboração de um contrato de empréstimo (op. cit., pág. 2). Sobre o impacto da revolução da informática e das telecomunicações sobre os custos, ver também Reinaldo Gonçalves *et alii*, *A Nova Economia Internacional*, 1998, pág. 151.

¹⁴⁴ Alan Greenspan. “Structural changes in the economy and financial markets”. Discurso proferido em 5 de dezembro de 2000, em Nova York. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/200001.205.htm. Acesso em: 15/2/2004 (não disponível em 25/7/2004).

relativamente baixo, em reação à deterioração de seus indicadores econômicos ou das condições de rentabilidade relativa de um negócio específico, ou como forma de se proteger de uma reversão das expectativas quanto ao futuro dos investimentos nesse país. Cada investidor tem mais facilidade para realocar seus recursos, de forma a alcançar um retorno ótimo sobre seu investimento, reduzindo os obstáculos técnicos existentes anteriormente e os custos de transação que impediam essa movimentação mais rápida dos investimentos. Nessa visão “pessimista”, os custos de transação existentes no passado apresentavam algumas vantagens para os países receptores de recursos externos, notadamente os emergentes, na medida em que inibiam, na prática, as possibilidades de movimentação de capitais pelos investidores.

A redução dos custos de transação criou, ainda, oportunidades para o aproveitamento de economias de escala¹⁴⁵, que, por sua vez, deve ter contribuído para o movimento de concentração societária no setor financeiro desde a década de 1990.¹⁴⁶ No plano internacional, isso facilitou a penetração nos países emergentes das grandes instituições financeiras estrangeiras, auxiliadas, ainda, por medidas de liberalização financeira decididas internamente ou por força de programas de estabilização patrocinados pelo FMI. Joseph Stiglitz escreve que, no caso da Argentina, antes da crise de 2001, o setor bancário doméstico tornou-se dominado por grandes bancos estrangeiros, que financiavam de forma rotineira as empresas multinacionais e até grandes empresas nacionais, mas não atendiam de forma adequada as pequenas e médias empresas, que se queixavam da falta de acesso ao capital necessário para a manutenção e expansão de suas atividades. A falta de crescimento, para a qual contribuiu a escassez de financiamento, teve um papel fundamental no recrudescimento dos problemas econômicos e sociais naquele país, que culminou na desvalorização do peso, em dezembro de 2001.¹⁴⁷

Cabe indagar, ainda, em que medida a disponibilidade de novas ferramentas tecnológicas contribuiu para aumentar a propensão ao risco dos agentes do setor financeiro. Com a redução de custos e a “desintermediação” propiciadas pelo desenvolvimento de novas tecnologias, tendências associadas ao ingresso em larga escala de novas instituições

¹⁴⁵ Para Mishkin e Strahan (op. cit., pág. 2), economias de escala são “the reduction in transaction costs per dollar of transactions as the size (scale) of transaction increases.”

¹⁴⁶ O caso mais notório nos anos 1990 foi o da fusão entre o Citigroup e o Grupo Travelers, para formar um conglomerado financeiro cuja atuação compreendia o varejo e a área de bancos de investimento, além de outros serviços, como seguros.

¹⁴⁷ *Globalization and Its Discontents*. Nova York: Ed. Norton, 2002, pág. 69.

financeiras nos complexos mercados internacionais de títulos públicos e privados, as margens de lucro do setor foram pressionadas de forma constante ao longo dos anos 80 e 90 pelo aumento da concorrência.¹⁴⁸

Isso não significa que os bancos e outras instituições financeiras estivessem passando por dificuldades no período. Ao contrário, como aponta Joseph Stiglitz,¹⁴⁹ os anos 1990 foram exuberantes para essa indústria. As pressões sobre os custos resultantes do aumento da concorrência impuseram, entretanto, duas alternativas ao setor: a primeira, como já mencionado, foi a expansão ou a fusão com outras empresas, estratégia pela qual se esperava compensar a diminuição da lucratividade em cada operação com a multiplicação do número de operações e o conseqüente aproveitamento das economias de escala; a segunda opção foi a participação em negócios de risco mais elevado, porém de rentabilidade igualmente elevada. O investimento em economias emergentes se insere nessa última estratégia, facilitada pela “redução das distâncias” conseqüente ao desenvolvimento tecnológico e das comunicações. Cabe reproduzir, a respeito dessa nova orientação dos negócios financeiros, a análise de Reinaldo Gonçalves:

O terceiro conjunto de fatores [determinantes da globalização financeira] refere-se aos desenvolvimentos tecnológicos associados à revolução da informática e das telecomunicações. (...) Assim, as operações financeiras tornaram-se significativamente mais baratas, ao mesmo tempo em que se reduziram os custos de coleta de informações e de monitoramento dos mercados de capitais espalhados pelo mundo.

O quarto conjunto de fatores consiste na mudança das estratégias dos investidores institucionais e das empresas transnacionais operando em escala global. Ao longo dos anos 80 os fundos mútuos, as companhias de seguros e os fundos de pensão dos países desenvolvidos defrontaram-se com a instabilidade das taxas de juros e das taxas de câmbio e com os próprios limites de expansão dos mercados de capitais dos países desenvolvidos. O resultado foi uma mudança de orientação na estratégia de diversificação de seus recursos no sentido de uma maior dispersão geográfica.¹⁵⁰

¹⁴⁸ Vale citar, nesse contexto, a seguinte análise de uma participante do mercado, em livro sobre o banco de investimentos Goldman Sachs: “During the 1980s the returns on client business were compressed. The fees earned on underwriting corporate bonds in the late 1980s were one-third than they had been at the beginning of the decade. But in the standard trading businesses the declines were even more dramatic, with revenues for selling uncomplicated instruments like U.S. government bonds falling by as much as 75 percent. Lower-cost competitors, namely commercial banks, had entered the market in the 1980s, driving fees down further. (...) so additional income would be earned through the development of more innovative (or value-added) products, expansion into new markets, and proprietary investments and trading” (Lisa Endlich. *Goldman Sachs: The Culture of Success*. Nova York: Touchstone Books, 2000, pág. 173).

¹⁴⁹ *The Roaring Nineties*. Nova York: Ed. Norton, 2003.

¹⁵⁰ Reinaldo Gonçalves e outros, op. cit., pág. 151.

O impacto das novas tecnologias não se restringiu, contudo, à questão dos custos e suas implicações, estendendo-se, ainda, à questão da assimetria de informação.¹⁵¹ Esta seria uma causa importante da redução da liquidez no passado, pois os compradores presumiam que os vendedores, conhecendo melhor seus ativos do que qualquer outro agente do mercado, buscariam reter os ativos de melhor qualidade, enquanto se desfaziam daqueles de valor duvidoso. O problema era solucionado pela contratação de intermediários, profissionais do mercado cujo papel era aumentar a liquidez de ativos financeiros por meio da difusão de informações entre vendedores e compradores e pela utilização de ferramentas de avaliação de risco que aumentavam a segurança dos credores na recuperação de seus créditos.¹⁵² Tratava-se, contudo, de um remédio imperfeito para a assimetria de informação, porque os intermediários não estão imunes a conflitos de interesse e são, eles próprios, ativos participantes dos mercados de capitais com recursos próprios.¹⁵³

As novas tecnologias aplicadas às finanças globais não eliminaram a função dos intermediários, mas diminuíram a dependência dos investidores e tomadores de recursos em relação a esses especialistas. Com o advento de instrumentos como a Internet, eventuais credores e devedores teriam, potencialmente, acesso à mesma informação, permitindo que os investidores separem com mais precisão os “bons” do “maus” devedores e aumentando, em consequência, a disponibilidade de recursos para os últimos.¹⁵⁴

Os diferentes ramos da atividade financeira estão absorvendo a inovação tecnológica e informacional com velocidades diferentes.¹⁵⁵ Os mercados acionários, tradicionalmente baseados nos pregões em que corretores de valores negociavam frente à frente, foram os mais rápidos na incorporação dos avanços mencionados. O sistema de transações eletrônicas da NASDAQ, hoje mundialmente conhecida como a bolsa de ações de alta tecnologia dos Estados Unidos, entrou em operação em 1971. Posteriormente, os principais mercados ao

¹⁵¹ Mishkin e Strahan definem assimetria de informação como “the fact that one party to a financial transaction often does not know enough about the other party to make accurate decisions” (op. cit., pág. 3).

¹⁵² Ver Franklin Allen, James McAndrews e Philip Strahan. “E-finance: An Introduction”. Working Papers Series 01-36. The Wharton School (University of Pennsylvania) Financial Institutions Centre, 2001, págs. 10-11. Disponível em: fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/p0136.html. Acesso em: 12/3/2004.

¹⁵³ As empresas financeiras oferecem uma multiplicidade de serviços. Os escândalos tornados públicos nos Estados Unidos, a partir de 2001, após a grande prosperidade da década anterior, se deveram, em grande medida, a avaliações otimistas de analistas de bancos de investimento sobre títulos de empresas negociados pelos departamentos de corretagem dos mesmos bancos. Conflito de interesse de outra ordem pode surgir quando um banco, tendo investido nas ações de uma determinada companhia, com recursos próprios, tem incentivos para ocultar os problemas dessa companhia para seus clientes, para evitar uma depreciação dos preços de seus próprios papéis.

¹⁵⁴ Mishkin e Strahan, op. cit., pág. 5.

¹⁵⁵ Ver Allen, McAndrews e Strahan, op. cit., págs. 28-33.

redor do mundo, como Londres, Tóquio e Frankfurt, igualmente adotaram meios de comunicação eletrônicos, conhecidos como Redes de Comunicação Eletrônicas (ECNs, na sigla em inglês). Curiosamente, a maior bolsa de ações do mundo, a Bolsa de Valores de Nova York, é a que se mantém mais fiel aos pregões em viva-voz, com sua adesão às novas formas de realização de negócios retardada pela pressão dos “especialistas” que atuam naquele mercado. Isso pode ser alterado com a mudança de direção daquela instituição, que examina a possibilidade de alinhar a maior bolsa do mundo com suas concorrentes.¹⁵⁶

Os mercados de títulos públicos e de câmbio não apresentam, ainda, grau semelhante de intensidade tecnológica. Tanto um quanto outro mercado têm sido províncias dos intermediários (neste caso, os “dealers”), que costumavam negociar por meio telefônico. Os mercados cambiais, mais do que os de títulos, têm feito uma transição rápida para sistemas eletrônicos. A transparência desses mercados, entretanto, continua baixa, na medida em que boa parte das transações ainda é efetuada entre os intermediários (“interdealer trading”).¹⁵⁷

Os sistemas eletrônicos de ordem de compra e venda resultam numa diminuição de custos, pois dispensam a remuneração dos intermediários, e, possivelmente, aumentam a transparência do sistema, com um número cada vez maior de pessoas tendo acesso a uma quantidade cada vez maior de informação. Essa análise coincidiria com a sabedoria ortodoxa na ciência econômica, pela qual, tomando por base a hipótese formalizada por Burton Malkiel em 1973, as finanças globais nascidas nos anos 1990 seriam o que de mais próximo existe de um mercado eficiente, em que uma pluralidade de investidores tem acesso a basicamente a mesma informação e reage de forma previsível e racional com vistas à maximização de seus lucros.¹⁵⁸

As provas de que existe uma maior quantidade de informação à disposição dos agentes econômicos são contundentes. Não é tão claro, contudo, que todos os investidores tenham passado a usufruir informação de igual qualidade para orientar suas decisões. Como se verá nas seções seguintes, a assimetria de informações, ou o temor de que essa assimetria exista, pode ser uma das principais causas do efeito “manada” (*herd behaviour*), em que investidores individuais suspeitam que os demais possuem informações privilegiadas sobre o estado de

¹⁵⁶ “NYSE mulls electronic trading shift”. *Reuters*, 30 de janeiro de 2004. Disponível em <http://msnbc.msn.com/id/4105941/>. Último acesso em: 25/7/2004.

¹⁵⁷ Allen e outros, op. cit., págs. 31-33.

¹⁵⁸ *A Random Walk Down Wall Street*, apud Mary Ann Haley (“Emerging Market Makers: The Power of Institutional Investors”. In: Armijo (ed.), *Financial Globalization and Democracy...*, 2001, págs. 75-76). Segundo a autora, “in a fair and efficient market investors have access to roughly the same information and react similarly and “rationally” within the confines of profit maximization.”

uma determinada economia emergente, optando, em conseqüência, por acompanhá-los na decisão de liquidar créditos nesse país.

Não há como medir o diferencial de informação possuída pelos agentes econômicos que atuaram, com maior ou menor protagonismo, nas crises financeiras dos anos 1990. Houve, contudo, um crescimento considerável da participação de investidores amadores nos mercados financeiros, estimulado pelo acesso cada vez mais amplo e barato à Internet e pela veiculação mais freqüente de informações financeiras dirigidas ao público leigo pelos meios de comunicação. A informação especializada, contudo, parece ter permanecido restrita aos investidores e administradores de fundos profissionais. A conseqüência disso é que as possibilidades de manipulação do mercado por alguns investidores não foram eliminadas, talvez sequer reduzidas, pelo progresso da tecnologia da informação. Nesse cenário pessimista, a tecnologia fez apenas que um contingente maior de indivíduos sofresse os efeitos perniciosos de ataques especulativos, que ocorreriam inevitavelmente, tendo em vista a propensão dos mercados a oscilar entre momentos de euforia e pânico.¹⁵⁹ Alguns autores vão além, afirmando que a Internet seria uma ferramenta ideal para a coordenação entre investidores, aumentando as possibilidades de manipulação do mercado.¹⁶⁰

2.5. Múltiplos credores e ação coletiva

Uma das explicações dominantes na literatura para o chamado “efeito manada” decorre da mudança do perfil dos credores dos países emergentes, que até a década de 80 eram Estados soberanos e grandes bancos internacionais e passaram a ser constituídos, na atualidade, por uma multiplicidade de investidores anônimos em títulos públicos, ações e outros produtos financeiros desenvolvidos nos últimos anos. Antes, era possível concentrar os trabalhos de reescalonamento de dívidas em foros como o Clube de Paris, no caso da dívida

¹⁵⁹ Conforme descreve Robert Rubin, “by the end of the long bull market, America was living through an explosion of amateur investing unlike any the world has ever known, except perhaps in the late 1920s. Twenty-four-hour business news channels such as CNBC and CNNfn began providing the background hum in airports, restaurants and gyms. Securities analysts, once the least glamorous toilers on Wall Street, became well-paid celebrities. People with no background or training were quitting their jobs and setting up shop as day traders. All of this tremendously accelerated the emphasis on the short term (*In an Uncertain World...*, 2003, pág. 334).

¹⁶⁰ Allen e outros, op. cit., pág. 31.

contraída junto a governos, e em negociações com os principais banqueiros, no caso da dívida externa privada.¹⁶¹

O que se vem observando, desde então, é uma pulverização de bônus dos países emergentes, cujos portadores, impossibilitados de cooperarem em favor de uma reestruturação ordenada das dívidas, se precipitam num processo de realização de ativos, muitas vezes em prejuízo próprio e dos países endividados. Esse problema da “ação coletiva” seria agravado pela queda de barreiras legais à liquidação de bens de Estados estrangeiros por ordem de tribunais dos países desenvolvidos, o que estimula credores individuais a buscar o pagamento dos títulos em seu poder sem compartilhar o valor apurado com os demais credores.¹⁶²

A teoria da ação coletiva foi desenvolvida por Mancur Olson, em 1965,¹⁶³ e se refere à situação em que cada membro de um grupo não tem incentivo para atuar em favor do interesse comum, pois os demais membros do grupo seriam beneficiados pela ação de um deles, sem ter contribuído para a promoção daquele interesse comum. No caso em questão, cada credor individual não teria interesse em atrasar a cobrança de seu crédito – ou a retirada de seus recursos de um país –, para participar de uma reestruturação organizada da dívida, sabendo que outros credores provavelmente não fariam o mesmo e ainda se beneficiariam de sua decisão de deixar os recursos no país (eles receberiam antecipadamente o valor que, hipoteticamente, seria recolhido pelo primeiro credor, caso este tivesse optado por recuperar seu investimento). Esse problema da ação coletiva seria mais grave quanto maior o grupo e menores suas unidades ou atores, como no contexto atual de múltiplos e relativamente pequenos credores, uma vez que, na teoria de Olson, os atores maiores (ou grandes credores) teriam maior interesse no fornecimento do bem público (estabilidade ou negociação ordenada da dívida) e estariam dispostos, se necessário a oferecê-lo sozinhos, sem dividir os custos com os demais.¹⁶⁴

¹⁶¹ Segundo Anne Krueger, “A reestruturação da dívida já era bastante difícil na década de 1980, quando se podiam reunir os credores da maior parte das dívidas de um país simplesmente congregando 15 banqueiros em torno de uma mesa. As coisas são muito mais complicadas agora. Nos últimos tempos, os países tomaram cada vez mais empréstimos, emitindo bônus e recorrendo sempre mais aos bancos. Os detentores de bônus são mais numerosos, anônimos e é difícil coordena-los” (“Países como a Argentina podem declarar falência?”. O Estado de São Paulo, 17 de janeiro de 2002). Ver também Manzoichi, “Capital Flows in the 20th Century”. In: Armijo (ed.), op. cit., pág. 57.

¹⁶² Krueger, *ibid.*

¹⁶³ *The Logic of Collective Actions*. Cambridge/EUA: Harvard University Press, 1965. *Apud* Carlos Pio. *Relações Internacionais: Economia Política e Globalização*. Brasília: IBRI/FUNAG, 2002.

¹⁶⁴ Ver, a propósito, a explicação de Andreas Hasenclever, Peter Mayer e Volker Rittberger. *Theories of International Regimes*. Cambridge/RU: Cambridge University Press, 1997, págs. 88 e 89.

Essa pulverização dos detentores de créditos pode ser explicada, por um lado, por decisões soberanas dos governos no âmbito dos acordos de renegociação de suas dívidas externas nas décadas de 80 e 90. Por outro lado, decisões dos próprios credores de diluir o risco inerente às dívidas de Estados soberanos, que, na década de 80 ameaçou a saúde financeira de importantes bancos dos países desenvolvidos, sobretudo dos Estados Unidos, também ajudaram a fragmentar o universo dos credores.¹⁶⁵ Além disso, a redução dos custos de transação nas finanças internacionais, propiciada pela desregulamentação financeira e pelo desenvolvimento tecnológico, desencadeou, conforme apontado na seção precedente, a popularização de instrumentos financeiros antes acessíveis a um número limitado de agentes econômicos com grandes somas disponíveis para investimento nos mercados emergentes.

Do ponto de vista teórico, não pode ser considerada consensual a idéia de que o aumento do número de participantes do mercado seja um fator de instabilidade. Ao contrário, a presença de novos atores poderia ter como consequência uma diminuição do peso relativo de decisões de investimento de agentes econômicos individuais. Ao lado da disponibilidade de informação simétrica entre os agentes, a existência de um número suficiente de investidores no mercado, garantindo a competição e impedindo que qualquer investidor individual manipule o mercado, é um outro pressuposto da hipótese do mercado eficiente. Como lembra Manzocchi, sobre a situação vigente até a II Guerra Mundial, a grande dispersão de credores significava que a insolvência de devedores soberanos não ameaçava a estabilidade do sistema financeiro internacional, exceto em casos específicos, como o da falência do Banco Baring, em 1890.¹⁶⁶

Mesmo que se admitisse, no plano teórico, que a multiplicidade de credores representa um fator de instabilidade, restaria o desafio empírico de provar que a existência de um grande número de investidores foi um fator preponderante em todas as crises ocorridas desde a década de 1990. Segundo Radelet e Sachs, em sua avaliação da crise asiática, a maior parte dos fluxos de entrada de capitais era composta de empréstimos provenientes de paraísos

¹⁶⁵ O Plano Brady, em alusão ao Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas Brady, foi um fator importante da descentralização da dívida dos países emergentes, que passou a ser baseada em bônus (os *Brady bonds*), que puderam ser vendidos no mercado secundário, isto é, ao público em geral. Segundo o Glossário do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br), o Plano Brady “(...) tem como elemento essencial a novação da dívida objeto de reestruturação, mediante a troca por bônus de emissão do governo do país devedor, que contemplam abatimento do encargo da dívida, seja sob a forma de redução do seu principal, seja por alívio na carga de juros. No caso brasileiro, o acordo firmado em abril de 1994 referia-se apenas à parte da dívida do setor público com bancos comerciais estrangeiros (...)”

¹⁶⁶ Op. cit., pág. 55.

fiscais destinados a bancos ou diretamente ao setor privado, em especial na Tailândia, onde ocorreu o primeiro episódio de crise.¹⁶⁷

Para Mary Ann Haley, os mercados financeiros dos países emergentes têm uma natureza anti-competitiva e ineficiente, sendo guiados, em lugar da mão invisível de Adam Smith, pelas mãos visíveis de investidores institucionais que concentram ativos e coordenam investimentos entre si. A mudança na composição dos fluxos globais de capitais em direção a recursos controlados por investidores institucionais privados teria instaurado um novo regime de poder organizado em torno das percepções e objetivos de um pequeno grupo de grandes gestores de fundos em mercados emergentes, com capacidade de coordenar-se e de influenciar os fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.¹⁶⁸

Na crise do México, contudo, a presença de um grande número de credores que haviam adquirido os chamados *tesobonos*, títulos públicos atrelados ao dólar, em substituição aos “Cetes”, denominados em pesos, parece ter sido um fator preponderante do agravamento da crise no balanço de pagamentos mexicano, à medida que os investidores se precipitaram para a porta de saída em meio aos crescentes déficits na conta corrente (7% do PIB em 1994), à queda das reservas internacionais (US\$ 5 bilhões no final do ano, contra um débito de US\$ 23 bilhões em *tesobonos*), e aos problemas políticos que o país atravessou no ano da crise, como a rebelião em Chiapas e o assassinato de Luis Donaldo Colossio, principal candidato à sucessão de Carlos Salinas de Gortari.¹⁶⁹

Vale mencionar, como explicação plausível para o que aconteceu na crise mexicana, a hipótese segundo a qual a presença de agentes com poder de mercado teve papel preponderante nas crises da década de 1990, não como fator de coordenação entre os investidores, mas como elemento agravante do comportamento de manada. Nesse modelo, grandes fundos de *hedge* ou fundos de elevada alavancagem, com reputação de possuírem informações de qualidade superior à dos demais investidores, “sinalizam” a posição de seu portfólio para o resto do mercado. Em consequência, os investidores de menor porte se

¹⁶⁷ “O Despontar da Crise Financeira no Leste Asiático”. In: Krugman (ed.), *Crises Monetárias*, 2001, pág. 135.

¹⁶⁸ “Emerging Market Makers...”. In: Armijo (ed.), op. cit., pág. 80.

¹⁶⁹ Bradford De Long, Christofer DeLong e Sherman Robinson. “The Mexican Peso Crisis: In Defense of U.S. Policy Toward Mexico”. 1996, Disponível em: http://www.j-bradford-delong.net/Econ_Articles/themexicanpesocrisis.html. Acesso em: 4/11/2001. Ver também, a esse respeito, Sebastian Edwards e Miguel A. Savastano. “O Peso Mexicano após a Crise Monetária de 1994”. In: Krugman (ed.), op. cit., pág. 224.

tornam mais agressivos, decidindo liquidar suas posições mesmo diante da evidência de fundamentos econômicos não tão deteriorados.¹⁷⁰

Não se inclui entre os objetivos deste trabalho discutir em pormenores propostas de reforma do sistema financeiro internacional, voltadas a aperfeiçoar os esforços de prevenção e administração de crises. Vale mencionar, entretanto, algumas propostas surgidas recentemente para permitir e até compelir credores e devedores a promover uma reestruturação ordenada de seus compromissos, mediante o estabelecimento, no plano internacional, de mecanismos semelhantes às falências e concordatas existentes nas legislações internas dos países.¹⁷¹

As reformas propostas comportam graus diferentes de ambição. A menos ousada, e de implementação mais viável no curto prazo, consiste na introdução voluntária de cláusulas de ação coletiva (CACs) nos títulos de dívidas, já sendo posta em prática por alguns países, como o México. Nesse mecanismo, são estabelecidas regras para a seleção de representantes dos credores, bem como suas responsabilidades, impedindo que um detentor individual de um título de dívida possa iniciar um litígio por conta própria. A alternativa mais ambiciosa, atribuída, entre outros, a Jeffrey Sachs, é a idéia de criação de uma corte internacional de falências, que, por analogia às autoridades judiciárias de cada país, poderia adjudicar disputas sobre dívidas soberanas, supervisionar as negociações de reestruturação entre o devedor e seus credores e impor os termos de um acordo se as partes não logram um entendimento.¹⁷²

A proposta que adquiriu maior notoriedade, entretanto, foi a da vice-diretora gerente do FMI, Anne Krueger, de criação de um mecanismo de concordata para países sob risco de insolvência. A proposta de Krueger se prestou a interpretações divergentes, significando, para alguns, a intenção de aumentar o poder do FMI e transformá-lo numa corte de falências, e representando, para outros, uma opção intermediária, que definiria um marco mais eficiente para a reestruturação de dívidas, com a suspensão de todos os pagamentos de títulos e a proibição de ajuizamento de ações individuais, mas deixaria, na medida do possível, as negociações sobre reestruturação nas mãos dos credores interessados.¹⁷³ O ponto crucial,

¹⁷⁰ Giancarlo Corsetti, Paolo Presenti e Nouriel Roubini. "The Role of Large Players in Currency Crises". Working Paper 8303. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 2001. Disponível em www.nber.org/papers/w8303. Acesso em: 3/2003.

¹⁷¹ Ver, a propósito, Richard N. Cooper. "Chapter 11 for Countries?". *Foreign Affairs*, Vol. 81, nr. 4, Julho/Agosto de 2002, págs. 90 a 103.

¹⁷² Ver Barry Eichengreen. *Crises financeiras: análise, prevenção e gestão*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2003, págs. 69-97.

¹⁷³ *Ibid.*

entretanto, é que um modelo de reestruturação aceito pela maioria dos credores teria de ser seguido pelos credores que com ele não concordassem.¹⁷⁴

2.6. O contágio

Em 1998, quando a moratória russa provocou uma nova onda de ataques especulativos no Brasil, desencadeando o processo que levaria à flutuação do Real, a partir de janeiro de 1999, o Presidente da República Fernando Henrique Cardoso enfatizava em sua campanha para a reeleição que os ataques especulativos contra a moeda brasileira eram mero reflexo de uma crise internacional, o que não autorizava um juízo negativo em relação à gestão econômica do governo. Na verdade, o Brasil já apresentava, então, deterioração em diversos indicadores apontados pela literatura como “sinais antecipados” (*early warning signals*) de uma crise financeira iminente, como elevado déficit em conta corrente, déficits público e orçamentário em ascensão, com significativo endividamento de curto prazo, e câmbio sobrevalorizado.¹⁷⁵ É possível, contudo, que Fernando Henrique Cardoso e sua equipe de governo e de campanha eleitoral estivessem corretos quanto à possibilidade de impacto negativo da crise internacional na economia brasileira, mesmo que o país, àquela época, não exibisse sintomas de fragilidade em seus fundamentos econômicos.

O contágio tem sido definido na literatura de várias formas, incluindo a transmissão de qualquer tipo de choque através das fronteiras que separam as economias nacionais. Para Sebastian Edwards,¹⁷⁶ o contágio se refere àquelas situações em que a extensão e a magnitude com que um choque é transmitido excedem o que era esperado anteriormente. Para chegar a essa definição, Edwards distingue entre três mecanismos pelos quais choques econômicos se propagam para outros países. O primeiro mecanismo - as “monções” - designaria os distúrbios globais que afetam todos ou a maioria dos países do globo, como os choques do petróleo de 1973 e 1979; outro exemplo seria o do aumento das taxas de juros nos Estados Unidos em 1994, que gerou tensões financeiras nos países emergentes, embora cada país tenha sofrido os efeitos dessa medida em razão de fatores internos específicos.¹⁷⁷ O segundo mecanismo

¹⁷⁴ Krueger, loc. cit.

¹⁷⁵ Alguns desses indicadores foram analisados em pormenor no Capítulo 1.

¹⁷⁶ Sebastian Edwards. “Contagion”. World Economy Lecture, University of Nottingham, 1999 (revisto em 2000). Disponível em: http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world_economy5.pdf. Acesso em: 20/1/2004.

¹⁷⁷ Manzocchi, “Capital Flows in the 20th Century”, pág. 64.

corresponde a choques originados em “países relacionados”, que alguns autores denominam de *spillovers* ou respingos, e que se referem a situações em que uma desvalorização induzida por um ataque especulativo em um país melhora sua competitividade, levando a déficits comerciais e à diminuição das reservas em seus parceiros comerciais, o que torna suas moedas mais vulneráveis. A idéia se aplicaria tanto aos efeitos da flutuação numa determinada relação comercial bilateral quanto ao impacto sobre a competitividade no acesso a mercados de terceiros países. O terceiro mecanismo seria o contágio propriamente dito, que teria um caráter residual em relação aos anteriores, correspondendo às situações em que a propagação dos efeitos negativos de uma crise ultrapassa as expectativas dos participantes de uma crise, por atingir países cuja política econômica ou fundamentos econômicos exibem diferenças em relação às que se apresentavam no país onde se originou a crise.

Allan Drazen, na mesma linha, adota posição mais radical, afirmando que contágio é o fenômeno por meio do qual uma crise monetária, por si só, em um país, torna mais provável uma crise monetária (ou fraqueza monetária) em outro país. Uma crise em um país será seguida por uma crise em outro país, sem outra explicação aparente a não ser a crise original.¹⁷⁸

O mesmo autor define quatro modelos de contágio. No modelo de “informação em cascata”, os investidores assimetricamente informados adquirem informações sequencialmente, observando as ações de outros que o precederam, supostamente detentores de uma informação de “melhor qualidade” do que a sua própria, e imitando-lhes o comportamento. Drazen explica também um modelo de “externalidades de informação”, pelo qual, devido às incertezas sobre o compromisso dos formuladores da política econômica de defender as taxas fixas de câmbio, o colapso da taxa de câmbio em um país pode fornecer a informação de que outro país, em circunstâncias macroeconômicas similares, estaria mais propenso a abandonar sua paridade fixa. O terceiro modelo seria o de difusão, idêntico ao de “países relacionados” descrito por Edwards, e a principal ressalva que se lhe faz na literatura é que os fluxos comerciais não seriam de tamanho suficiente, nos dias de hoje, a justificar o contágio. Uma outra aplicação do modelo de difusão estaria no mercado financeiro, quando investidores liquidam suas posições em um país para cobrir as perdas induzidas pela crise em outro país.

¹⁷⁸ “O Contágio Político nas Crises Monetárias”. In: Paul Krugman (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, pág. 51.

Por fim, haveria, para Drazen, uma forma *sui generis* de contágio, o contágio político, que se verifica mais comumente nos processos de integração regional em que a política cambial representa componente de alta sensibilidade para a consecução do projeto comum, como a união econômica e monetária européia. Nesse caso, um ataque especulativo exitoso contra a moeda de um país hipotético, que mantém uma paridade fixa no âmbito de um processo de integração, criaria suspeitas de um comprometimento menor de todos os outros “sócios” desse clube com a mesma paridade.¹⁷⁹

Existe base suficiente na literatura, portanto, para a afirmação de que pode existir um forte componente sistêmico, não relacionado com os fundamentos internos dos países, na propagação de crises financeiras. Na década de 1990, ao contrário de episódios anteriores de propagação de crises financeiras, esse fenômeno adquiriu uma abrangência geográfica - a repercussão das crises asiática e russa na América Latina e sobretudo no Brasil são evidência disso - e uma velocidade sem precedentes. Se o contágio não é sempre capaz de, por si só, provocar uma crise financeira, como propõe Drazen, existe um consenso de que ele ao menos precipita uma crise mais grave do que a que seria explicável pelo simples exame dos fundamentos econômicos de um país. Isso não seria possível se as finanças internacionais não tivessem sua expressão global, com investidores expostos a risco em diversos mercados, distribuídos, por sua vez, em vários continentes, e tendo a sua disposição grande quantidade de informações, de qualidade variável, sobre o estado das economias onde seus ativos estão investidos.

O desafio, portanto, é investigar se o que ocorreu nas crises financeiras desde a década de 1990 se enquadra adequadamente nas definições propostas para o contágio ou se, como assevera Anna J. Schwartz, o contágio foi um mito criado pela literatura contemporânea sobre as crises financeiras. Para a autora, o que essa literatura chama de contágio seria, na maioria das vezes, segundo as evidências empíricas disponíveis a respeito das crises ocorridas nos anos 90, a repetição, num curto espaço de tempo, de episódios de fuga de capitais de países que compartilham políticas macroeconômicas frágeis.¹⁸⁰

O exame dos indicadores de boa gestão macroeconômica dos países que atravessaram crises desde os anos 1990, realizado no capítulo anterior, indica uma correlação deficiente entre os fundamentos econômicos e a ocorrência de crises financeiras, dando razão, em

¹⁷⁹ Allan Drazen, op. cit., págs. 55-56.

¹⁸⁰ Anna J. Schwartz. “International Financial Crises: Myths and Realities”. *Cato Journal*, Vol. 17, nr. 3, 1998. Disponível em: www.cato.org/pubs/journal/cj_17n3-3.html. Acesso em: 21/1/2004.

princípio, à corrente da literatura que acredita na possibilidade de contágio. A ocorrência de crises desvinculadas de problemas significativos de governança macroeconômica é prevista, ainda, pelos modelos analíticos que explicam a dinâmica das crises financeiras. Os fatores internos de política de macroeconômica de cada país desempenham um papel essencial em todos os modelos; os modelos de segunda geração admitem, no entanto, que a percepção da deterioração dos fundamentos pelos agentes econômicos, ou a expectativa de que isso venha a ocorrer no futuro, é suficiente para que seja desencadeado um episódio de crise. Modelos subsequentes admitem um distanciamento ainda maior entre a realidade macroeconômica de um país e sua vulnerabilidade a crises, que poderiam ter causas puramente especulativas.

2.7. Considerações finais

Este capítulo tratou de identificar as características das finanças globais desde a década de 1990 – vastos fluxos de capitais, sobretudo de curto prazo; novas tecnologias e serviços financeiros; popularização do mercado financeiro e pulverização dos credores dos países emergentes; a possibilidade de contágio – que tornam o sistema financeiro internacional mais propenso à ocorrência de crises financeiras do que em períodos anteriores, bem como exercem pressão sobre os mecanismos de governança existentes no campo das finanças internacionais, que incluem as estruturas do FMI e do Banco Mundial, concebidas, no fim da Segunda Guerra Mundial, para um ambiente de menor mobilidade de capitais transnacionais, menor volume de recursos financeiros em circulação e maior estabilidade das taxas de câmbio. Com as novas tecnologias e a expansão do acesso aos serviços financeiros internacionais, esses capitais privados transnacionais, cujos fluxos superam com ampla margem o comércio internacional e as fontes oficiais de financiamento das economias nacionais, impõem sérios desafios à capacidade de prevenção e administração de crises das IFIs, dos países emergentes afetados pelos episódios de ataques especulativos e, finalmente, das economias centrais, que podem ser severamente prejudicadas pelas crises financeiras internacionais.

3. Fatores internacionais (2): a teoria dos regimes internacionais e o regime financeiro internacional

3.1. Considerações iniciais

No capítulo anterior, foram descritas e discutidas as características do sistema financeiro internacional que constituem fontes de instabilidade para os países emergentes e que desafiam as regras e mecanismos institucionais responsáveis por prevenir e administrar crises. É preciso verificar, nesse contexto, se, em resposta àqueles desafios, estão presentes na realidade contemporânea as condições para a cooperação entre os países em matéria financeira, por meio do estabelecimento e aplicação dos princípios, normas, regras, procedimentos e instituições que compõem o regime financeiro internacional.

O regime financeiro internacional é, portanto, um componente que vigora no interior do sistema financeiro internacional, conferindo estabilidade, previsibilidade e eficiência às relações financeiras privadas e oficiais internacionais. O sistema financeiro internacional poderia existir, contudo, na ausência do regime. Aquilo que a literatura costuma chamar de “não-sistema”, após o abandono do padrão-ouro pelos Estados Unidos, na década de 1970, seria melhor caracterizado - caso se concordasse com a afirmação - como um “não-regime”, em que prevaleceria o estado de anarquia descrito pelos autores realistas (e que não deixa de configurar um “sistema”). Trata-se de distinção semelhante à proposta por Gilpin, entre sistema financeiro internacional e sistema monetário internacional,¹⁸¹ exceto que a nomenclatura aqui proposta realça o conceito de regime.

A literatura relevante, neste capítulo, é a da teoria das relações internacionais, dos regimes internacionais em particular, que se tem dedicado ao exame das condições que conduziram ao surgimento da arquitetura original do regime financeiro internacional, adotada na Conferência de Bretton Woods, em 1944, bem como dos pontos de inflexão e elementos de continuidade das regras do regime. Na teoria podem ser buscadas explicações, por exemplo, para a sobrevivência do FMI como instituição influente nas decisões de política monetária dos países, sobretudo dos emergentes, mesmo após a eliminação, na década de 1970, de uma regra central do sistema, o mecanismo de câmbio fixo. Da teoria dos regimes também poderão ser

¹⁸¹ Gilpin, 2000, págs. 114 e 115; 2001, págs. 235 e 236. O próprio autor reconhece, contudo, que a distinção entre moeda e finanças pode ser enganadora e que, à medida que muitas nações cederam controle sobre os movimentos internacionais de capitais, os sistemas monetário e financeiro internacional têm tido um impacto crescente um sobre o outro (2000, pág. 115).

extraídos subsídios para a compreensão das crises financeiras, não como resultado de fatores econômicos internos, mas de fatores internacionais, como um possível enfraquecimento do regime financeiro internacional.

As correntes teóricas relevantes para este estudo são a teoria da estabilidade hegemônica, no contexto da escola realista,¹⁸² o institucionalismo neoliberal e o construtivismo. O presente capítulo pretende dar conta da aplicação dessas visões teóricas à realidade financeira internacional na seguinte ordem:

- a) breve descrição da trajetória do regime financeiro internacional desde Bretton Woods;
- b) apresentação e comparação das visões teóricas sobre os regimes internacionais, aplicadas ao regime financeiro internacional, bem como a contribuição de cada corrente para a explicação das crises financeiras recentes.

3.2. Alguns aspectos do regime financeiro internacional desde Bretton Woods

O objetivo principal das instituições econômicas internacionais que emergiram da Conferência de Bretton Woods era promover uma ordem econômica internacional que impedisse o retorno ao nacionalismo econômico destrutivo da década de 30, caracterizado pelo protecionismo comercial e pelas desvalorizações competitivas das moedas nacionais.

No plano comercial, a resposta ao protecionismo da década de 30 foram as negociações para o estabelecimento de uma Organização Internacional do Comércio (OIC) no imediato pós-guerra não tenha sido consumado. Desse projeto institucional mais ambicioso sobreviveu, contudo, a idéia de um regime internacional de comércio, representado pelo Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT).

Na área financeira, a Conferência de Bretton Woods gerou a primeira experiência de ordem monetária administrada,¹⁸³ em que a taxa de câmbio não mais seria definida pelas forças de mercado ou por decisão de cada Governo, mas pela operação de um conjunto de normas internacionais supervisionadas por uma organização, o Fundo Monetário Internacional.

¹⁸² A teoria da estabilidade hegemônica foi desenvolvida, na verdade, por um economista, Charles Kindleberger, e foi incorporada por autores eminentes do campo das Relações Internacionais, como Robert Gilpin, de orientação realista.

¹⁸³ Segundo Spero e Hart (*The Politics of International Economic Relations*. 5ª ed. Nova York: St. Martin's Press, 1997, pág. 8), "The Anglo-American plan, approved at Bretton Woods, became the first publicly managed international monetary order".

Não se tratava, contudo, de restaurar o liberalismo de antes da I Primeira Guerra Mundial, baseado na primazia da Grã-Bretanha, da libra esterlina e do padrão ouro. O nacionalismo econômico, que fora um dos responsáveis pela Grande Depressão, era percebido como uma “falha de mercado”, não como uma falha dos Governos, de forma que a demanda no pós-guerra era por mais intervenção estatal no âmbito interno, o que resultou no *welfare state*, e por maior regulação e coordenação entre os Estados na esfera internacional. O êxito dessa ordem econômica internacional seria baseado, portanto, no equilíbrio entre a autonomia de política econômica interna e a estabilidade internacional, ancorada sobre fundamentos liberais, inicialmente por meio de um mecanismo de taxas de câmbio fixas porém ajustáveis, numa fórmula que John Gerard Ruggie resumiu na expressão “embedded liberalism”.¹⁸⁴

Pelo mecanismo de câmbio fixo, todos os países concordavam em estabelecer um valor para suas moedas em relação ao ouro e a manter a taxa de câmbio oscilando numa faixa de 1 por cento para mais ou para menos em relação à paridade fixada (o valor do dólar foi fixado em US\$ 35 por onça de ouro).¹⁸⁵ O Fundo Monetário Internacional (FMI) ficaria encarregado de fiscalizar o funcionamento do sistema e proporcionar financiamento para os países que estivessem enfrentando problemas temporários no balanço de pagamentos. Um país poderia alterar sua taxa de câmbio somente na hipótese de um “desequilíbrio fundamental” do balanço de pagamentos e mediante autorização do FMI.

Os Estados Unidos desempenharam um papel preponderante não só na concepção desse regime, mas também em sua gestão, sendo os principais contribuintes para os fundos das IFIs e detendo um peso decisivo no mecanismo de voto ponderado do FMI. A supremacia norte-americana era acentuada pelo colapso econômico dos países europeus e do Japão, que consideravam a liderança americana não só necessária como desejável. Os Estados Unidos lançaram, então, vultosos programas de ajuda financeira aos aliados do pós-guerra, como o Plano Marshall, uma vez que o Banco Mundial, teoricamente responsável por restaurar a capacidade econômica dos países destruídos pela guerra, não dispunha de recursos suficientes para realizar essa missão.

Nos anos seguintes, a dependência da economia internacional em relação aos Estados Unidos foi preservada de duas formas: em primeiro lugar, os Estados Unidos importavam cada vez mais de seus principais aliados, como Alemanha e Japão, que adotaram estratégias

¹⁸⁴ John Gerard Ruggie. “International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order”. *International Organization*, Massachusetts Institute of Technology, vol. 36, nr. 2, 1982.

¹⁸⁵ Spero e Hart, op. cit., pág. 10.

de crescimento baseadas nas exportações, e indultavam em restrições daqueles países a suas exportações; em segundo lugar, os Estados Unidos eram exportadores líquidos de capitais, fosse sob a forma de gastos para financiar sua posição de superpotência global, fosse sob a forma de investimentos que proporcionavam a liquidez necessária para manter a economia internacional em funcionamento.

A prolongada duração dessa política de exportação de capitais, antes considerada favorável para a manutenção da liquidez internacional, acabou por reduzir a confiança nos fundamentos da economia americana e na manutenção da taxa de conversão entre o dólar e o ouro, produzindo sucessivos déficits no balanço de pagamentos, bem como na solidez do regime de Bretton Woods. Ao mesmo tempo em que proporcionavam os dólares necessários para o funcionamento da economia mundial, aquelas políticas aumentaram o estoque de dólares em poder de estrangeiros, que encontravam cada vez menos correspondência nas reservas em ouro do Governo americano.

Fortalecidos pela acelerada recuperação econômica das décadas de 50 e 60, os europeus e japoneses se tornaram críticos da gestão unilateral do regime financeiro internacional pelos Estados Unidos. O problema de falta de liquidez do imediato pós-guerra se resolvera a ponto de as reservas em dólar da Europa e do Japão igualarem as dos Estados Unidos no final da década de 1950. Nessa conjuntura, a exportação de capitais americanos era interpretada como “exportação da inflação”, não mais como uma medida necessária para reativar a economia mundial.¹⁸⁶ Ao mesmo tempo em que manifestavam insatisfação com o processo decisório das finanças internacionais, europeus e japoneses ainda não estavam dispostos a arcar com os custos da assunção de maiores responsabilidades no regime. Contribuíram, assim, para retardar ao máximo a desvalorização do dólar ou a valorização de suas moedas, com receio de que essas decisões prejudicassem a competitividade de suas exportações.

Para os Estados Unidos, o papel do dólar como reserva de valor, meio de troca e moeda de intervenção conferia privilégios de “senhoriagem” em proporções muito superiores às desfrutadas por qualquer outro governo, que atenuavam maiores preocupações com a gestão econômica interna ou com o balanço de pagamentos. Em outras palavras, os Estados Unidos poderiam financiar seus compromissos externos produzindo moeda, em lugar de

¹⁸⁶ Por exportação da inflação, se entende que a política monetária expansionista dos EUA aumentava a oferta de moeda mais em terceiros países do que nos Estados Unidos, via gastos crescentes no exterior e nível elevado de importações. Este último fator, além de aumentar as divisas disponíveis para os parceiros comerciais, ajudava a combater a inflação internamente, promovendo maior competição com a produção doméstica.

adotar políticas de austeridade, normalmente recessivas, para poupar os recursos necessários à amortização de dívidas contraídas junto a credores estrangeiros.

Esses desequilíbrios, contudo, não eram sustentáveis no longo prazo, caso os governos estrangeiros e mesmo agentes financeiros (internos ou externos) começassem a trocar dólares por ouro, diante da percepção de que aquela paridade teria que ser alterada, como ameaçou o Presidente da França, Charles de Gaulle, durante a década de 1960. Em agosto de 1971, o Presidente Nixon suspendeu a conversibilidade do dólar em ouro, o que resultou em substancial desvalorização da moeda americana nos anos subseqüentes. Três riscos pairavam sobre a economia dos Estados Unidos: aumento dos déficits orçamentários, para o que contribuía a continuação da Guerra do Vietnã, crescimento da taxa de inflação e o primeiro déficit comercial registrado pelo país no século XX. Os Estados Unidos também não estavam mais dispostos a sacrificar interesses econômicos de curto prazo – a sustentação da conversibilidade entre o dólar e o ouro à taxa de US\$35 estimulava a competitividade exportadora dos demais países, sobretudo de Alemanha e Japão - em nome da estabilidade do regime.¹⁸⁷

Após 1971, foram feitas tentativas infrutíferas de conceber um mecanismo de taxas de câmbio “estáveis[anteriormente eram fixas], porém ajustáveis”, até que em 1976, em reunião do FMI realizada na Jamaica, foi oficializado o sistema de taxas de câmbio flutuantes.¹⁸⁸

O regime financeiro internacional que emergiu da crise da década de 70 não representou, contudo, uma ruptura completa em relação à ordem anterior. As instituições financeiras internacionais permaneceram como atores importantes do regime, pois a adoção do câmbio flutuante na maioria dos países não eliminou os problemas de balanço de pagamentos, nem a preocupação com a estabilidade das taxas de câmbio. Os Estados Unidos, por sua vez, continuaram a exercer liderança na administração do regime, assim como o dólar conservou sua posição de principal moeda de reserva internacional. Houve, apesar disso, uma redistribuição de poder no sistema em favor da Europa – sobretudo em favor da Alemanha, antes do euro – e do Japão, o que fortaleceu mecanismos de coordenação multilateral de posições, como o G-7.

¹⁸⁷ “The American hegemon smashed the Bretton Woods system in order to increase its own freedom of economic and political action” (Joanne Gow. “Closing the Gold Window: domestic Politics and the End of Bretton Woods”. Ithaca: Cornell University Press, 1983, *apud* Gilpin. *The Political Economy of International Relations*. Princeton: Princeton University Press, 1987.

¹⁸⁸ Spero e Hart, *The Politics of International Economic Relations*, 1997, págs. 22-23.

Os principais desafios ao regime, na atualidade, foram descritos no capítulo anterior. O regime continua a existir e a funcionar, ainda que sob pressão daqueles fatores. Reforça-se, contudo, a percepção de declínio e obsolescência do regime face às demandas do mundo contemporâneo, com sua eficiência sendo questionada a cada episódio de crise. Como a teoria dos regimes dá conta dessas realidades conflitantes de permanência e declínio do regime? Como a teoria explicou as mudanças ocorridas no passado? Como ela pode explicar mudanças que se façam necessárias a partir de agora? Algumas respostas tentativas a essas perguntas serão buscadas na seção seguinte.

3.3. Teorias e o regime financeiro internacional

O realismo, o institucionalismo neoliberal e o construtivismo fornecem explicações diferentes, porém complementares, sobre o surgimento, a evolução e a crise contemporânea do regime financeiro internacional. Segundo a definição de Stephen Krasner, “regimes são conjuntos de princípios, normas, regras e procedimentos de tomada de decisão, implícitos ou explícitos, em torno dos quais a expectativa dos atores converge numa determinada área das relações internacionais”.¹⁸⁹ Keohane, posteriormente, desafiaria essa definição, descartando a distinção entre princípios, normas, regras e procedimentos, bem como a existência de regimes baseados em regras implícitas.¹⁹⁰ Neste trabalho, será privilegiada a definição de Krasner, que dá conta de um universo maior de fatos relevantes verificados na trajetória do regime de finanças internacionais.

Para Hasenclever, Mayer e Rittberger, nenhuma das três escolas nega que os regimes internacionais tenham algum impacto na realidade, mas elas se distinguem de modo considerável pelo grau de “institucionalismo”, isto é, pela importância que atribuem a regimes e instituições.¹⁹¹

¹⁸⁹ Stephen Krasner. “Structural causes and regime consequences: regimes as intervening variables”. *International Organization*, MIT, vol. 36, nr. 2, 1982, pág. 1.

¹⁹⁰ *Apud* Andreas Hasenclever, Peter Mayer e Volker Rittberger. *Theories of International Regimes*. Cambridge/RU: Cambridge University Press, 1997, pág. 12.

¹⁹¹ *Ibid.*, págs. 2-3.

3.3.1. Realismo e estabilidade hegemônica

A teoria realista é a que apresenta o menor grau de “institucionalismo”. Em grande medida, a escola realista trata os regimes como manifestações superficiais – ou “reflexos” – das relações de poder entre os Estados e que se sustentam enquanto permanece uma determinada configuração de poder. O realismo se define pela visão de que os Estados, num contexto anárquico (isto é, de ausência de uma autoridade superior às demais unidades do sistema), se preocupam não só com ganhos absolutos, mas também – e sobretudo - com ganhos relativos ou em acumular recursos de poder em maior proporção e rapidez do que os demais. Isso torna os autores realistas mais atentos aos aspectos distributivos dos regimes internacionais do que simplesmente aos benefícios que resultariam da cooperação, isto é, da institucionalização de regras para promover a confiança mútua.

O pensamento realista contemporâneo se baseia, sobretudo, no trabalho seminal de Kenneth Waltz, que assentou a escola em pressupostos racionalista (unidades soberanas atuam para maximizar a sua utilidade, traduzida em interesses materiais como poder, segurança e riqueza) e sistêmico (o interesse em aumentar a utilidade independe das características internas de cada Estado, sendo comum a todas as unidades soberanas do sistema), posteriormente aproveitadas também pelos institucionalistas neoliberais.¹⁹²

Dois conseqüências derivam das premissas realistas, aplicadas aos regimes internacionais. A primeira é que, num contexto anárquico, a ausência de uma autoridade superior aos Estados teria de ser compensada por uma grande concentração de poder em uma potência, que seria responsável por estimular e impor o cumprimento das regras e, com isso viabilizar o surgimento e a implementação de um regime internacional. A segunda implicação é que o regime não seria criado nem mantido a menos que oferecesse à principal ou às principais potências, além do ônus de velar pelas regras, a vantagem de contribuir para a conservação ou aumento de sua parcela de poder no sistema internacional.¹⁹³ Idealmente, portanto, o êxito de um regime estaria ligado, para os realistas, a uma configuração de poder unipolar numa determinada área temática e à percepção pela potência hegemônica de que os

¹⁹² Ver, a propósito, Kenneth N. Waltz. *Theory of International Politics*. Nova York: McGraw-Hill, 1979 (sobretudo os capítulos 3 - “Systemic Approaches and Theories” – e 4 – “Reductionist and Systemic Theories”. Fazendo contraponto entre o neorealismo e a escola realista clássica, Ruggie diz, sobre Hans Morgenthau, que “although he rejected the idea that the international system could rest on law and organization, as pre-war idealists hoped, *Politics Among Nations* includes serious discussions of both” (*Constructing the World Polity: Essays on international Institutionalization*. Londres e Nova York: Ed. Routledge, 1998, pág. 5).

¹⁹³ John Mearsheimer, citado por Ruggie, *ibid.*, pág. 10.

ganhos advindos da participação no regime não são apenas maiores do que os custos, mas são também maiores do que os ganhos dos outros participantes, potenciais inimigos no futuro.

A mais conhecida contribuição da escola realista para a explicação da ordem econômica internacional do pós-guerra, na qual se inclui o regime financeiro internacional, foi a teoria da estabilidade hegemônica, proposta inicialmente pelo economista Charles Kindleberger¹⁹⁴ e absorvida pelo campo das Relações Internacionais e da teoria dos regimes por autores como Robert Gilpin. Refletindo sobre a década de 1930, esses autores concluíram que o vácuo de poder no sistema internacional deixado pelo declínio da Grã-Bretanha e pela liderança ainda relutante dos Estados Unidos criou um ambiente permissivo para o nacionalismo econômico que agravou a Grande Depressão daquele período e contribuiu para a deflagração da guerra. A manutenção de uma ordem econômica internacional liberal dependeria, portanto, da atuação de uma potência hegemônica, que tivesse capacidade e vontade para promover e proteger bens coletivos internacionais de natureza econômica, como o livre comércio, o fluxo transnacional de capitais e a estabilidade das taxas de câmbio. O sistema internacional aberto tenderia a retroceder, em contrapartida, com o declínio da potência hegemônica.

A teoria da estabilidade hegemônica não se enquadra com exatidão na escola neorealista. Em primeiro lugar, sua explicação para o surgimento e manutenção da ordem liberal não é puramente sistêmica, uma vez que as características internas da potência hegemônica e os valores por ela defendidos são relevantes para a teoria (tanto a Grã-Bretanha, no século XIX, quanto os Estados Unidos desde o pós-guerra são Estados que praticam o liberalismo internamente). A teoria da estabilidade hegemônica tampouco é puramente racionalista ou utilitarista, ao menos no curto prazo, pois eventuais interesses imediatos da principal potência devem ser sacrificados em favor do sistema. A teoria, contudo, recebe a influência do neorealismo na medida em que, como se verá adiante na subseção sobre o construtivismo, dispensa atenção limitada à discussão sobre o conteúdo da “ordem econômica liberal” exaltada por seus adeptos. Assim, a importância atribuída na teoria à índole liberal da organização interna da potência hegemônica é bastante superficial. Os Estados Unidos substituem mecanicamente a Grã-Bretanha à frente do sistema, apesar das diferenças consideráveis entre os dois países e entre os sistemas e regimes vigentes, respectivamente, nos períodos anterior e posterior ao pós Segunda Guerra Mundial.

¹⁹⁴ C. P. Kindleberger. *The World in Depression, 1929-1939*. 2a ed. Berkeley: University of California Press, 1986. *Apud* Kindleberger. *Manias, Pânicos e Crashes ...*, 2000, pág. 242.

Além disso, a ênfase da teoria da estabilidade hegemônica na estrutura de poder subjacente à ordem liberal leva alguns autores a discutirem seu status como uma autêntica teoria de regimes. A teoria de regimes teria sido desenvolvida em parte como uma alternativa consciente à teoria da estabilidade hegemônica, como forma de demonstrar que os regimes internacionais adquirem vida própria, independente dos fatores causais que levaram a sua criação,¹⁹⁵ o que é negado pela teoria realista.

Como dito acima, a função estabilizadora descrita por Kindleberger caberia, no pós-guerra, aos Estados Unidos, que se tornaram absolutamente dominantes dos pontos de vista econômico e militar. Os Estados Unidos, de fato, protagonizaram as negociações sobre o regime de Bretton Woods e conseguiram consolidar o dólar como a moeda central do sistema, apesar das resistências de John Maynard Keynes, que preferia um sistema que não girasse tanto em torno da moeda norte-americana.¹⁹⁶ Se não havia dúvida quanto à primazia norte-americana nesse momento, satisfazendo a primeira “condição” realista para a sobrevivência dos regimes, poderia ser questionado se o regime financeiro internacional que se criava oferecia aos Estados Unidos benefícios suficientes para que a superpotência se dispusesse a desempenhar a função de garante do sistema. A liderança envolvia custos e o sacrifício de interesses de curto prazo em nome da estabilidade do sistema. Como exposto na seção anterior, os Estados Unidos teriam que reativar a economia dos países europeus e do Japão mediante a absorção de suas exportações e a assistência financeira. No entanto, prevaleceu a percepção entre os norte-americanos de que tais custos seriam mais do que compensados pelas vantagens de longo prazo do estabelecimento do regime.

O objetivo de todo Estado no sistema econômico internacional seria obter aumentos da utilidade econômica, crescimento, estabilidade social e peso político. O regime de Bretton Woods era atrativo para os Estados Unidos porque proporcionava essas vantagens a baixo custo, pelo menos enquanto a supremacia americana era inequívoca.¹⁹⁷

A primeira vantagem seria política. O regime conferia posição privilegiada aos Estados Unidos no processo decisório do FMI, como o detentor do maior número de quotas do fundo, e, por conseguinte, influência sobre a política monetária das demais partes do sistema que pudessem provocar desequilíbrios nos balanços de pagamentos e ameaçar o princípio da estabilidade das taxas de câmbio. Além disso, o regime financeiro internacional

¹⁹⁵ Hasenclever, Mayer e Rittberger, op. cit., págs. 86-87

¹⁹⁶ Ruggie, “...Embedded liberalism in the postwar economic order”, 1982, pág. 204.

¹⁹⁷ Ver Peter J. Katzenstein, Robert O. Keohane e Stephen D. Krasner. “International Organization and the Study of World Politics”. *International Organization*, MIT, vol. 52, nr. 4, 1998, pág. 21.

auxiliava, por meio dos créditos do FMI aos países da Europa devastados pela guerra, somados aos recursos do Plano Marshall, a política de contenção do comunismo desde o final dos anos de 1940. Havia um sentimento generalizado de que a fragilidade econômica do Ocidente o tornaria vulnerável a ameaças comunistas internas e à pressão externa da União Soviética.¹⁹⁸

Do ponto de vista econômico, os benefícios do regime de Bretton Woods para os Estados Unidos incluíam o já mencionado “direito de senhoriação” e a normalização das relações econômicas (fluxos de comércio e de capitais) no pós-guerra, contribuindo, para a criação de mercados para as exportações e investimentos americanos. De certo modo, essa última vantagem do regime seria contraditória com a tese realista de que apenas os ganhos relativos importam para os Estados. Afinal, a política norte-americana foi responsável pela restauração da economia da Europa e do Japão, que reduziram, com o passar do tempo, sua defasagem produtiva e tecnológica em relação aos Estados Unidos. Alguns representantes da escola chegam a afirmar que os ganhos relativos teriam maior importância nas relações binárias¹⁹⁹ (a corrida nuclear entre os Estados Unidos e a União Soviética, por exemplo) ou quando a perda de poder relativo compromete a capacidade futura do Estado de assegurar ganhos absolutos.²⁰⁰

Se a supremacia norte-americana e a percepção de vantagens políticas e econômicas pelos Estados Unidos constituíam os fatores de sustentabilidade do regime de Bretton Woods, o declínio relativo dos Estados Unidos e uma crescente insatisfação daquele país com os custos da liderança foram identificados pelos teóricos realistas e da estabilidade hegemônica como as causas do definhamento do sistema financeiro internacional a partir do final da década de 60, sobretudo a partir de 1971, quando o Governo norte-americano decretou o fim da conversibilidade entre o dólar e o ouro. A preocupação com ganhos relativos, que estivera em segundo plano no imediato pós-guerra nas relações com os países da Europa e o Japão, recobrou importância nesse período, à medida que aqueles países passaram a representar desafios reais à hegemonia americana. Não se tratava mais de lidar com economias em estado de colapso iminente, confrontadas com uma União Soviética hostil, mas com países que exibiam taxas de crescimento econômico superiores à dos Estados Unidos e rendas per capita que se aproximavam rapidamente do nível americano, num contexto de arrefecimento da

¹⁹⁸ Spero e Hart, *The Politics...*, 1997, pág. 3.

¹⁹⁹ Snidal, *apud* Ruggie, *Costructing the World Polity...*, 1998, pág. 10.

²⁰⁰ Robert Powell, *apud* Katzenstein, Keohane e Krasner, *op. cit.*, pág. 23.

Guerra Fria, o que diminuía a dependência de europeus e japoneses da proteção americana.²⁰¹ Do ponto de vista dos Estados Unidos, o dólar forte atrelado ao ouro, sobre o qual estava baseado o regime, passou a ser visto como o financiamento do superávit comercial da Alemanha e do Japão, em prejuízo dos produtores e exportadores americanos e da competitividade de longo prazo da economia.

O crescente equilíbrio de poder, seguindo-se o raciocínio implícito na teoria da estabilidade hegemônica, seria, num sistema internacional anárquico, prejudicial ao regime. Não havendo uma autoridade superior aos Estados para arbitrar os conflitos de interesses e na impossibilidade de um deles impor sua vontade aos demais, cada país voltou a definir sua política monetária e sua taxa de câmbio desconsiderando a dos outros. Depois de 1971, houve tentativas erráticas de coordenação de políticas monetárias, como o acordo do Hotel Plaza (Nova York), em 1985, em que os Ministros das Finanças do G-7 reconheceram a necessidade de ampliar a coordenação de políticas e as intervenções nos mercados de câmbio. Os realistas têm, entretanto, uma visão pessimista dos esforços de coordenação de políticas monetária e cambial e tratam a sobrevivência de instituições como o FMI e o Banco Mundial como fenômenos superficiais, que não mais explicam a política financeira internacional. Como afirmam Spero e Hart, declarações de objetivos e ação política são coisas diferentes e a coordenação das políticas fiscal e monetária daqueles países não se firmou.²⁰²

A capacidade do regime de subsistir face aos desafios contemporâneos, ressaltados no capítulo anterior, dependeriam, para os teóricos da estabilidade hegemônica, de uma avaliação sobre o *status* americano no mundo pós-Guerra Fria e também após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos. Confirmaram-se as tendências de declínio relativo dos Estados Unidos que se insinuavam já no final da década de 60 e foram objeto de grande debate entre meados da década de 80 e início da década de 90? Ou os Estados Unidos vêm logrando uma recuperação desde meados da década de 90, que contribui para reafirmar a unipolaridade no campo político, com o desaparecimento do inimigo soviético, e uma superioridade inequívoca no plano econômico? Depois do 11 de setembro, as evidências apontam para um fortalecimento do poder americano no plano político, não obstante os desacordos com aliados. Na dimensão econômica, contudo, os Estados Unidos atravessam, para alguns analistas, um período de expansão econômica prejudicado pela deterioração de importantes indicadores de vulnerabilidade – déficit público e déficit em conta corrente -, o

²⁰¹ Spero e Hart, op. cit., pág. 17.

²⁰² *Ibid.*, pág. 40.

que tem feito ressurgir previsões sobre o declínio relativo do país. Além disso, não se sabe ainda o impacto da criação da moeda única européia, em curso desde janeiro de 2002 (desde 1999 como moeda escriturária) e que representa uma zona econômica de dimensão equivalente à americana, sobre a influência dos Estados Unidos no regime financeiro internacional.

Colocadas todas essas indagações em perspectiva, se a conclusão for de que os Estados Unidos estão mais fortes do que no passado recente ou permanecem pelo menos tão fortes em termos relativos, um teórico da estabilidade hegemônica tenderá a ser otimista em relação à permanência de um regime financeiro internacional estável e aberto. A prevalecer a conclusão oposta, de que as tendências não ameaçam a superioridade americana no curto prazo, mas sinalizam uma perda relativa de capacidade por parte da superpotência, o regime financeiro internacional correria o risco de soçobrar rapidamente, na ausência de uma força superior para arbitrar os conflitos e estimular ou coagir as demais unidades a cumprirem as normas do regime.

Cabe perguntar se é concebível um pensamento realista não-hegemônico sobre os regimes internacionais, isto é, que admitisse a possibilidade de gestão multilateral do regime, ainda que por um grupo pequeno de países. Se tomamos o pensamento de um realista clássico como Henry Kissinger, que leva em conta fatores ideacionais na configuração da estrutura internacional, a resposta pode ser afirmativa, muito embora a atenção daquele autor não esteja concentrada no regime internacional de finanças. Para Kissinger, os Estados Unidos se descobrem num mundo cada vez mais parecido com a Europa do século XIX, mas agora em escala global.²⁰³ Um mecanismo de governança e de cooperação em que um equilíbrio de poder é reforçado por um sentimento de compartilhamento de valores poderia desenvolver-se. Se esses valores forem os da liberdade de capitais e da estabilidade, o sistema teria chances de se perpetuar, com modificações no seu processo decisório para dar conta da crescente importância da Europa e do Japão – pode-se dizer, em resposta, que o G-7 já reflete essa realidade – e, eventualmente, de alguns países em desenvolvimento.

Para um teórico da estabilidade hegemônica, a subsistência ou não do regime estaria condicionada, ainda, à vontade dos Estados Unidos de exercer a liderança, sacrificando, muitas vezes, interesses de curto prazo em nome da manutenção do sistema. A atitude da superpotência tem sido ambígua nesse aspecto, sobretudo desde 2001, quando se iniciou a

²⁰³ Henry Kissinger. *Diplomacy*. Nova York: Ed. Simon & Schuster, 1994, pág. 834.

administração de George W. Bush. Na subseção a seguir, se buscará demonstrar, contudo, que a retórica por vezes “isolacionista” do governo norte-americano, destinada possivelmente a agradar o público interno, não tem prejudicado, de forma decisiva, sua atuação na prevenção e administração das crises financeiras que irromperam dos anos 1990 em diante, seja mediante a participação no socorro a países emergentes endividados sujeitos a ataques especulativos, seja mediante o estímulo ao cumprimento das regras do regime por parte de seus membros.

3.3.1.a. Os Estados Unidos e as crises financeiras desde os anos 1990 (1994-2001)

As crises financeiras ocorridas desde o início da década de 90 são analisadas por alguns teóricos realistas da estabilidade hegemônica sob a ótica do recuo da liderança americana. O fim da Guerra Fria, ao mesmo tempo em que gerou crescimento exponencial dos fluxos comerciais e financeiros internacionais, teria abalado as fundações políticas e institucionais que garantiam o interesse dos Estados Unidos na manutenção da ordem econômica liberal por cima de seus interesses locais e setoriais, em especial a estratégia de combate ao comunismo. Com o esfacelamento do inimigo soviético, teria havido uma espécie de “desengajamento” dos Estados Unidos das questões econômicas de interesse global, ou uma dissipação do interesse americano na solidez do regime, num momento histórico em que a expansão do comércio e do investimento internacionais exigiriam maior empenho dos Estados Unidos e das grandes potências pelo fortalecimento do regime financeiro internacional.²⁰⁴

Uma primeira crítica que se pode fazer a esse raciocínio é que o regime financeiro internacional não foi concebido unicamente – sequer primariamente – para fazer frente ao desafio soviético. Até pela cronologia dos eventos, a Conferência de Bretton Woods precedeu o fim da II Guerra Mundial e sua principal preocupação era evitar a repetição dos acontecimentos da década de 30, em que a depressão econômica contribuiu para o recrudescimento das tensões mundiais.

Os indicadores do retrocesso da liderança americana seriam, de um lado, uma política monetária e cambial indiferente às necessidades da economia mundial e voltada apenas para o objetivo de crescimento com estabilidade da economia americana e, de outro, uma atitude de não-envolvimento na solução das crises financeiras sistêmicas. Os indícios colhidos na

²⁰⁴ Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism...*, 2000, págs. 9-12.

elaboração deste estudo não corroboram, no entanto, a tese do “desengajamento” norte-americano. Não será feita, nesta etapa, uma avaliação do êxito ou dos equívocos das políticas voltadas aos países assolados por crises financeiras no período selecionado. O tema, aqui, é a disposição dos Estados Unidos de contribuir de forma preponderante para a prevenção ou administração daquelas crises, em prejuízo de interesses econômicos ou políticos de curto prazo, bem como de demandas de grupos de pressão internos. Pode-se adiantar, apenas, que as avaliações críticas sobre os resultados das políticas praticadas em seguimento a acordos com o FMI foram possivelmente exageradas, se tivermos em mente seus efeitos de médio e longo prazo. O México e a Coréia do Sul, por exemplo, exibiram taxas de crescimento robustas após um período inicial de recessão. No capítulo seguinte da presente dissertação, a eficiência das políticas mencionadas será objeto de atenção mais detalhada, no contexto da literatura sobre governança financeira internacional.

Em 1994-1995, durante a crise mexicana, os Estados Unidos puseram à disposição do Governo mexicano cerca de US\$ 20 bilhões como parte de um pacote de US\$ 50 bilhões articulado em conjunto com o FMI. Mais importante do que as cifras envolvidas no socorro ao país, vale recordar as circunstâncias em que a ajuda foi prestada. Em meio a críticas de representantes do Congresso americano, relutantes em utilizar reservas do país para resgatar investidores incautos e um Governo que praticava políticas irresponsáveis (*moral hazard*), a Administração Clinton sacou os recursos para o México do Fundo de Estabilização Cambial (“Exchange Stabilization Fund – ESF”), cuja função primária seria prevenir a própria economia americana contra choques externos. O montante que sobrou no ESF após a retirada dos US\$ 20 bilhões em favor do México era de apenas US\$ 18 bilhões.²⁰⁵ Desse ponto de vista, é inegável que o Governo norte-americano sacrificou interesses internos de curto prazo em benefício da estabilidade do sistema, então sob a ameaça do contágio da crise mexicana, conhecido como “efeito tequila”.

Entretanto, é válido afirmar que havia em jogo interesses de curto prazo dos Estados Unidos que poderiam ser prejudicados por uma eventual recusa em prestar assistência financeira da magnitude mencionada ao México. Ao mesmo tempo em que setores produtivos

²⁰⁵ Segundo J. Bradford de Long, “The legislation governing use of the ESF assumed that it would be used for short-term exchange market interventions to stabilize the dollar's value in terms of a basket of other major international reserve currencies” (“The Mexican Peso Crisis: In Defense of U.S. Policy Towards Mexico”, 1996, loc. cit.). A utilização de recursos do ESF foi determinada por decreto executivo, isto é, sem a aprovação do Congresso americano, de forma que a administração Clinton foi impelida a assumir solitariamente um eventual malogro da assistência financeira ao México. Ver a propósito, também, Rubin e Weisberg, *In an Uncertain World...*, Capítulo 1.

ou da sociedade civil com pouco a perder em caso de colapso da economia mexicana protestavam contra o programa de ajuda, outros setores, indivíduos e empresas, especialmente investidores financeiros e exportadores para o México, tinham interesse em que não houvesse interrupção do fluxo de pagamentos do México para os Estados Unidos. O Governo norte-americano, portanto, também recebeu pressões de “constituencies” internas com fortes ligações econômicas com o México. Uma outra preocupação de curto prazo era a imigração. Temia-se que uma crise de maiores proporções na economia mexicana pudesse intensificar o já descontrolado fluxo migratório para os Estados Unidos.

Deve-se mencionar, ainda, que estava em questão um interesse de longo prazo dos Estados Unidos, porém relacionado apenas remotamente com a estabilidade sistêmica ou com a manutenção de uma ordem econômica internacional liberal. Em 1993, o Governo de Bill Clinton havia investido considerável capital político na aprovação pelo Congresso norte-americano do Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA), que suscitara receios, internamente, de transferência de empregos de baixa remuneração e qualificação para o México, além de uma “corrida ao fundo do poço” (*race to the bottom*), isto é, uma pressão para a redução dos padrões sociais e trabalhistas nas empresas americanas, com vistas a enfrentar a competição mexicana.²⁰⁶ A operação de salvamento da economia mexicana foi movida, em razoável medida, pela necessidade de reafirmar a viabilidade do projeto de integração da América do Norte, que poderia ser solapada por um colapso das relações financeiras e do comércio com o México, apresentando elevado custo político para o Presidente Clinton.

As medidas de política econômica interna dos Estados Unidos, sobretudo de política monetária, a cargo da Reserva Federal americana (“Fed”), revelam uma disposição menos óbvia de evitar efeitos negativos em outros países, no México em particular. Isso não significa que o Fed tenha tomado decisões plenamente consciente de seu impacto negativo sobre o país vizinho. Parece ter havido, porém, uma atitude de negligência em relação à possibilidade de repercussões deletérias no nível internacional de decisões de política econômica interna, o que

²⁰⁶ J.B. de Long (op. cit.) faz a seguinte avaliação sobre os possíveis malefícios do NAFTA para os Estados Unidos: “NAFTA would not destroy America's job base, but shift it very marginally in the direction of higher-paying occupations and industries. NAFTA would not curb America's control over its own labor and environmental policies. NAFTA would not swamp America's labor force with immigrants, turning America's lower middle class into working poor (if anything, faster Mexican development would *diminish* immigration from Mexico to the U.S.). Low-quality Mexican goods would not explode in America's kitchens. Low wages in Mexico seemed an argument for *increasing* trade with Mexico, to raise demand so that Mexican employers must scramble for workers, and so bid up wages”. Sobre o conceito de “race to the bottom”, ver Bhagwati, *In Defense of Globalization*, 2004, pág. 22.

condiz com a tradição do órgão de subordinar preocupações internacionais a considerações domésticas.²⁰⁷ Num mundo de crescente mobilidade de capitais, as decisões do Fed têm um impacto sobre o fluxo de recursos em direção aos países emergentes e, conseqüentemente, sobre o financiamento de seus compromissos externos. Um aumento da taxa de juros nos Estados Unidos melhora a rentabilidade dos títulos emitidos pelo Governo norte-americano, que já são normalmente considerados os mais seguros do mundo, obrigando os agentes do mercado a reestruturarem suas carteiras de investimento, em prejuízo das aplicações em países emergentes, que, além de oferecerem menor segurança - isto é, garantia de pagamento - apresentam, com um aumento dos juros americanos, uma rentabilidade relativa menor. Além disso, a elevação dos juros nos Estados Unidos incentiva um aumento dos juros em todos os outros países, como forma de evitar perdas de investimentos privados.

Assim como a crise da dívida latino-americana na década anterior fora precipitada pela forte elevação das taxas de juros nos Estados Unidos a partir de 1979, promovida pelo então Presidente do “Fed”, Paul Volcker, a crise mexicana de 1994-95 também foi agravada pelo aumento dos juros norte-americanos em 1994, promovido novamente em resposta a um suposto risco de aumento da inflação nos Estados Unidos, embora tanto o risco inflacionário quanto a elevação conseqüente dos juros tenham sido de dimensão muito inferior à da década precedente.²⁰⁸

A atuação dos Estados Unidos na crise asiática teve características diferentes, mas tampouco confirma a assertiva de Gilpin de que na década de 1990 o Governo norte-americano se teria omitido no cumprimento de suas responsabilidades internacionais. A análise do caso asiático é complicada pelos pesos diferenciados para a economia mundial e para os Estados Unidos dos vários países envolvidos na crise. Mais ainda do que a crise do México, a crise nos países asiáticos oferecia riscos sistêmicos, tendo começado na Tailândia e se alastrado a outros países pelo mecanismo do contágio.

²⁰⁷ Jim Saxton e Robert E. Keleher (Saxton era membro do Congresso americano e Vice-Presidente do Comitê Econômico Conjunto quando foi elaborado o documento e Keleher seu principal assessor para assuntos macroeconômicos). “International Dimensions to U.S. Monetary Policy”. Documento do Comitê Econômico Conjunto do Congresso dos Estados Unidos, 2000, pág. 1. Disponível em www.house.gov/jec/fed/intern/pdf. Último acesso em: 26/7/2004.

²⁰⁸ Edwards e Savastano contrastam o “estreitamento das condições monetárias nos Estados Unidos - que aumentou o piso para as taxas mexicanas” e a decisão do Banco do México, em 1994, de “evitar aumentos adicionais das taxas internas de juros”, substituindo, no vencimento, os títulos existentes por *Tesobonos* atrelados ao dólar, medida que acabou aumentando a vulnerabilidade externa do país (“O Peso Mexicano após a Crise Monetária de 1994”. In: Krugman (ed.), *Crises Monetárias*, 2001, pág. 224.

Ademais, o papel dos Estados Unidos deve ser analisado, como no caso do México, à luz de considerações mais amplas, tanto de curto prazo, em especial o grau de exposição de investidores norte-americanos às economias asiáticas, quanto de longo prazo, inclusive interesses de natureza político-estratégica. Na Coreia do Sul, por exemplo, entraram em cena preocupações de natureza estratégia ou de segurança. Para setores do Governo norte-americano, como o Departamento de Estado, era necessário evitar a qualquer custo a instabilidade e o ressentimento em relação aos Estados Unidos na fronteira mais sensível, não mais da Guerra Fria, mas da proliferação nuclear. Considerações de ordem semelhante foram suscitadas menos de um ano depois, quando o Governo norte-americano estudava como lidar com o desfalque declarado pelo Governo russo e a crise financeira que a ele se seguiu.²⁰⁹

A notoriedade do risco de colapso financeiro global é suficiente, entretanto, para se presumir que o Governo dos Estados Unidos, por ocasião da crise asiática, agiu essencialmente movido para preservar a integridade do regime financeiro internacional. Os fatos autorizam, nesse sentido, um diagnóstico menos pessimista do que o proposto por Gilpin. Em termos da participação nas ações de socorro aos países asiáticos afligidos por crises, os Estados Unidos contribuíram com recursos próprios em todos os programas patrocinados pelo FMI e tiveram influência expressiva na definição da agenda de reformas e políticas econômicas que seriam adotadas no âmbito dos referidos programas.

Os programas de assistência financeira a Coreia, Indonésia e Tailândia²¹⁰ mobilizaram recursos totais de US\$ 125,3 bilhões, dos quais US\$ 40,1 bilhões oriundos do FMI, US\$ 26,9 bilhões de outras fontes multilaterais (Banco Mundial e Banco de Desenvolvimento Asiático) e US\$ 58,3 bilhões de ajuda bilateral. A Tailândia, primeiro país a enfrentar a crise, em julho de 1997, celebrou com o FMI um acordo de empréstimo no valor de US\$ 17,2 bilhões, US\$ 10,5 bilhões dos quais fruto de assistência bilateral, sobretudo do Japão, que contribuiu com US\$ 4 bilhões. Os Estados Unidos não participaram desse pacote com recursos próprios, mas exerceram forte influência no âmbito do Fundo pela concessão de ajuda ao país.²¹¹ O acordo entre a Indonésia e o FMI atingiu o valor de US\$ 49,7 bilhões de dólares, inclusive US\$ 3 bilhões provenientes dos Estados Unidos e US\$ 5 bilhões do Japão. Na Coreia, por fim, o

²⁰⁹ Rubin e Weisberg, *In an Uncertain World...*, pág. 230.

²¹⁰ Outros países, como a Malásia, sofreram os efeitos da crise, mas não celebraram acordos com o FMI, preferindo soluções internas heterodoxas, como a adoção de controles sobre o movimento de capitais.

²¹¹ Rubin afirma que os Departamentos de Estado e de Defesa defenderam a utilização, como no México, de recursos do ESF para socorrer a Tailândia, aliado político no Sudeste Asiático. Foram vencidos, no entanto, pelo Departamento do Tesouro, chefiado por Rubin, que favorecia um amplo pacote do FMI, associado a fortes medidas de reforma (*In an Uncertain World...*, 2003, pág. 219).

acordo somou US\$ 58,4 bilhões e abrangeu US\$ 23,1 bilhões provenientes de um grupo de países (o montante da contribuição dos Estados Unidos não foi encontrado).²¹²

A crise russa se diferenciou das anteriores pelo fato de o Governo de Boris Yeltsin ter declarado uma moratória de 90 dias do pagamento da dívida externa, em agosto de 1998, o que gerou grande apreensão da comunidade internacional em relação à sustentabilidade das reformas em direção à economia de mercado. Cerca de um mês antes, em julho, havia sido celebrado um acordo com o Governo russo no valor de US\$ 22,6 bilhões - dos quais US\$ 15,1 bilhões são provenientes do FMI, US\$ 6 bilhões do Banco Mundial e US\$ 1,5 bilhões do Governo japonês.²¹³

A crise russa, mais do que qualquer outra, poderia ter repercussões na esfera política. Há evidências de que o Governo norte-americano considerava seriamente a possibilidade de um colapso econômico levar a uma mudança de regime e à ascensão ao poder no Kremlin de lideranças hostis aos Estados Unidos. A decisão de aportar recursos do ESF à assistência financeira em favor da Rússia teve de levar em consideração, no entanto, a baixa probabilidade de sucesso do esforço russo, em conjunto com o FMI, para voltar à normalidade financeira. Ao contrário das economias asiáticas, que apresentavam alguns indicadores econômicos sólidos antes da crise, como baixo déficit público e elevada taxa de poupança, além de uma história recente de expansão econômica capitalista, a Rússia, nos anos anteriores, tinha sido, durante a maior parte do tempo, apenas uma fonte de preocupação para a comunidade internacional.

Alguns setores do Governo norte-americano, ligados às políticas externa e de defesa, defendiam que os Estados Unidos fizessem todo o possível para evitar uma catástrofe econômica na Rússia, ainda que a probabilidade de êxito fosse baixa. Isso daria, qualquer que fosse o resultado, uma demonstração por parte dos Estados Unidos da sua vontade tanto de liderar quanto de cooperar, diminuindo as tensões no relacionamento com a Rússia. Assim como na crise da Tailândia, prevaleceu, contudo, a posição do Departamento do Tesouro, no sentido de apoiar a implementação do acordo com o FMI, estimular reformas econômicas

²¹² As fontes dos dados são o estudo do FMI “Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF”. Disponível em www.imf.org. Acesso em: 15/04/2004. Outra fonte foi o artigo de Radelet e Sachs, “O despontar da crise financeira do Leste Asiático”. In: Paul Krugman (ed.), op. cit., pág. 163.

²¹³ Ariel Cohen, Marshall I. Goldman, John P. Hardt, e Roger W. Robinson, Jr., “The Meaning of the Russian IMF Bailout”. Heritage Lecture nr. 626. Washington: The Heritage Foundation, 1998. Disponível em <http://www.heritage.org/Research/RussiaandEurasia/hl626.cfm>. Acesso em: 17/4/2004.

estruturais, mas não comprometer recursos próprios no pacote de ajuda, sobretudo após a decretação da moratória de agosto de 1998.²¹⁴

Durante as crises asiática e russa, ao contrário do que ocorreu por ocasião da crise mexicana, a política monetária do Fed foi fundamental para a preservação da liquidez nos mercados internacionais. Argumenta-se que as turbulências financeiras de 1997-98 teriam convencido o banco central norte-americano a retardar o aumento da taxa de juros nos Estados Unidos – e até a reduzi-la em três oportunidades, no outono de 1998 –, quando os números da economia americana possivelmente recomendavam o contrário.²¹⁵ De grande importância para o propósito desta análise é o fato de as considerações internacionais terem tido um papel explícito nas decisões do banco central norte-americano. Para observadores da instituição, há evidências de que as reduções na taxa de juros promovidas em 1998 levaram em conta os impactos globais da política monetária americana e as responsabilidades implícitas da instituição como “emprestador de última instância” no nível internacional, em razão do *status* do dólar como moeda de reserva.²¹⁶

Os Estados Unidos também tiveram uma disposição cooperativa em relação ao Brasil na crise que culminou na desvalorização do real, em janeiro de 1999. Em virtude da contigüidade com a crise russa, não há necessidade de examinar a correlação entre a política monetária do Fed e as turbulências por que passava o Brasil nesse período. O principal indicador da atuação positiva dos Estados Unidos na crise brasileira consiste, portanto, no empenho para articular a assistência financeira ao país, com a finalidade de arrestar e compensar a saída de capitais nos últimos meses de 1998 e no início de 1999, quando se instalou definitivamente uma crise de confiança na manutenção do regime de câmbio administrado. Em novembro de 1998, foi articulado um programa de ajuda ao país, no valor de US\$ 41 bilhões de dólares, dos quais US\$ 18 bilhões oriundos do FMI, US\$ 4,5 bilhões de

²¹⁴ Uma vez mais, Rubin, embora um participante do processo, parece expor de forma equilibrada o debate interagencial sobre a crise russa (op. cit., capítulo 10, págs. 272 a 297).

²¹⁵ O famoso discurso do Presidente do Fed, Alan Greenspan, sobre a exuberância irracional nos mercados de capitais nos Estados Unidos, foi proferido em 5 de dezembro de 1996 (“Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research”, Washington, D.C. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm. Acesso em: 20/4/2004). É preciso registrar, entretanto, que a famosa expressão, divulgada pelos meios de comunicação como uma avaliação de Greenspan sobre a realidade de então, foi, na verdade, uma pergunta (“But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade?”).

²¹⁶ Saxton e Keleher, “International Dimensions to U.S. Monetary Policy”, 2000, pág. 9. Os autores citam depoimento de Allen Sinai, para quem “The Greenspan Federal Reserve appears to have shifted regime, operating with a new policy framework that takes the world economy and financial system into account, viewing the U.S. as one component of this system.”

outras fontes multilaterais (Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID), US\$ 7,5 bilhões de países da Comunidade Européia e US\$ 5 bilhões dos Estados Unidos.²¹⁷

O pacote não evitou a desvalorização do real e continha uma série de condicionalidades, sobretudo em termos de saneamento das finanças públicas (superávits primários de 2,6%, 2,8% e 3% do PIB, respectivamente em 1999, 2000 e 2001).²¹⁸ O que está em questão aqui, no entanto, é a disposição do Governo norte-americano em assumir os custos de manutenção da estabilidade do sistema financeiro internacional e de fazer valer as regras do regime vigente, que prevêm auxílio a um país com dificuldades em seu balanço de pagamentos, mas também medidas macroeconômicas corretivas, que assegurem o pagamento futuro das dívidas e evitem a reincidência de problemas nas contas externas. Essa disposição dos Estados Unidos de cooperar e liderar, num momento de crise com possíveis efeitos sistêmicos, foi, assim, novamente confirmada por sua atuação na crise brasileira de 1999.

O caso da Argentina, em 2000-2001, teve particularidades que devem ser consideradas ao formar-se um juízo sobre o engajamento dos Estados Unidos na prevenção da crise que resultou na desvalorização do peso, em dezembro de 2001; na sua administração posterior; e na contenção de seus efeitos sistêmicos.

Em primeiro lugar, a Argentina experimentou uma crise de longa duração, no curso da qual houve várias negociações e acordos com o FMI, o que levou alguns especialistas a denominarem-na de “crise múltipla”.²¹⁹ O episódio final - isto é, a quebra do regime de paridade fixa em relação ao dólar e a conseqüente desvalorização do peso - fora de tal modo antecipado pelos agentes econômicos que a crise gerou efeitos sistêmicos mínimos, se é que produziu algum, inclusive no Brasil. Em segundo lugar, havia, no caso argentino, mais do que nas situações anteriores (com a possível exceção da Rússia), uma dúvida genuína sobre a eficácia técnica de um acordo que envolvesse ajuda financeira ao país, tão graves eram os desequilíbrios fiscais e financeiros que caracterizavam aquela economia (com a clara

²¹⁷ Sobre a distribuição do montante do pacote entre países e instituições multilaterais, ver “Brazil gets \$41 bn aid package” (BBC News, Londres, 13 de novembro de 1998. Disponível em http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/the_economy/213668.stm . Último acesso em: 26/7/2004.

²¹⁸ Fonte: “IMF World Economic Outlook”. Washington: FMI, 1999, Capítulo 2, pág. 29. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/0599ch2.pdf> . Acesso em: 25/4/2004.

²¹⁹ Guillermo Perry e Luís Servén, “The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?”. “Draft” de texto para o National Bureau of Economic Research – NBER, 2002. Disponível em: www.stern.nyu.edu/globalmacro/countries/argentina_research.html . Último acesso em: 26/7/2004.

diferença que a Argentina não tem a importância estratégica de que se reveste a Rússia). Finalmente, o ápice da crise argentina ocorreu num momento de transição entre as administrações Clinton e Bush nos Estados Unidos, o que prejudicou a coerência da política norte-americana em relação ao país.

Não obstante a retórica por vezes hostil do Governo norte-americano, sobretudo do primeiro Secretário do Tesouro de George W. Bush, Paul O' Neill,²²⁰ os Estados Unidos, no âmbito do FMI, prestaram a assistência de praxe ao país, mesmo diante da alta probabilidade de fracasso de qualquer pacote de socorro. Em dezembro de 2000, foi celebrado um acordo entre a Argentina e o FMI no valor total de US\$ 39,7 bilhões, dos quais US\$ 13,7 bilhões provenientes do FMI, US\$ 5 bilhões de outras fontes multilaterais, US\$ 1 bilhão do Governo espanhol – devido ao elevado grau de exposição dos bancos espanhóis em relação ao setor financeiro argentino – e o restante, cerca de US\$ 20 bilhões, originados de fontes privadas.²²¹ Em setembro de 2001, o Conselho Executivo do FMI ampliou o crédito do país dos US\$ 13,7 bilhões iniciais para US\$ 21,7 bilhões.²²²

Tendo em vista o tamanho da economia argentina, a assistência organizada pelo FMI foi de valor considerável. Neste caso, é provável que a crise tenha eclodido pelas razões internas normalmente associadas ao caso argentino, como a rigidez excessiva do modelo de paridade cambial com o dólar, que acumulou distorções em seus dez anos de vigência, e o excessivo endividamento público. Não se pode negar, entretanto, que, em 2000-2001, a economia mundial também atravessava uma conjuntura desfavorável. Em 2000, a economia norte-americana iniciou um processo de desaquecimento, induzido, de um lado, pela política monetária restritiva do “Fed”, motivada por preocupações internas com o aumento da inflação, e, de outro lado, pelo estouro da “bolha” nos mercados de capitais dos Estados Unidos, que aumentou a aversão ao risco dos investidores. A taxa de juros norte-americana,

²²⁰ "Estamos trabalhando para encontrar uma Argentina sustentável, não uma Argentina que continue a consumir o dinheiro de carpinteiros e encanadores americanos que ganham US\$ 50 mil por ano e se perguntam que diabos estamos fazendo com seu dinheiro" (Thomas Trauman. "A verdadeira voz da América". *Revista Época* Edição 215, 1/7/2002. Disponível em: <http://revistaepoca.globo.com/Epoca/0,6993,EPT343780-2011,00.html>. Acesso em: 26/7/2004.

²²¹ Fonte: "Statement by IMF Managing Director Horst Köhler on Agreement on Strengthened Argentine Program". *News Brief* 00/117. Washington: FMI, 18 de dezembro de 2000. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/nb/2000/nb00117.htm>. Acesso em: 2/5/2004. Joseph Stiglitz denomina o engajamento do setor privado de “bail-in”, isto é, a participação no esforço de assistência financeira de investidores com interesses ou elevada exposição num determinado país (*Globalization and Its Discontents*, 2003 (2002), págs. 203-205).

²²² Fonte: "IMF Augments Argentina Stand-by Credit to \$ 21.57 billion, and completes Fourth Review". *Press Release* 01/37, 7 de setembro de 2001. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2001/pr0137.htm>. Acesso em: 2/5/2004.

entretanto, atingiu um pico em meados de 2000 – 6,5% - e voltou a cair a partir do início de 2001. Em dezembro de 2001, ela já estava novamente num nível baixo, em parte como resposta às dificuldades econômicas decorrentes dos atentados de 11 de setembro daquele ano.²²³

3.3.2. Institucionalismo neoliberal

Seguindo a proposta de Hasenclever de classificar as escolas teóricas segundo seu grau de institucionalismo, pode-se dizer que o institucionalismo neoliberal está um patamar acima do realismo. As diferenças entre as duas correntes são menores, contudo, do que seus nomes sugerem. Ambas coincidem, sobretudo, em relação às premissas de orientação racionalista e sistêmica. Os Estados, nesse contexto, são os principais atores no sistema internacional, cujas preferências são estabelecidas *a priori* e de fora para dentro, pela lógica da competição internacional, e que atuam num sistema anárquico para maximizar os seus interesses. Ruggie chama essas semelhanças de “convergência dos neos” ou de “neoutilitarismo”,²²⁴ mas vale lembrar que se trata de uma síntese consciente, como se depreende do seguinte trecho de Keohane:

For these reasons, the analysis of this book begins at the systemic level. I focus on the effects of system characteristics because I believe that the behaviour of states, as well as other actors, is strongly affected by the constraints and incentives provided by the international environment. When the international system changes, so will incentives and behaviour. My ‘outside-in’ perspective is therefore **similar to that of systemic forms of Realist theory, or ‘structural Realism.’**²²⁵

O institucionalismo neoliberal mantém, ainda, uma relação ambígua²²⁶ com a teoria da estabilidade hegemônica. Ao mesmo tempo que representa uma resposta à assertiva realista de que os padrões de cooperação declinam com a erosão do poder da potência hegemônica, o institucionalismo neoliberal se apóia na hegemonia para explicar, se não a continuidade, pelo menos a formação dos regimes, antes que eles adquiram dinamismo próprio para subsistir em

²²³ Fonte: Federal Reserve (em www.federalreserve.gov/releases/h15/data/m/fedfund.txt, consultado em maio de 2004).

²²⁴ Ruggie, *Constructing the World Polity...*, 1998, págs. 4-11.

²²⁵ Robert O. Keohane. *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*. Princeton: Princeton University Press, 1984, pág. 26 (grifo meu).

²²⁶ Hasenclever, Mayer e Rittberger, *Theories of International Regimes*, 1997, pág. 87.

bases mais simétricas de cooperação. Parafraseando Keohane, para entender o institucionalismo neoliberal, é preciso ir além do realismo, não descartá-lo.²²⁷

As duas escolas apresentam, contudo, diferenças analíticas importantes em relação àquelas premissas comuns. Embora tanto uma como outra escola caracterizem o Estado como um ator que maximiza sua utilidade, os institucionalistas neoliberais ressaltam a importância dos ganhos absolutos, não só dos ganhos relativos, ao contrário dos neorealistas. Segundo Krasner,²²⁸ neorealistas e neoliberais tendem a privilegiar efeitos diferentes da anarquia. Os primeiros realçam o “estado de guerra” e os conflitos distributivos, enquanto os últimos se concentram nas “falhas de mercado” decorrentes da anarquia. Para os neoliberais, podem existir interesses comuns num contexto de anarquia e o desenvolvimento de padrões de cooperação e instituições viabilizaria um aproveitamento ótimo desses interesses. Em resumo, os regimes diminuem os custos de transação e as distorções de percepção sobre o comportamento dos outros Estados, mediante a difusão de informações, o monitoramento da implementação e outras soluções. Num ambiente em que prevalecesse apenas a competição, os Estados poderiam até realizar, cada um por si, aqueles interesses comuns, só que de modo menos eficiente.

A depressão da década de 1930 teria sido a grande falha de mercado que estimulou os Governos a se engajarem na negociação do regime financeiro internacional de Bretton Woods.²²⁹ Para os neoliberais, a hegemonia americana foi uma condição importante, porém sequer necessária ou suficiente para justificar o surgimento do regime, que se beneficiou igualmente da existência de um conjunto de interesses comuns entre os Estados em torno da preservação de uma ordenamento econômico aberto e capitalista (depois, os construtivistas indagarão sobre as causas da formação dessa preferência por um ordenamento econômico dessa natureza).

Durante a década de 30, cada país que desvalorizava sua moeda ou erguia barreiras ao comércio com terceiros acreditava estar agindo em benefício próprio, antecipando possíveis ações da mesma natureza por parte dos outros Estados. Era uma atitude totalmente racional,

²²⁷ Keohane, op. cit., pág. 16.

²²⁸ *Apud* Ruggie, op. cit., 1998, pág. 9.

²²⁹ Vale notar, contudo, que parece ser equivocado atribuir a Depressão dos anos 30 a um excesso de liberalismo, como fazem alguns autores. Em excerto reproduzido na página 139 deste texto, Williamson (1988), por exemplo, se refere à “liberdade generalizada dos anos 30”. Mais apropriado seria utilizar a expressão “anarquia”, uma vez que, embora o regime cambial praticado pelos países fosse flutuante, os propósitos de suas medidas de desvalorização não eram liberais. A avaliação majoritária nos anos 30, contudo, parece ter sido, de fato, que mais governo era necessário, não menos, embora tenham sido suas ações as responsáveis pelo agravamento da crise.

segundo uma ótica realista, pois o país que deixasse de adotar uma política de nacionalismo econômico, do tipo “*beggar thy neighbour*”, poderia ter perdas ainda maiores do que as de seus vizinhos. Não se tratava de desconhecimento por parte desses Estados dos benefícios do livre comércio, mas de um problema de “ação coletiva”, em que nenhum Estado queria assumir o risco de fornecer um bem público como o livre comércio, que seria desfrutado gratuitamente pelos demais Estados, sem garantia de reciprocidade. De uma perspectiva institucionalista, contudo, todos os atores eram prejudicados em termos absolutos nesse sistema de pura auto-ajuda, pois nenhum deles auferia os benefícios da abertura comercial; a vantagem do mecanismo de câmbio fixo de Bretton Woods, associado ao regime de comércio multilateral do GATT, foi conferir previsibilidade ao comportamento dos Estados, que poderiam, no novo sistema, abrir suas economias e extrair ganhos absolutos da expansão do comércio internacional, sem serem surpreendidos e punidos com o fechamento das economias rivais ou com a desvalorização competitiva de suas moedas.

A discussão sobre ganhos relativos ou absolutos pode ser aplicada também às relações dos Estados Unidos com a Europa e o Japão no imediato pós-guerra,²³⁰ embora essa questão seja inseparável da política de segurança da Guerra Fria. Se apenas os ganhos relativos tivessem importância, diriam os institucionalistas neoliberais, os Estados Unidos não se teriam empenhado em recuperar as economias dos países europeus e do Japão devastadas pela guerra, pois os amigos de hoje podem ser os inimigos de amanhã. É provável que uma tal política de omissão teria efeitos graves sobre a economia americana, mas é igualmente provável que um colapso daqueles países teria ajudado a manter ou até aumentar a distância entre a economia americana e as demais. Em lugar disso, os Estados Unidos preferiram enriquecer-se e promover condições para que os outros países também enriquecessem, mesmo que às custas da redução de sua participação no produto bruto mundial.

A continuidade das instituições e do regime de finanças internacionais, apesar das evidências de declínio relativo dos Estados Unidos e após o colapso do mecanismo de câmbio fixo, é invocada pelos autores neoliberais como prova da durabilidade dos regimes quando existem interesses comuns.

O regime de Bretton Woods, na verdade, enfrentou problemas de implementação desde o seu início, tendo sofrido modificações ao longo das décadas de 50 e 60 que visavam, na prática, tornar o dólar inconvertível em ouro bem antes da decretação formal dessa

²³⁰ É necessário confrontar essas considerações com as ressalvas apresentadas pelos próprios autores realistas à questão dos ganhos relativos, mencionadas antes neste capítulo.

medida, em 1971. Aqueles ajustes não se relacionavam, entretanto, apenas com a incapacidade dos Estados Unidos de manter reservas em ouro compatíveis com a quantidade de dólares em circulação no exterior. Sua adoção foi motivada também pela necessidade de aperfeiçoamento do sistema, a partir da avaliação de que a conversibilidade do dólar em ouro não só era prejudicial ao papel do FMI de proporcionar liquidez à economia internacional, mas também favorecia especuladores, que apostavam contra a solidez das moedas nacionais.

O mecanismo de câmbio fixo, antes a regra central do regime, passou a representar um fator de instabilidade para o sistema, ao tornar os países – os Estados Unidos inclusive – vulneráveis a ataques especulativos diante de qualquer sinal de desequilíbrio nas contas externas. A adoção do câmbio flutuante tornou-se uma condição para que não fosse comprometido o interesse comum na eficiência e nos benefícios para o bem-estar do intercâmbio econômico-financeiro internacional. Com o desaparecimento da regra explícita do câmbio fixo, outros elementos do regime continuaram a desempenhar sua função de tranquilizar cada Estado sobre as práticas e intenções dos outros, como mecanismos de monitoramento, os financiamentos do FMI e a imposição de condicionalidades na concessão de empréstimos, evitando, de modo geral, desvalorizações competitivas em resposta a dilemas de ação coletiva.²³¹

Dizer que o regime sobreviveu ao declínio da hegemonia americana não significa, contudo, negar seu enfraquecimento. O próprio Keohane admite que os padrões de cooperação colocados em prática pelos países industrializados na década de 70 funcionaram imperfeitamente e que interesses compartilhados e instituições existentes tornam possível a cooperação, mas a erosão do poder americano impõe que isso seja feito de modo diferente²³².

Algumas das falhas de mercado do sistema financeiro contemporâneo, em torno das quais se poderia reformular a noção de “interesse comum” da comunidade internacional em matéria financeira, foram descritas no capítulo anterior – notadamente as distorções e assimetrias de informação que levam os agentes econômicos a investirem “demais” numa economia emergente ou a se retraírem de modo exagerado a partir de uma avaliação superficial do risco por ela representado, bem como os problemas de coordenação entre a multiplicidade de credores que, nos dias atuais, investem nos mercados emergentes. As crises financeiras ocorridas desde os anos 1990 evidenciam que comportamentos individuais perfeitamente racionais dos agentes econômicos, que investem nos países emergentes em

²³¹ Keohane, *After Hegemony...*, 1984, págs. 209-210.

²³² *Ibid.*, pág. 16.

busca de maior rentabilidade e recolhem seus recursos em busca de segurança, produzem resultados coletivos subótimos, muitas vezes sem correspondência no risco macroeconômico real do país que sofre um ataque especulativo.

Para Joseph Stiglitz, o FMI deverá articular uma teoria coerente sobre as falhas de mercado causadoras da instabilidade contemporânea das finanças internacionais, que justifique sua própria existência e suas intervenções no mercado, assim como Keynes e outros haviam formulado uma teoria para fundamentar o sistema de Bretton Woods, com base na experiência da década de 1930.²³³

Stiglitz se filia à tese do *moral hazard*, ao afirmar que os programas de ajuda do FMI tornariam desnecessária a adoção, pelos investidores e tomadores de empréstimos, de medidas precautórias - ou seja, a adoção de mecanismos de “seguro” - contra o risco de desvalorização cambial e depreciação de ativos.²³⁴ A falha de mercado a ser combatida estaria, portanto, sendo induzida pelas próprias instituições do regime financeiro internacional. O autor defende que a função de financiamento ou de provisão de liquidez do Fundo ceda espaço a um papel de natureza mais regulatória. Stiglitz chega a apoiar propostas muito semelhantes às da vice diretora-gerente do FMI, Anne Krueger, de estabelecimento de um mecanismo de moratória ou concordata soberana. Destituídos da garantia de recebimento integral de seus créditos, os credores seriam levados a adotar o tipo de comportamento cauteloso preconizado pelo autor e a “privatizar” a proteção contra o risco inerente a qualquer investimento. A orientação vigente no FMI, em contraste, “socializa” os prejuízos dos especuladores e permite a continuidade dos seus negócios.

Para Jean Tirole, a falha de mercado consiste em que os credores não podem se cercar, junto a seus devedores soberanos, ou aos devedores privados em terceiros países, das mesmas garantias – a segurança de intervenção judicial para assegurar o pagamento, mediante medidas como o arresto de bens, por exemplo - que acompanham a concessão de empréstimos em seus próprios países.²³⁵ Em consequência disso, o sistema incentiva os agentes econômicos a privilegiarem investimentos de curto prazo em países emergentes, de mais fácil recuperação, e, em contrapartida, a cobrarem um prêmio mais elevado de seus devedores, pela garantia limitada de repagamento.

²³³ *Globalization and Its Discontents*, 2002, pág. 197.

²³⁴ *Ibid.*, pág. 203.

²³⁵ *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, 2002, págs. 77-95.

Existem, por conseguinte, novos desafios e falhas de mercado visíveis nas finanças internacionais contemporâneas, que tornam vantajosa a cooperação entre os países. A presença de um Estado hegemônico, engajado na promoção de interesses comuns, tornaria mais freqüente o cumprimento das normas, princípios e regras do regime pelas demais unidades integrantes do sistema. Mesmo na ausência desse ator hegemônico, a existência de alguma cooperação seria, entretanto, mais desejável e benéfica para todos do que nenhuma cooperação.

3.3.3. Construtivismo

Retomando uma vez mais a escala de “institucionalismo”, o construtivismo certamente está situado num degrau superior ao do realismo, mas sua posição em relação ao institucionalismo neoliberal quanto à importância que atribui às instituições é mais difícil de ser estabelecida. Hasenclever et al. identificam duas correntes dentro do construtivismo: uma delas, referida como “weak cognitivism”, seria complementar ao institucionalismo neoliberal, ao qual agrega uma teoria da formação de preferências; a segunda corrente seria o “strong cognitivism”, mais contundente na avaliação de que os neoliberais não levam em devida conta o impacto das práticas institucionalizadas sobre os atores internacionais.²³⁶

Tomando a corrente teórica como um conjunto, sua principal característica reside na crítica ao racionalismo ou às premissas racionalistas tanto do neorealismo quanto do institucionalismo neoliberal, em que as preferências de um Estado são dadas previamente e consideradas estáveis no tempo, sendo também idênticas, no essencial, às dos outros Estados. Para os construtivistas, o Estado é um conceito problemático, assim como sua identidade e preferências, que são construídas socialmente pela influência de valores, idéias, fatores normativos e instituições. Disso decorre que o nível de análise dos Estados e o nível de análise sistêmico ou estrutural, que não se comunicam nas escolas racionalistas, são mediados, no construtivismo, pelo nível de análise da interação.²³⁷ Em outras palavras, as crenças e valores que configuram a identidade de cada Estado têm impacto sobre o sistema internacional, inclusive sobre o grau de conflito embutido no conceito de anarquia, da mesma forma que a identidade dos Estados sofre a influência dos constrangimentos estruturais. Os

²³⁶ *Theories of International Regimes*, 1997, pág. 5.

²³⁷ Alexander Wendt. *Social Theory of International Politics*. Cambridge/RU: Cambridge University Press, 1999, pág. 145.

regimes e instituições internacionais, por sua vez, não só refletem as preferências, capacidades e interesses dos Estados, mas também contribuem para modelá-los, mediante a reiteração de práticas institucionais e o desenvolvimento de uma linguagem comum às unidades constituintes de um regime, que se torna a “linguagem da ação estatal”.²³⁸

A explicação dos construtivistas para a formação, a continuidade e a eficácia dos regimes não descarta as explicações das escolas racionalistas, mas explora ângulos diferentes, muitas vezes de caráter preliminar²³⁹ e relacionados com o conteúdo dos regimes, não apenas com sua forma.

Sobre a formação do regime financeiro internacional, os construtivistas argumentam que tanto a teoria da estabilidade hegemônica quanto o institucionalismo neoliberal não explicam a razão por que o sistema de Bretton Woods adquiriu sua feição original e não outra. Segundo Ruggie, essa falha é resultado de uma analogia inadequada entre o liberalismo ortodoxo do século XIX, sob a liderança britânica, e o tipo de ordem liberal que prevaleceu no pós-guerra e que se refletiu no regime financeiro internacional. Enquanto o liberalismo do século XIX pregava a ampliação da liberdade dos mercados, o modelo que emergia na década de 40 previa, por um lado, a ação estatal para amortecer as turbulências sociais e econômicas internas geradas pelo funcionamento do mercado e, por outro, a coordenação entre os Estados para afastar o perigo de instabilidade internacional (“embedded liberalism”). Esse consenso entre as unidades constituintes do sistema internacional em torno de um “propósito social legítimo”,²⁴⁰ expressão de evidente carga normativa, teria um potencial explicativo a respeito do surgimento do regime de Bretton Woods tão importante quanto a presença de um poder hegemônico ou a existência de um interesse comum, pré-determinado, na implantação de uma ordem econômica liberal.

Para explicar a perspectiva construtivista sobre o regime financeiro internacional durante e após a crise do mecanismo de câmbio fixo, vale recorrer à distinção feita por Krasner, um neorealista, entre mudanças *do* regime, mudanças *no* regime e enfraquecimento

²³⁸ Ruggie, “...embedded liberalism in the post-war economic order”, 1982, pág. 196. Note-se que esse texto foi escrito antes de o construtivismo surgir como uma agenda distinta, o que teria acontecido, segundo diria o próprio Ruggie posteriormente, apenas em 1989, com a publicação de *Worlds of Our Making*, de Nicholas Onuf. É evidente, entretanto, a matriz sociológica do texto, prenunciando a aproximação ou mesmo adesão futura do autor à agenda construtivista.

²³⁹ Ruggie (*Constructing the World Polity...*, 1998, pág. 18) afirma que “a core constructivist research concern happens before the neo-utilitarian model purportedly kicks in”.

²⁴⁰ Expressão de Ruggie, op. cit., 1982, pág. 198.

do regime.²⁴¹ Mudanças do regime seriam alterações nas normas (padrões de comportamento definidos em termos de direitos e obrigações) e princípios (crenças sobre fatos, causalidade e retidão). Mudanças no regime poderiam ser definidas como alterações das regras (prescrições ou proibições específicas) e procedimentos de tomada de decisão (práticas predominantes de tomada e implementação de decisões coletivas). Enfraquecimento do regime designaria uma perda de coerência entre princípios, normas, regras e procedimentos decisórios, bem como a distância entre o que o regime apregoa e o comportamento real dos Estados.

Nesse contexto, cabe examinar em que categoria se insere o mecanismo de câmbio fixo do regime original de Bretton Woods. Esse instrumento dificilmente poderia ser equiparado a um princípio ou a uma norma do regime financeiro internacional. A norma central do sistema era, na verdade, aquela que proibia depreciações competitivas das moedas nacionais e fornecia a referência para taxas de câmbio relativamente estáveis. O princípio era o propósito social legítimo aludido por Ruggie, que associava o objetivo da estabilidade internacional ao amortecimento dos efeitos deletérios das forças de mercado sobre as economias e as sociedades nacionais. Os acontecimentos que modificaram o sistema financeiro internacional desde o início da década de 70 representaram, portanto, uma mudança *no regime*, em que a opção pela nova regra do câmbio flutuante não significou um abandono da norma que proibia desvalorizações cambiais predatórias, nem do princípio do “embedded liberalism”, que, poder-se-ia argumentar, já estariam internalizados nas preferências dos Estados de tal forma a tornar desnecessária a permanência do câmbio fixo.

Cabe lembrar, ainda, a importância para os construtivistas dos “entendimentos compartilhados” e das ações comunicativas que cercam os episódios de violação do regime.²⁴² A manifestação de reprovação ou indiferença em relação a um ato de descumprimento das normas e regras do regime, assim como as desculpas e justificativas utilizadas pelo violador, seriam mais decisivos para uma avaliação do êxito ou eficácia do regime do que o fato objetivo do descumprimento do regime. A linguagem empregada nesses momentos indica, para os construtivistas, a permanência daqueles “entendimentos compartilhados” sobre formas desejáveis e aceitáveis de comportamento social. As tentativas de coordenação nas políticas monetária e cambial depois de 1971, desdenhadas pelos realistas, adquirem maior valor na ótica construtivista. A reiteração pelos países de declarações em favor da estabilidade do sistema financeiro internacional e das taxas de câmbio seria capaz de produzir, por si,

²⁴¹ Krasner, “Structural causes and regime consequences...”, 1982.

²⁴² Ver Hasenclever, Mayer e Rittberger, *Theories of International Regimes*, 1997, pág. 16.

resultados na realidade tendentes a fortalecer o regime, ainda que as medidas necessárias para realizar aqueles objetivos fossem adotadas apenas parcialmente pelos países.

Alguns exemplos de declarações “simbólicas”, que teriam contribuído para a continuidade do regime, foram fornecidos pelo neoliberal Keohane, como os acordos de Versailles, em 1982, e de Williamsburg, em 1983, que estabeleceram procedimentos para supervisão macroeconômica multilateral e legitimaram o princípio de que as políticas nacionais podem ser submetidas ao escrutínio internacional, ainda que medidas nessa direção tenham sido implementadas apenas parcialmente.²⁴³

A capacidade comunicativa dos Estados, dos atos de deliberação e persuasão, serve de instrumento para mudanças *do* ou *no* regime financeiro internacional. Esse aspecto, na verdade, ilustra os efeitos recíprocos entre agentes e estrutura. Os atores estatais, segundo Ruggie,²⁴⁴ são competentes do ponto de vista não só estratégico, mas também discursivo. Utilizando essa qualidade, alguns países chave entre os emergentes poderiam exercer pressão e influência, por exemplo, em favor de maior participação no processo decisório no âmbito do sistema de voto ponderado do FMI. Essa mudança, por sua vez, incidiria sobre o agente no sentido de aumentar seus recursos de poder e sua capacidade de usufruir os benefícios do sistema. Tais vantagens, por sua vez, podem alterar as preferências do agente, que poderia passar a atuar, do ponto de vista discursivo, não mais em prol da transformação das normas, mas da manutenção do *status quo*.

Ruggie afirma que os modelos neo-utilitaristas teriam pouco a oferecer em matéria de transformação sistêmica, o que implicaria “problematizar” as identidades e interesses dos Estados, bem como a aceitação do conceito de normas constitutivas, isto é, aquelas que formam ou inventam um determinado padrão de atividade social organizada. As normas constitutivas seriam distintas das normas regulatórias, mais familiares para os racionalistas, que incidem sobre fatos pré-existentes da realidade.²⁴⁵

O construtivismo permitiria, portanto, compreender e explicar um panorama mais amplo de mudanças possíveis no sistema financeiro internacional. A teoria está impregnada de uma visão dinâmica das identidades dos Estados e de uma visão dialética da relação entre

²⁴³ Keohane, *After Hegemony*, 1984, pág. 187.

²⁴⁴ Ruggie, op. cit., 1998, págs. 21.

²⁴⁵ *Ibid.*, págs. 22 e 25.

agentes e estrutura, em que a estrutura constringe a ação dos agentes e, ao mesmo tempo, por eles é transformada.²⁴⁶

Os riscos de enfraquecimento do regime podem ser atribuídos, de uma ótica construtivista, ao ressurgimento de um liberalismo mais ortodoxo na década de 90, representado pelo Consenso de Washington, em contraposição ao “embedded liberalism” que o precedeu. Este poderia ser um presságio de uma mudança *do* regime. Ruggie antecipou essa tendência em seu artigo de 1982, no início da chamada “Revolução Conservadora” de Ronald Reagan e Margaret Thatcher. Para o autor, como os objetivos sociais refletem configurações particulares das relações estado-sociedade, uma descontinuidade fundamental nos regimes de comércio e finanças internacionais seria efetuada por uma erosão do equilíbrio corrente entre estado e sociedade nas principais potências econômicas. No presente, a principal força de descontinuidade não seria o “novo protecionismo” no comércio e nas finanças, mas o ressurgimento do *ethos* liberal capitalista.²⁴⁷

De uma perspectiva construtivista, o futuro do regime financeiro internacional será fortemente influenciado pelos valores mantidos pelos Estados que o constituem, em parte resultantes de suas interações mútuas. No regime original de Bretton Woods, os valores e fatores normativos que compunham a identidade dos Estados naquele período, e que eram compartilhados entre eles, convergiam para o princípio do “embedded liberalism”, que continuou predominante até a década de 80. O liberalismo ortodoxo, que recobrou força nessa época e se consolidou ao longo da década de 90, exerceu pressão sobre o regime financeiro, a ponto de alguns analistas passarem a advogar, não a reforma ou fortalecimento do sistema, mas a tese de sua irrelevância, bem como a conveniência de substituir-se a ordem monetária administrada pelas fontes de financiamento privadas e pela disciplina do mercado. Esses valores não se tornaram dominantes dentro dos países e no plano internacional no grau necessário para subverter o regime anterior, em grande medida por influência das crises financeiras da década de 90 e do início deste século. O que se verifica hoje é um retorno da preocupação com a autonomia interna e com o amortecimento dos efeitos das flutuações internacionais sobre as economias domésticas, que era a preocupação dominante do sistema original de Bretton Woods. Nesse contexto, o fortalecimento do regime provavelmente exigirá um adensamento de suas normas, em lugar da adoção de um sistema minimalista.

²⁴⁶ *Ibid.*, pág. 26. Citando David Dessler, Ruggie alude a uma “transformational ontology” no construtivismo, enquanto o neorealismo seria caracterizado por uma “positional ontology”.

²⁴⁷ Ruggie, “...embedded liberalism in the post-war economic order”, 1982, pág. 229.

Note-se que a ordem econômica liberal de feições quase imutáveis dos teóricos da estabilidade hegemônica e dos institucionalistas neoliberais adquire uma trajetória mais sinuosa e um significado histórico, não natural, numa perspectiva construtivista. E a evolução desse diálogo será fundamental para a configuração do regime financeiro internacional do futuro.

3.4. Considerações finais

Desde sua formação, na Conferência de Bretton Woods, o regime financeiro internacional atravessou momentos de estabilidade, de declínio e de mudança. O realismo, o institucionalismo neoliberal e o construtivismo oferecem explicações diferentes para a trajetória do regime, baseadas, respectivamente, em considerações de poder, na existência de interesses comuns objetivos e em fatores ideacionais. A realidade apresenta todos esses elementos de forma interdependente, mas não inviabiliza uma identificação dos pontos fortes e fracos de cada corrente teórica.

Tanto o realismo, incluída nesse campo a teoria da estabilidade hegemônica, quanto o institucionalismo neoliberal se baseiam em premissas de natureza racionalista e sistêmica, pelas quais os Estados, atores principais da política internacional, atuam sempre para maximizarem seus interesses, que são definidos *a priori* e podem ser considerados estáveis ao longo do tempo. Isso lhes confere uma capacidade para determinar o formato do regime financeiro internacional, mas representa uma limitação quando se trata de explicar mudanças em seu conteúdo durante sua evolução.

Para os construtivistas, a identidade e as preferências de um Estado são dinâmicas e construídas socialmente pela influência de valores, idéias, fatores normativos e instituições, e podem modificar-se ao longo do tempo. Os construtivistas realçam, ainda, a interação entre agentes e estrutura. Essas características permitem que se atribua à escola uma vantagem sobre as escolas racionalistas no estudo do conteúdo de um regime.

À luz da instabilidade enfrentada pelo sistema desde os anos 1990, sobretudo nos países emergentes, as três escolas são compatíveis com a manutenção de um regime ou de alguma forma de cooperação internacional na área financeira, embora na teoria realista da estabilidade hegemônica tal possibilidade esteja vinculada à conservação do poder dos Estados Unidos e de sua disposição para liderar. É no construtivismo que se podem

vislumbrar as maiores possibilidades de mudanças no ou do regime, seja pela mutação de valores nacionais e internacionais, seja pela ação política e comunicativa de um Estado interessado em alterar o *status quo*.

No capítulo a seguir, será apresentado o argumento de que a existência de condições de sustentação do regime não garante seu funcionamento num nível adequado de eficiência. Em outras palavras, o regime financeiro internacional pode não estar aproveitando em sua plenitude as circunstâncias vigentes em matéria de poder, interesses e valores. Faz-se necessária, portanto, uma análise do regime, em particular de suas instituições, como o FMI, do ponto de vista da governança, com o que se pretende realçar aspectos do desenho institucional do regime financeiro internacional que possam contribuir para uma explicação sistêmica da vulnerabilidade externa dos países emergentes.

4. Fatores internacionais (3): Governança Financeira Internacional

4.1. Considerações iniciais

O capítulo precedente continha uma análise, à luz da teoria das relações internacionais, das condições para a cooperação entre os países no campo das finanças internacionais, com a finalidade de manter a estabilidade da ordem econômica internacional, em particular nos emergentes, onde têm irrompido severas crises financeiras nos últimos anos. Tratou-se, portanto, de discutir os “inputs” que a realidade internacional - em termos de poder, de interesse comum na solução de falhas de mercado e de valores compartilhados entre os Estados – proporciona ao regime financeiro internacional, constituído por normas, regras, procedimentos e instituições, para que este continue a desempenhar sua missão em prol da estabilização e da criação de um ambiente favorável ao desenvolvimento.

Neste capítulo, o foco está no “output” do regime, isto é, se as normas, regras, procedimentos e instituições que compõem a estrutura de cooperação existente estão desempenhando-se num nível ótimo de eficiência, presumindo, de acordo com as conclusões apresentadas na seção anterior, que estão presentes no sistema internacional os requisitos para o desenvolvimento da cooperação entre os países em matéria financeira. Assim, dadas determinadas condições de cooperação, o regime pode apresentar vários níveis possíveis de eficiência, segundo a qualidade de seu desenho institucional e o funcionamento de suas instituições na prática.

A perspectiva relevante é aquela sobre governança internacional – global para alguns-, definida como os processos e instituições, formais e informais, que guiam e restringem as atividades coletivas de um grupo.²⁴⁸ Nessa definição, fornecida por Robert Keohane e Joseph Nye,²⁴⁹ tem destaque o aspecto processual da governança internacional, que apresenta, também, uma dimensão material. Na dimensão processual, deve-se realçar a questão da transparência, da responsabilidade e do equilíbrio dos mecanismos decisórios no campo das finanças internacionais, mais especificamente no âmbito das IFIs. Cabem, nesse contexto,

²⁴⁸ Segundo P. J. Simmons e Chantal de Jorge Oudraat (“Managing Global Issues: an Introduction”. In: Simmons e Oudraat. *Managing Global Issues*. Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2001, pág. 11), “The literature on global governance has ill-defined boundaries overlapping work on international relations theory, political science, multilateralism, international organizations, globalization, and other related topics”.) Daí a preferência pela expressão “perspectiva da governança”, em lugar de “literatura sobre governança”.

²⁴⁹ “Introduction”. In: J.S. Nye e John D. Donahue. *Governance in a Globalizing World*. Cambridge/EUA: Brookings Institution Press, 2000, pág. 12.

discussões sobre o grau de democracia no processo decisório das IFIs, em que a representação e a influência é desigual entre os países, bem como sobre sua prestação de contas (“accountability”) perante os Estados nacionais e as populações dessas unidades soberanas, que suportam, em última instância, as conseqüências das políticas adotadas em cumprimento de acordos de seus governos com o FMI e o Banco Mundial. Do lado material, a preocupação deve voltar-se para o tema da eficácia do regime no cumprimento de suas atribuições.²⁵⁰

Tanto a dimensão processual quanto a material são importantes para assegurar eficácia à governança do sistema financeiro internacional, bem como uma prevenção e administração adequadas de crises.²⁵¹ A primeira proporciona legitimidade²⁵² às normas do regime junto aos destinatários de sua aplicação, notadamente nos países que se sujeitam a condicionais por parte das IFIs para obter auxílio financeiro em momentos de crise. A segunda determina se as ações das instituições são adequadas para restituir o sistema a um estado de ordem – baixa volatilidade nos mercados de ativos e estabilidade macroeconômica – e prosperidade – a criação de um ambiente propício ao investimento transfronteiriço, ao comércio internacional e ao crescimento econômico nos países que integram o sistema.

Não é o objetivo deste capítulo examinar propostas de reforma do sistema financeiro internacional. Em lugar disso, se pretende apenas identificar, no regime vigente, se e onde estão presentes os elementos de boa governança mencionados pela literatura sobre a matéria e de que maneira o déficit de governança do sistema financeiro internacional poderia constituir uma variável explicativa das crises financeiras observadas desde a década de 1990.

²⁵⁰ Oran Young define um sistema de governança efetivo como aquele que canaliza comportamentos de modo a eliminar ou aprimorar substancialmente o problema que levou a sua criação. Um sistema de governança com baixo impacto sobre comportamentos, em contraste, seria ineficiente. Daí que o conceito de efetividade aplicado aos sistemas de governança internacional consiste numa variável contínua. Sistemas de governança, segundo o autor, se distribuem ao longo de um “continuum, desde arranjos ineficazes, com poucas conseqüências comportamentais, até arranjos altamente eficientes, que produzem soluções rápidas e cristalinas para os problemas em questão. Young pondera, entretanto, que essa avaliação não pode ser despida de um critério normativo. Um sistema de governança pode afetar comportamentos de forma dramática, mas sem atingir grande êxito em termos de eficiência, equidade ou sustentabilidade (*International Governance: Protecting the Environment in a Stateless Society*. Ithaca: Cornell University Press, 1994, pág. 30).

²⁵¹ Para Cary Coglianese (“Globalization and the Design of International Institutions”. In: Nye e Donahue, op. cit., 2000, pág. 314), essas duas dimensões estão freqüentemente em tensão nas instituições internacionais (“A tension may often exist for international governmental organizations between policy effectiveness and political effectiveness.”), sendo necessário encontrar um equilíbrio entre a delegação de poder a instituições internacionais, como as IFIs, o que tenderia a produzir resultados mais rápidos, e a necessidade de controle de sua atuação pelas autoridades nacionais, que favoreceria a legitimidade e a implementação interna das medidas por elas recomendadas.

²⁵² Lucio Levi define legitimidade “como sendo um atributo do Estado, que consiste na presença, em uma parcela significativa da população, de um grau de consenso capaz de assegurar a obediência sem a necessidade de recorrer ao uso da força, a não ser em casos esporádicos” (“Legitimidade”. In: Norberto Bobbio *Dicionário de Política*. 10ª ed. Brasília: Ed. UnB, 1997, vol. 2, pág. 675). Na subseção 4.2.3, será analisada a transposição do conceito para a realidade internacional, com base em Gelson Fonseca Jr. e outros.

4.2. Dimensão processual

Antes de iniciar a discussão sobre os aspectos processuais da governança do sistema financeiro internacional, vale recordar a advertência de Keohane e Nye de que não se trata de transplantar integralmente os princípios de bom governo reconhecidos no interior dos Estados democráticos de Direito para a arena internacional.²⁵³ O modelo proposto por Keohane e Nye é o do “minimalismo em rede” (“*networked minimalism*”). Em rede porque o globalismo não teria a estrutura hierárquica verificada no ordenamento interno dos Estados. Minimalista porque a governança no nível global apenas é aceitável se não estiver sobreposta à governança nacional e suas interferências na autonomia dos Estados sejam claramente justificadas em termos de resultados cooperativos.²⁵⁴

Esse enfoque não dispensaria, entretanto, as IFIs, a exemplo dos governos, de determinadas obrigações de transparência, equilíbrio no processo decisório e prestação de contas perante suas partes constituintes, os Estados, bem como perante os atores internos ou agentes econômicos dentro dos Estados, num segundo nível de análise.

4.2.1. A estrutura das IFIs

Caberia iniciar com uma descrição das instâncias intergovernamentais de deliberação e apontar a relação dessas estruturas com a burocracia permanente daquelas instituições, segundo o que consta em seus instrumentos jurídicos. Para fim de simplificação, a estrutura do FMI será usada como modelo, sendo que o Banco Mundial funciona sob estrutura decisória quase idêntica à do Fundo, de forma que a análise a seguir é válida, em princípio, para ambas instituições.

²⁵³ Op. cit., pág. 14.

²⁵⁴ Simmons e Oudraat (*Managing Global Issues* - Introdução, 2001, pág. 9) reforçam essa perspectiva: “... the term [governance] signifies a diverse range of cooperative problem-solving arrangements, state and nonstate, to manage collective affairs. It includes formal institutions and regimes empowered to enforce compliance, as well as informal arrangements that people and institutions either have agreed to or perceived to be in their interest. Governance is the use of mechanisms for steering social systems toward their goals. It takes place through laws, norms, markets and architecture, not necessarily or exclusively the field of action of governments alone but rather in association with one another, with multinational bodies, with corporate and sometimes academic research entities and with NGOs. Such collective activity, structured or improvised, produces governance, sometimes without governmental authority.”

Segundo o Artigo XII do Acordo que constituiu o FMI, sua estrutura compreende um Conselho de Governadores, um Conselho Executivo, um Diretor-Gerente e um corpo de funcionários.

O colegiado de cúpula do FMI, assim como do Banco Mundial é o Conselho de Governadores (“Board of Governors”), que reúne, de regra, o Ministro das Finanças e o Presidente do Banco Central de cada Estado-membro, na qualidade, respectivamente, de representante titular e alterno no conselho. Trata-se do órgão de direção política do Fundo, que detém competência residual, isto é, responsabilidade por todas as funções que não são explicitamente atribuídas a outros órgãos (Artigo XII, seção 2, a). O Conselho de Governadores costuma reunir-se anualmente, mas pode reunir-se sempre que convocado por pelo menos quinze membros ou por um número de membros equivalente a 25% dos votos totais da instituição.

O Conselho de Governadores delega, entretanto, uma série de funções para o Conselho Executivo (“Executive Board”), formado por 24 Diretores Executivos responsáveis pela condução operacional do Fundo, ou até mesmo por questões políticas estratégicas, quando autorizado pelo Conselho de Governadores. Cinco Diretores Executivos são nomeados pelos cinco países com maior participação nas cotas do Fundo (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido) e os dezenove restantes pelos demais membros da instituição. Na prática, os demais países se organizam em circunscrições (“constituencies”), que escolhem um Diretor-Executivo e seu alterno e estabelecem mecanismos de rotatividade – ou não - à frente de cada circunscrição. O Brasil, por exemplo, encabeça uma circunscrição da qual também fazem parte Colômbia, República Dominicana, Equador, Guiana, Haiti, Panamá, Suriname e Trindade e Tobago. Não há previsão de alternância na chefia da circunscrição brasileira, de forma que o Brasil tem regularmente designado o Diretor-Executivo titular para representar o país e a circunscrição no Conselho Executivo.

O voto (Artigo XII, seção 5, dos Artigos do FMI), tanto no Conselho de Governadores, quanto no Conselho Executivo, é determinado pelas cotas que cada País detém no Fundo. A cota de cada membro é definida segundo sua posição econômica relativa em relação a outros membros, medida por indicadores como PIB, transações da conta corrente e reservas internacionais. Além do voto, as cotas determinam as contribuições para o Fundo e o acesso a financiamento do Fundo (cada país pode tomar emprestado até 100% de sua cota por ano e até 300% cumulativamente). Segundo o artigo III, seção 2, dos Artigos do FMI, o

Conselho de Governadores deve revisar e, se necessário, ajustar o valor das cotas, desde que com o respaldo de 85% do total do poder de voto e com a concordância do membro cuja cota é ajustada.

O Conselho Executivo é formalmente responsável pela escolha do Diretor-Gerente do FMI. Reza a tradição que esse cargo seja ocupado por pessoa indicada pelos países europeus, cabendo aos Estados Unidos a indicação do Vice Diretor-Gerente.²⁵⁵ O que se depreende do Artigo XII, Seção 3 (a) e Seção 4 é que a maior parte das políticas e decisões da instituição resulta da interação entre o Diretor-Gerente, o *staff* do Fundo e o Conselho Executivo. Contrariando a praxe em outros organismos multilaterais, em que o Presidente ou *Chairman* de um colegiado é escolhido entre os representantes dos países, no FMI o Diretor-Gerente preside o Conselho Executivo, embora sem direito a voto, exceto em caso de empate.²⁵⁶

4.2.2. Transparência e prestação de contas

As acusações de falta de transparência das IFIs, em especial do FMI, são normalmente dirigidas contra as instâncias administrativas e técnicas do Fundo, representadas pelo diretor-gerente, seus adjuntos e a burocracia da organização. Antes de abordar esse tema, será feita, a seguir, tentativa de mostrar que as estruturas intergovernamentais – Conselho Executivo e Conselho de Governadores – poderiam ser, igualmente, alvos da acusação de falta de transparência e prestação de contas insuficiente. Tanto em um quanto no outro caso, buscar-

²⁵⁵ Também faz parte desse arranjo que o Presidente do Banco Mundial seja indicado pelos Estados Unidos. A revista *The Economist* comenta o seguinte a respeito: “The Fund, which used to concentrate on budget deficits and balance-of-payments problems, now also preaches the benefits of ‘transparency’ and ‘good governance’. Neither virtue was much in evidence in the selection of its new head [Rodrigo Rato]: by an unwritten rule the job always goes to a European; and by some unobserved process the Europeans then find one of their kind who is also acceptable to the Americans. The *Financial Times* reports that a senior, well respected member of the Fund’s staff registered his complaints about the process in an internal memo, arguing that the Fund’s failure to practise what it preaches would undermine its standing with the governments under its tutelage. Hundreds of Fund staff replied expressing their agreement. The Fund’s smaller shareholder-countries did nominate alternative, non-European countries. But no one was much surprised when these lost” (“The Fund’s Golden Ratio”. *The Economist*, edição on-line, 1º de junho de 2004. Disponível em: www.economist.com. Acesso em: 5/6/2004).

²⁵⁶ Existem Fundos na área de financiamento de projetos de meio ambiente que podem ser invocados como termo de comparação, embora em escala drasticamente reduzida, tanto em termos de recursos, quanto em termos de tamanho da estrutura administrativa. O Fundo Multilateral para a Implementação do Protocolo de Montreal, por exemplo, no âmbito do Protocolo de Montreal sobre Substâncias que Destroem a Camada de Ozônio, é dirigido por um Comitê Executivo de 14 membros - 7 dos países desenvolvidos e 7 dos países em desenvolvimento – eleito pelas Partes no Protocolo. O *Chairman* do Comitê Executivo é eleito anualmente entre os membros do foro, alternando-se na cadeira de Presidente um representante dos países desenvolvidos e um dos países em desenvolvimento. O Fundo Multilateral tem um “Chief Officer”, responsável pela administração do Fundo, que interfere nas deliberações apenas de forma subsidiária, na qualidade de Chefe do Secretariado do Fundo. O CEO do “Global Environment Facility” (GEF), ou Fundo Global para o Meio Ambiente, apresenta atribuições semelhantes.

se-á identificar os efeitos que problemas de governança podem ter sobre a prevenção e administração de crises nos países emergentes.

Em relação às instâncias intergovernamentais, desde a Conferência de Bretton Woods, em 1944, à semelhança de outros regimes internacionais, o regime financeiro tem funcionado como “clube” de ministérios ou agências governamentais específicas, que, do nível político para baixo, se reúnem para estabelecer regras sobre determinados problemas. O FMI, nesse contexto, seria província dos ministérios de Fazenda ou Finanças dos países, assim como o Bank for International Settlements (BIS) seria o foro de Presidentes de Bancos Centrais. Analogamente, fora da área financeira, o GATT/OMC seria dominado pelos ministérios de comércio e organizações como a Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN) por órgãos de defesa e relações exteriores.²⁵⁷

Mesmo quando essas instituições deliberam num formato intergovernamental, o teor de suas decisões, dominadas que estariam por um grupo seletivo de burocratas e tecnocratas insulados do processo político, seria, segundo essa análise, subtraído do escrutínio do público interno de cada país, bem como de suas autoridades eleitas. Para alguns autores, esse insulamento burocrático seria pré-condição para o êxito de determinadas políticas econômicas de estabilização ou de ajuste estrutural, justificadas de um ponto de vista técnico e teórico, mas de difícil aceitação do ângulo político-eleitoral, por imporem sacrifícios de curto prazo em troca da promessa de benefícios no longo prazo.²⁵⁸

A falta de transparência dos órgãos intergovernamentais das IFIs tem, entretanto, conseqüências para a legitimidade e eficácia das políticas que são recomendadas aos países emergentes para a prevenção e administração de crises. É útil, para a compreensão desse problema, recorrer ao conceito ou jargão de “country ownership”, que tem sido uma das expressões prediletas do Banco Mundial nos últimos anos e vem sendo incorporada mais recentemente também ao vocabulário do FMI.²⁵⁹

O “country ownership” seria uma característica de programas, planos e estratégias que envolvem um ente nacional (normalmente um Estado) e uma parte estrangeira. O termo significaria que um país no qual, por exemplo, um programa de assistência do FMI está sendo

²⁵⁷ Keohane e Nye, “Introduction”. In: Nye e Donahue, *Governance in a Globalizing World*, 2000, pág. 26.

²⁵⁸ Ver, e.g., Carlos Pio, “A Estabilização Heterodoxa no Brasil: idéias e redes políticas”. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, vol. 46, nr. 1, 2001.

²⁵⁹ “Too soft, too open, too democratic?”. *The Economist*, edição online, 26/9/2003. Disponível em: http://www.economist.com/agenda/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=2096926. Acesso em: 26/7/2004. Segundo o semanário “country ownership” tem sido uma das expressões prediletas do Banco Mundial nos últimos anos e o FMI já estaria começando a incorporá-la recentemente.

executado, teve participação em sua concepção e desenho ou concorda com seus objetivos, isto é, admite que a atividade a ser implementada condiz com as prioridades do governo nacional.²⁶⁰

Os programas de assistência aos países em crise são negociados entre os países e as instâncias técnicas do FMI – seu *staff*. Além disso, é o Conselho Executivo do Fundo, no qual os governos são representados formalmente, que aprova os acordos alcançados. Essa participação dos governos, sobretudo na segunda etapa de endosso pelo Conselho parece estar, no entanto, ausente do debate sobre o funcionamento do regime financeiro internacional. As IFIs continuam a ser analisadas como agentes autônomos nas relações financeiras internacionais, que impõem condicionalidades aos países no âmbito de programas de assistência financeira. Não inteiramente sem razão, como assevera Jeffrey Sachs, em análise da crise asiática, no trecho reproduzido abaixo:

(...) the IMF's executive board should do its job of overseeing the staff, rather than simply rubber-stamp the staff's proposals. It is high time the board consult outside expertise in the exploratory stages of IMF operations; it should also canvas international opinion about the origins and policy implications of the Asian crisis.²⁶¹

Subtrair da discussão pública o papel que os governos têm ou deveriam ter no processo decisório das IFIs, por mais desigual que seja a influência das principais potências no sistema de voto ponderado daquelas instituições, pode ser conveniente na medida em que garanta celeridade às deliberações e maior margem de manobra para os tomadores de decisão nos ministérios de finanças dos países emergentes. Entretanto, o desconhecimento de outros setores de Governo e da sociedade em geral sobre a participação na definição da agenda e das convicções atribuídas às IFIs também apresenta um custo, que pode ser exemplificado por uma atitude contraditória em alguns países emergentes, nos quais autoridades de governo criticam decisões e políticas com as quais seus próprios representantes consentiram ou das quais não discordaram no âmbito das IFIs.

²⁶⁰ Willem H. Buiiter (Economista-chefe do Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento). “Country Ownership: a Term Whose Time Has Gone”. Discurso proferido em 5 de julho de 2004 em conferência sobre política de desenvolvimento organizada pelo Banco Mundial, em Paris. Disponível em: <http://www.nber.org/~wbuiiter/condition.pdf>. Acesso em: 28/7/2004. Como se depreende do título, o autor é um crítico do conceito. Para Buiiter, uma das razões por que os países buscam auxílio das IFIs é justamente a ausência de instituições sólidas capazes de reunir setores representativos de um país e gerar o consenso interno requerido pela noção de “country ownership”.

²⁶¹ Jeffrey Sachs. “The IMF is a Power Unto Itself”. *Financial Times*, 11 de dezembro de 1997. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaCrisisSachsViewFT1297.html>. Acesso em: 26/7/2004.

Costuma-se argumentar, em resposta a essas considerações, que a natureza profundamente técnica dos temas de política econômica, em particular de política financeira internacional, tornaria superficial e infrutífero qualquer debate público sobre a atuação regular dos representantes governamentais nas discussões e negociações dos órgãos intergovernamentais das IFIs. Parece, entretanto, que essa transição foi possível na arena das negociações comerciais multilaterais, regionais e bilaterais, igualmente complexas do ponto de vista técnico. Essa é uma observação cuja verificação empírica ultrapassa a ambição da presente dissertação. Numa avaliação impressionista, restrita ao caso brasileiro, do tratamento das questões econômicas pelos principais meios de comunicação, seria plausível dizer, entretanto, que a formação de uma Área de Livre Comércio das Américas ou as tratativas no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC), mais do que as negociações de política financeira internacional, são percebidas como processos conduzidos pelos Estados, no contexto de intensas negociações intergovernamentais, nas quais as posições dos países são definidas de forma complexa, com ampla consulta entre agências oficiais e entre estas e setores do empresariado, trabalhadores organizados e mesmo organizações não-governamentais.

O custo do desconhecimento predominante em relação ao funcionamento dos foros intergovernamentais das IFIs pode não ser mensurável, mas é relevante, em termos de vulnerabilidade dos países emergentes. Como a política financeira internacional é vista como seara, não dos governos, mas de “clubes” financeiros em seu interior, alguns representantes políticos sentem-se à vontade para combatê-la, disseminando a impressão de que não há um compromisso governamental com medidas normalmente recomendadas pelas IFIs, como a austeridade fiscal. A incerteza sobre o compromisso de um governo com a boa gestão macroeconômica afeta, por sua vez, as expectativas dos agentes econômicos, que têm o poder de tornar real uma crise financeira apenas possível e desnecessária, se analisados os fundamentos econômicos do presente.

Quanto aos problemas de transparência e prestação de contas normalmente associados à direção do Fundo e a sua burocracia, vale dizer que, ao mesmo tempo em que operam como foros para discussão intergovernamental, as IFIs também recebem uma série de atribuições por delegação dos países, que transferem àquelas organizações autoridade para desempenhar

algumas ações específicas.²⁶² Embora o objetivo dessa delegação seja a obtenção de ganhos de eficiência no funcionamento das instituições, seu efeito colateral tem sido o fortalecimento da burocracia financeira internacional, que, com o passar do tempo, desenvolveu seus próprios interesses, convicções e agendas. Em paralelo, portanto, à falta de transparência e de adequada prestação de contas por parte dos atores governamentais que participam do processo decisório das IFIs em relação aos cidadãos de seus países, como resultado do formato em “clube” daquelas instituições, a burocracia internacional daquelas instituições seria pouco transparente em relação aos países que lhe delegaram autoridade para conduzir e tomar a iniciativa sobre determinados temas.

Por trás das demandas contemporâneas para que os governos nacionais divulguem regularmente informações econômicas - situação das reservas internacionais, receita e despesa pública, taxa de inflação e outros -, bem como adotem padrões internacionais, como aqueles ditados para o sistema financeiro pelo Comitê da Basileia, existe o raciocínio de que o aumento da informação à disposição dos agentes econômicos e do público aumenta a eficiência do funcionamento dos mercados, permitindo uma alocação ótima dos recursos escassos e a correção em tempo hábil de eventuais decisões tomadas com base em informações obsoletas. Quanto maior a quantidade de informação disponível, mais ágil será a reação dos agentes de mercado à evolução da realidade econômica e menos profundas ao longo do tempo serão as distorções que deflagram crises financeiras nos países emergentes. Se menos profundas as distorções, menos dramáticas também serão as variações nos preços de ativos localizados num determinado país e denominados em sua moeda nacional, o que não significa dizer que as medidas de transparência removeriam o risco de problemas financeiros internos ou de propagação de crises originadas no exterior.

No momento em que as IFIs se tornam vetores fundamentais do processo de formulação de políticas econômicas nos países emergentes,²⁶³ a transparência e a coerência de seus processos administrativos, processo decisório e atividades junto aos países que integram

²⁶² Coglianesi, “Globalization and the Design of International Institutions”. In: Nye e Donahue, op. cit., 2000, pág. 306.

²⁶³ O FMI desempenha notoriamente um papel mais influente junto aos países na definição da política econômica em países emergentes que recebem ajuda financeira para superar problemas em seu balanço de pagamentos. Originalmente, a missão do Banco Mundial era prover financiamento de longo prazo, baseado em projetos, para países sem acesso a recursos nos mercados globais de capitais, a taxas de juros razoáveis. Nas duas últimas décadas, entretanto, o Banco Mundial aumentou a proporção de empréstimos concedidos para programas de ajuste estrutural (isto é, empréstimos para facilitar reformas econômicas gerais em países tomadores de empréstimos), financiamento esse sujeito a condicionalidades semelhantes às que acompanham os empréstimos outorgados pelo FMI (Robert E. Litan. “Economics: Global Finance”. In: Simmons e Oudraat, *Managing Global Issues*, 2001, pág. 206).

o sistema passam a ser observados pelos agentes do mercado com grau de rigor semelhante ao que os agentes do mercado aplicam aos governos nacionais. A incerteza sobre como as decisões são tomadas no FMI e a falta de clareza sobre as políticas econômicas recomendadas pelo Fundo podem gerar, entre os investidores domésticos e estrangeiros numa determinada economia emergente, insegurança semelhante à experimentada quando se desconfia da disposição de um governo em dar continuidade, por exemplo, a uma política de austeridade orçamentária.

Há fortes indícios de que a incerteza acerca da avaliação do FMI em relação ao desempenho de algumas economias emergentes tem contribuído para agravar as crises financeiras, seja porque a instituição expressou excesso de otimismo ou de pessimismo em relação à situação econômica daqueles países, sem respaldo nas informações técnicas disponíveis, seja porque não definiu com clareza o modelo de política econômica considerado mais sustentável pela instituição (câmbio fixo ou flutuante, por exemplo). No caso de excesso de otimismo mais notório - o apoio prolongado à paridade cambial na Argentina - a crise definitiva da desvalorização ocorreu muito depois do que poderia ou deveria ter ocorrido e, portanto, de forma mais dramática, uma vez que as distorções do modelo de câmbio fixo se aprofundaram com o tempo. O principal caso de excesso de pessimismo, na opinião de diversos autores, foi o da crise asiática, que assolou países com indicadores econômicos essencialmente sólidos, mas que enfrentavam uma crise de liquidez por força de fatores microeconômicos, como a falta de adequada supervisão do sistema bancário. Neste caso, uma crise daquelas proporções poderia ter sido limitada se o FMI houvesse, em seus pronunciamentos, dado tanto destaque a esses fatos básicos quanto atribuiu às deficiências do modelo asiático de capitalismo, que seria propício à corrupção e ao favorecimento a agentes e empresas próximos do poder (“crony capitalism”).²⁶⁴

Embora tenha estrutura organizacional muito semelhante à do FMI e participe crescentemente dos programas de estabilização e ajuste estrutural, o Banco Mundial tem sido poupado de críticas em matéria de governança tão intensas quanto as dirigidas ao FMI. Ao mesmo tempo, o Banco Mundial não se percebe como uma instituição frágil em matéria de

²⁶⁴ Vale mencionar, nesse contexto, o comentário de Gilpin sobre a crise asiática (em *The Challenge of Global Capitalism*, 2000, pág. 142): “Economies that only four years earlier had been hailed by the World Bank as exemplars of pragmatic orthodoxy and as being remarkably successful in creating and sustaining macroeconomic stability experienced the worst collapse of any countries since the 1930s and were declared to be victims of their own irresponsible ways!”. Segundo Jeffrey Sachs, os elogios do FMI às economias asiáticas continuaram até poucos meses antes da eclosão da crise (“The IMF Is a Power Unto Itself”, loc. cit., 1997).

governança, tendo esse tema um papel importante em projetos do Banco nos países em desenvolvimento.²⁶⁵ Essa relativa “absolvição” do Banco Mundial pode ser atribuída, em parte, ao fato de a burocracia do Banco ter procurado diferenciar-se de sua “instituição irmã” nos últimos anos, em que a popularidade do FMI esteve em baixa. Em relação a esse pormenor, é interessante notar que Joseph Stiglitz, um dos críticos mais insistentes e qualificados do FMI, foi economista-chefe do Banco Mundial e seu vice-presidente sênior entre 1997 e 2000.

Uma importante causa dessa falta de transparência da burocracia das IFIs pode ser localizada na deterioração dos mecanismos formais de subordinação e prestação de contas de seu corpo técnico às instâncias intergovernamentais. No capítulo 1, na discussão do tema da liberalização financeira nos países emergentes, mencionou-se o “complexo Wall Street-Tesouro”, o qual teria exercido influência decisiva sobre as decisões de abertura da conta de capital tomadas pela maioria dos países emergentes nos anos 1980 e sobretudo na década de 1990. Alguns autores acreditam que a proximidade entre o Departamento do Tesouro norte-americano e as IFIs, sobretudo o FMI, também teve efeito corrosivo sobre os padrões de governança e prestação de contas das instituições. Nos últimos anos, o Tesouro dos Estados Unidos se teria notabilizado por transmitir suas posições diretamente à direção do FMI e a sua burocracia, em lugar de compartilhá-las nas reuniões do Conselho Executivo por intermédio de seu Diretor-Executivo. A menor suspeita de que os pareceres técnicos do Fundo estão a serviço de interesses da política financeira internacional ou da política externa dos Estados Unidos pode agravar o problema de assimetria de informações, uma vez que somente uma parcela reduzida de agentes de mercado terá acesso às posições reais do Fundo ou a suas verdadeiras avaliações sobre a economia de um país específico.²⁶⁶

O próprio FMI reconhece que problemas de transparência podem ter prejudicado seu desempenho e o esforço dos países na diminuição da vulnerabilidade externa dos países emergentes, bem como na prevenção e administração de crises. No entanto, esse *mea culpa* não significa que o Fundo reconhece que seus problemas de transparência podem ter sido tão

²⁶⁵ O Banco Mundial desenvolveu metodologia para avaliar a governança nos países, chamada *Country Policy and Institutional Assessment* (CPIA). Consultar em www.worldbank.org.

²⁶⁶ Peter Evans e Martha Finnemore. “Organizational Reform and the Expansion of the South’s Voice at the Fund”. Estudo preparado para o encontro do “G-24 Technical Group”, Washington, 17-18 de abril de 2001, págs. 14 e 15. Disponível em <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/G24Papers.htm>. Acesso em: 15/5/2004. Segundo os autores, “continued financial support for Russia despite gross violations, not just of conditionality but of basic Fund reporting rules, is the example most cited”.

responsáveis pelas crises quanto os problemas de transparência dos governos nacionais em cuja jurisdição se desenrolaram os episódios de crise desde os anos 1990.

Conforme publicação do FMI, de 2002,²⁶⁷ a instituição, até meados da década de 1980, era extremamente ciosa da confidencialidade de suas relações com os governos e se enxergava como um órgão técnico sem obrigação de dar explicações ao público sobre suas atividades. A mudança teria começado a ocorrer com a ascensão ao cargo de diretor-gerente, em 1987, de Michel Camdessus, que se teria empenhado em aguçar o conhecimento do público sobre as atividades do FMI e sobre questões monetárias internacionais. Após a crise mexicana de 1994-95, o Conselho Executivo, a partir de proposta do diretor-gerente, aprovou medidas com o objetivo de aprimorar a transparência da instituição. Pela decisão do Conselho, em resumo, se adotavam procedimentos internos para aumentar o diálogo nos intervalos entre as consultas regulares anuais sobre a política cambial dos países (Artigo IV, seção 3, dos Artigos do Acordo) a coleta e disseminação de informações acerca de indicadores econômicos chave, com o que se esperava que os mercados funcionassem de forma mais eficiente e a supervisão dos países, por meio do escrutínio da conta de capital do balanço de pagamentos dos países, da sustentabilidade dos fluxos de capitais e da gestão da dívida externa.²⁶⁸

A partir de meados dos anos 1990, o FMI ampliou seu programa de publicações de documentos e estudos preparados por seus quadros técnicos, o que coincidiu com a popularização da Internet, e procurou incluir, no desenvolvimento de políticas, a participação de grupos religiosos, organizações trabalhistas, organizações não-governamentais e outras camadas da sociedade civil. Ao mesmo tempo, os países foram convocados a ter participação mais expressiva na elaboração dos relatórios anuais dos países, em cumprimento do Artigo IV do Acordo. Finalmente, o Conselho Executivo, a partir de 1998, passou a contratar avaliações externas de atividades fundamentais do FMI, como supervisão, pesquisa, e orçamento. Culminando esse processo, o Conselho Executivo aprovou decisão, em julho de 2001, que estabeleceu um Escritório de Avaliação Independente (*Independent Evaluation Office – IEO*),

²⁶⁷ Leo Van Houtven. “Governance of the IMF: Decision Making, Institutional Oversight, Transparency and Accountability”. Pamphlet Series, Nr. 53. Washington: FMI, 2002.

²⁶⁸ *Ibid.*, pág. 48.

autônomo em relação à administração do Fundo, mas operando ao alcance (“at arm’s length”) do Conselho Executivo.²⁶⁹

As medidas tomadas pelo Fundo até o momento, não obstante sua utilidade em termos de divulgação e conscientização do público em geral, não lidam adequadamente com a tarefa de restaurar os vínculos hierárquicos entre a direção e a burocracia do Fundo, de um lado, e as instâncias decisórias intergovernamentais, de outro, as quais, como visto, devem lidar com seus próprios problemas de transparência e prestação de contas.

4.2.3. Equilíbrio: mecanismo de voto ponderado

Na subseção anterior, buscou-se argumentar que os países emergentes têm voz e voto no processo decisório intergovernamental das IFIs. Em virtude, entretanto, da cultura de insulamento burocrático que marcaria as agências governamentais encarregadas da política financeira internacional nos países, nos emergentes em particular, a participação dos representantes governamentais naqueles foros seria suscetível a um questionamento de legitimidade, o que, por sua vez, poderia refletir-se de modo negativo no “country ownership” dos programas e políticas do FMI e na eficácia da prevenção e administração de crises financeiras.

Nesta subseção, propõe-se desviar a atenção das falhas de prestação de contas pelos governos para um aspecto do desenho institucional das IFIs - o desequilíbrio do seu mecanismo de votação, o chamado voto ponderado, descrito na subseção 4.2.1 – que prejudica, assim como a falta de transparência, a legitimidade da atuação daquelas instituições no cumprimento de seus objetivos e tem impacto no “country ownership” das políticas acordadas entre os países e o FMI no âmbito de programas de assistência financeira. Qualificando alguns argumentos utilizados na subseção anterior, pode-se dizer que os governos dos países emergentes têm voz e voto nas IFIs, mas em grau insuficiente para garantir uma incorporação plena – e, portanto, uma eficácia plena - das políticas por elas recomendadas.

Em favor do voto ponderado, poder-se-ia argumentar que se trata de uma decorrência natural das diferentes contribuições, sobretudo financeiras, provenientes dos Estados

²⁶⁹*Ibid.*, págs. 59 a 61. Ver também Stanley Fischer. “Financial Crises and Reform of the International Financial System”. Working Paper 9297. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 2002, págs. 21-24. Disponível em: www.nber.org/papers/w9297. Acesso em: 6/2003.

membros a ambas instituições, o que justificaria a atribuição de responsabilidades e prerrogativas especiais aos maiores contribuintes. Existe, ainda, o argumento de política interna, pelo qual os principais contribuintes não assinariam um “cheque em branco” a cada ano, em favor das instituições de Bretton Woods, sem a contrapartida de um controle estrito da utilização de seus recursos. Embora sejam válidos esses argumentos, um breve exame de outras experiências no sistema multilateral pode mostrar que, embora lógica, a opção feita em Bretton Woods e mantida até hoje não é necessária, apresentando não só vantagens mas também custos potencialmente elevados.

O fato de que nenhum dos órgãos deliberativos das IFIs foi organizado de forma paritária foge à regra da maioria das organizações multilaterais. Em outros organismos internacionais, com destaque para aqueles do sistema das Nações Unidas, convivem em harmonia a idéia de contribuições desiguais, financeiras e de outros tipos, definidas segundo a capacidade dos países, e a representação paritária entre os países nos órgãos deliberativos, com as decisões sendo tomadas mais pelo consenso do que pelo voto. A ONU costuma ter suas atividades financiadas segundo uma escala de contribuições das Nações Unidas, na qual os Estados Unidos aparecem como o principal contribuinte, cabendo-lhe uma parcela de 22% do orçamento da organização.²⁷⁰ Os demais foros políticos do sistema das Nações Unidas seguem, em geral, a mesma sistemática para determinar as contribuições de seus Estados Partes.

Não é incomum no sistema das Nações Unidas a existência de órgãos deliberativos de composição limitada, cujos integrantes têm prerrogativas especiais no processo decisório, sendo o Conselho de Segurança das Nações Unidas o caso mais notório. Cada organização do sistema costuma apresentar, no entanto, pelo menos um órgão onde todos os países estão representados em pé de igualdade, com inspiração na Assembleia-Geral das Nações Unidas.

Para efeito de comparação, é útil mencionar a estrutura de governança e decisão do Global Environment Facility (GEF), que financia projetos na área de meio ambiente com potencial para produzir benefícios globais. Trata-se de um Fundo Fiduciário, à semelhança do FMI, que recebe contribuições dos países doadores (em geral desenvolvidos), a cada três anos, no processo chamado de recomposição ou “replenishment”, e reverte esses recursos em favor de atividades nos países em desenvolvimento e economias em transição (do antigo bloco socialista). O principal órgão decisório do GEF é a Assembleia, que reúne, a cada três

²⁷⁰ A Resolução 1-B da 58ª Assembleia-Geral da ONU(2003) define a escala de contribuições da organização para os anos 2004-2006.

anos, coincidindo com a recomposição do Fundo, representantes de todos os países participantes (Parágrafo 13 do Instrumento do GEF). A Assembléia, responsável pela revisão das políticas gerais do Fundo e por emendas a seu instrumento, toma decisões apenas por consenso, segundo o parágrafo 25 (a) / (b) do Instrumento.

O órgão encarregado das políticas operacionais do Fundo é o Conselho do GEF, este organizado em torno de 32 circunscrições que representam países individualmente ou grupos de países (16 dos países em desenvolvimento, 14 dos desenvolvidos e 2 dos países da Europa central e oriental e ex-repúblicas da União Soviética).²⁷¹ A regra do processo decisório no Conselho, a exemplo do que ocorre na Assembléia, é o consenso. Existe a previsão de voto no Conselho, a pedido de um membro do órgão, se, “na consideração de qualquer tema substantivo, todos os esforços viáveis foram feitos pelo Conselho e pelo Presidente e o consenso não parece atingível”. Uma decisão só é tomada por voto, contudo, se alcançada uma dupla maioria qualificada (“double weighed majority”), de 60% do número total de participantes e de 60% do total de contribuições. Portanto, se as 16 circunscrições de países em desenvolvimento votarem em uníssono contra iniciativa de um país desenvolvido, nenhuma decisão é tomada pelo Conselho, ainda que seja atingido o mínimo necessário pelo critério do voto ponderado.

É óbvia a analogia entre a Assembléia e os Conselhos de Governadores das IFIs, bem como entre o Conselho do GEF e os Conselhos Executivos das IFIs. O processo decisório das IFIs, todavia, é formalmente baseado no voto. Reza o Artigo XII, Seção 5 (c) dos Artigos do Acordo do FMI: “Except as otherwise specifically provided, all decisions of the Fund shall be made by a majority of the votes cast” (o Artigo V, seção 3 dos Artigos do Acordo do Bird tem dispositivo idêntico). Não há incentivo nas regras das IFIs para que as principais potências exerçam seu poder com parcimônia ou de modo conciliatório, uma vez que todo o sistema foi erguido sobre a noção de “voting power”, que, em instituições como o GEF é moderado pela idéia do “double weighed majority”.

A comparação entre um fundo de pequeno porte como o GEF, ao qual, no triênio 2003-2005, foram destinados recursos da ordem de US\$ 3 bilhões, com instituições da dimensão das IFIs é vulnerável à seguinte crítica de índole realista: o risco de uma estrutura decisória mais equilibrada no GEF é aceitável no cálculo político das principais potências econômicas; o mesmo jamais poderia ocorrer nas IFIs, em que o voto ponderado é, não um

²⁷¹ § 16 do Instrumento.

exagero ou um defeito do desenho institucional, mas parte integrante da barganha que presidiu à construção daquelas instituições e permite o acesso de países emergentes a vultosos recursos para o enfrentamento de dificuldades em seus balanços de pagamentos, caso do FMI, ou para a execução de projetos de desenvolvimento, Banco Mundial.

Além disso, não se pode dizer que a regra do consenso é imune a críticas. Oran Young considera que a regra do consenso é causa de paralisia em muitas organizações multilaterais, por conferir poder de veto aos países quando uma determinada proposta de ação não é de seu agrado.²⁷² Por outro lado, a aplicação da regra do voto nas IFIs é menos rígida do que fazem supor os Artigos do FMI. Os Estados Unidos, com 17,2% do poder de voto, têm, de fato, poder de veto sobre as principais decisões da instituição, que exigiriam maioria de 85% (exemplo: artigo III, seção 2 (c), sobre ajustamento de cotas). Na prática, entretanto, muitas decisões do Conselho Executivo do FMI são tomadas por consenso, o que realça as oportunidades de influenciar as políticas do Fundo por parte dos representantes dos países em desenvolvimento.²⁷³

O consenso vem sendo objeto de críticas também no âmbito da OMC, a qual, não obstante, também se organizou sob a forma de “clube” de agências governamentais ligadas ao comércio, como mencionado anteriormente (pág. 120), bem como desenvolveu métodos – informais – para limitar o número de atores que de fato participam em seu processo decisório, o mais conhecido dos quais seria a “diplomacia do salão verde”, reunindo alguns atores-chave das negociações comerciais, tanto de países desenvolvidos quanto dos em desenvolvimento. Recentemente, entretanto, o pragmatismo teria, na OMC, cedido espaço a um estilo e a uma retórica de negociação que lembram o sistema das Nações Unidas.²⁷⁴

Oficialmente, a OMC exhibe grande orgulho de seu processo decisório pelo consenso, o que é compreensível politicamente. Vale reproduzir, a propósito, a passagem abaixo de publicação do organismo, sobretudo pela comparação explícita com as IFIs:

²⁷² “Paralysis typically occurs when those setting up an organization insist on a decision-making procedure requiring unanimity so that they are assured the power to veto actions they dislike even after the organization is up and running” (*International Governance: Protecting the Environment in a Stateless Society*, 1994, pág. 179).

²⁷³ Evans e Finnemore, “Organizational Reform and the Expansion of the South’s Voice at the Fund”, 2001, págs. 13 e 14.

²⁷⁴ Relata a revista *The Economist* sobre a última Conferência Ministerial da OMC, em Cancun: “Na exasperated Robert Zoellick, America’s trade chief, compared the WTO at Cancun to the United Nations General Assembly. The comparison was not meant kindly – but it is quite revealing” (“Too soft, too open, too democratic?”, loc. cit., 2003).

The WTO is run by its member governments. (...) Decisions are normally taken by consensus.

In this respect, the WTO is different from some other international organizations such as the World Bank and International Monetary Fund. In the WTO, power is not delegated to a board of directors or the organization's head.

When WTO rules impose disciplines on countries' policies, that is the outcome of negotiations among WTO members. The rules are enforced by the members themselves under agreed procedures that they negotiated, including the possibility of trade sanctions. But those sanctions are imposed by member countries, and authorized by the membership as a whole. This is quite different from other agencies whose bureaucracies can, for example, influence a country's policy by threatening to withhold credit.²⁷⁵

As ressalvas ao mecanismo do consenso apresentadas antes não desmentem a realidade de que as IFIs apresentam um processo decisório enviesado para garantir o controle dos principais contribuintes e de que essa opção pode ter custos elevados em termos de eficiência daquelas instituições.

Esses custos não são, contudo, facilmente mensuráveis, o que é uma fragilidade das críticas ao processo decisório das IFIs. Os argumentos por uma reforma do mecanismo de voto se baseiam, em geral, ou num critério legalista de igualdade jurídica entre os Estados²⁷⁶ ou num argumento de índole realista, segundo o qual o sistema de cotas das IFIs deveria refletir a crescente importância dos países emergentes na distribuição de poder mundial, em especial na esfera econômica. Assim como na subseção precedente, será privilegiada a concepção de que o voto ponderado afeta o "country ownership" das políticas recomendadas pelas IFIs e das recomendações de ajuste estrutural que costumam acompanhar os programas de ajuda financeira aos países com dificuldades em seus balanços de pagamentos.

Para Gelson Fonseca Jr., o recurso à legitimidade seria decisivo para entender a obrigação internacional, mais do que para a vida nacional, como se depreende do trecho abaixo:

²⁷⁵ "Trading into the Future – the organization – Who's WTO?". A preocupação com o equilíbrio de opiniões na organização parece tão obsessiva que, ao lado do texto reproduzido, a página da OMC na Internet apresenta uma "visão alternativa", de autoria de Jeffrey Schott, do *Institute for International Economics*, que defende o processo decisório das IFIs. Disponível em: http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org1_e.htm. Acesso em: 31/7/2004.

²⁷⁶ Evans e Finnemore observam que, "formally, the Fund is na unequal property-based democracy in which votes are determined by historical contributions to capital rather than a more egalitarian one nation, one vote Westphalian model" (*Ibid.*, pág. 12).

Na ausência de um governo que imponha sanções, a hipótese a ser proposta é a de que, no sistema internacional, o tema da legitimidade aparece de forma clara, talvez até mais clara do que no âmbito nacional. Se os Estados continuam soberanos e não há nenhum tipo de poder supranacional, se as normas, ainda que expurgadas de sanções, são seguidas, há ‘algo’ que certamente se filiará à família da legitimidade, como vista no plano doméstico, que explica a obediência a um sem número de regras internacionais.²⁷⁷

Sobre a passagem acima, caberia comentar que a ausência de governo supranacional não significa ausência de sanções. É verdadeira, apesar disso, a noção de que as sanções, no plano internacional, são mais tênues do que no nível doméstico e que, por isso, a implementação de normas e decisões tomadas no âmbito de regimes internacionais depende, em maior medida, da adesão voluntária de suas unidades constituintes. A violação das normas do regime financeiro internacional - ou o descumprimento de acordos celebrados com as IFIs - acarreta conseqüências real e potencialmente sérias para os países, como um menor acesso ao crédito externo. Os instrumentos de coerção utilizados para compelir os países ao cumprimento das normas e regras do regime é que são menos poderosos do que aqueles à disposição dos Estados para fazer cumprir seu direito interno. Um exemplo ilustrativo é o da decretação de uma moratória da dívida externa por um país: as IFIs e os demais Estados integrantes do regime podem infligir severos danos a esse país hipotético, limitando-lhe o acesso a recursos externos; não é possível, entretanto, com as sanções e meios existentes, forçar o mesmo país a retomar seus pagamentos externos.

Segundo Evans e Finnemore, referindo-se apenas ao FMI, é um problema para a instituição ser percebida como um organismo que, “possuído” e controlado pelos governos do Norte, opera como “the creditor community’s enforcer”, algo como um agente de cobrança dos credores. Vale reproduzir literalmente a seguinte passagem do texto dos autores:

Everyone recognizes that when member countries ‘take ownership’ of Fund programmes, chances of success increase. Even the quality of the information the Fund uses for surveillance and design of programs depends on the level of member country participation.²⁷⁸

²⁷⁷ Gelson Fonseca Jr., *A Legitimidade e Outras Questões Internacionais: Poder e Ética entre as Nações*, 1998, pág. 144. O autor, na pág. 176, comenta o argumento realista sobre a obediência às normas internacionais: Será o ‘interesse’ objetivamente considerado, à Morgenthau, e definido em equações de poder? Como já se mostrou em tantas análises críticas do realismo, a dificuldade com a noção objetiva de interesse decorre justamente do fato de, dentro de um mesmo governo, de um mesmo processo decisório, as leituras do que é interesse variarem e, aí, necessariamente, deveremos recorrer a outros instrumentos analíticos para entender por que tal Estado agiu desta ou daquela forma, aceitou ou não o cumprimento de uma determinada norma”.

²⁷⁸ Peter Evans e Martha Finnemore, op. cit., pág. 1.

Haveria, nesse contexto, duas possibilidades em que o “ownership” dos países do Sul ou em desenvolvimento poderia aumentar. A primeira seria a expansão do grau de controle formal dos países em desenvolvimento sobre o “aparato” do processo decisório no FMI, por meio de um realinhamento dos votos que refletisse a realidade de que os países em desenvolvimento são os principais clientes do Fundo e uma fonte importante de sua receita operacional. Evans e Finnemore consideram essa solução conceitualmente simples, mas politicamente difícil, senão impossível, em vista da realidade da distribuição de poder mundial. A segunda opção, favorecida pelos autores citados, seria aumentar a participação de especialistas dos países em desenvolvimento na composição da burocracia do Fundo, por meio de mudanças no recrutamento e treinamento de novos funcionários, processo que deveria envolver a contratação de profissionais de meio de carreira, pesquisadores e consultores com experiência prática em países em desenvolvimento. Essa seria uma forma menos dramática, porém mais factível, de dar mais “voz” e influência aos países em desenvolvimento na formulação das políticas do Fundo e em sua implementação.²⁷⁹

Os autores, todavia, não explicam que interesse levaria os principais países industrializados a ser mais flexíveis quanto à mudança nas políticas de recursos humanos da instituição, justamente quando é o papel da burocracia do Fundo que vem aumentando na definição dos paradigmas da instituição em matéria de estabilidade macroeconômica, desenvolvimento e redução da pobreza.²⁸⁰ Ainda que houvesse uma disposição de diversificar a burocracia do Fundo em seus níveis inferiores ou intermediários, provavelmente permaneceria intacta a regra não escrita de que o diretor-gerente do FMI é nomeado pelos cinco principais membros europeus do Fundo (Alemanha, França, Reino Unido, Itália e Países Baixos) e o primeiro vice-diretor-gerente pelos Estados Unidos.²⁸¹

Além disso, não é convincente o argumento de que uma mudança no recrutamento e treinamento de quadros do FMI poderá, por si, ter efeito significativo sobre o “country ownership” das políticas e programas do Fundo, uma noção essencialmente política e psicológica. Em primeiro lugar, o recrutamento de economistas nos países emergentes, muitos dos quais educados nos mesmos centros que fornecem os atuais quadros do FMI, não asseguraria, necessariamente, diversidade na burocracia do Fundo. Em segundo lugar, tratar-

²⁷⁹ *Ibid.*, págs. 2 e 16-26.

²⁸⁰ *Ibid.*, pág. 15.

²⁸¹ Segundo o mesmo arranjo informal, o Presidente do Banco Mundial também seria escolhido pelos Estados Unidos.

se-ia de medida modesta, comparada com as mudanças provavelmente necessárias no processo decisório intergovernamental do FMI – e também do Banco Mundial -, as quais teriam maior relevância e ressonância política nos países emergentes. As regras e a prática de outras instituições multilaterais, inclusive de fundos internacionais, como o GEF, poderiam servir de guia para iniciativa nesse sentido.

4.3. Dimensão material: resultados das políticas do FMI

A missão do regime financeiro internacional, a ser executada por intermédio de suas instituições, pode ser definida em linhas gerais, como a promoção do crescimento econômico com estabilidade nos países que o integram, de forma a evitar prejuízos para o crescimento do comércio internacional e para a continuidade dos fluxos de capitais. Na divisão de tarefas estabelecida entre o Banco Mundial e o FMI, a primeira instituição costuma encarregar-se das questões ligadas ao desenvolvimento econômico e social, enquanto a segunda lida com os problemas de gestão macroeconômica, especialmente os problemas no balanço de pagamentos de seus membros, sem dúvida o principal indicador de crise financeira iminente, com possíveis repercussões internacionais.²⁸² Para Joseph Stiglitz, o FMI teve sua missão deturpada ao longo do tempo, pela força de sua burocracia treinada em centros acadêmicos de orientação ultraliberal, bem como pela influência exercida pelas agências do Governo norte-americano, notadamente o Departamento do Tesouro, cuja atuação seria induzida pelos interesses do “establishment” da comunidade financeira de Wall Street.

Na concepção de seus fundadores, como John Maynard Keynes, o FMI deveria proporcionar liquidez a um país para que este mantivesse sua economia funcionando em pleno emprego, ainda que sob a pressão de déficits em conta corrente e no balanço de pagamentos. A tônica da atuação do FMI deveria ser, portanto, evitar que um país adotasse medidas recessivas, com impacto nas importações de bens e serviços produzidos em outros países. Gradualmente, o FMI passou a conferir maior prioridade, não à manutenção da demanda agregada no país em crise, mas à sua capacidade de honrar as dívidas com os credores internacionais, daí a ênfase em aumentos de taxas de juros e controle dos gastos públicos, contida em programas de ajuste negociados entre o FMI e países endividados.²⁸³

²⁸² Os propósitos oficiais do FMI e do Banco Mundial são explicitados nos artigos I de seus respectivos “Artigos do Acordo”. Ver também, o Artigo IV, Seção 1, dos Artigos do Acordo do FMI.

²⁸³ Joseph Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, 2003, especialmente págs. 196 a 199.

O melhor indicador da eficiência do regime financeiro internacional, sobretudo no que diz respeito à prevenção e administração de crises nos países emergentes, é o funcionamento do mecanismo de ajustamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos de seus membros. A análise desse aspecto do regime poderá ajudar na explicação das crises financeiras e da vulnerabilidade dos países emergentes.

John Williamson afirma que, em Bretton Woods, pretendia-se definir, originalmente, as obrigações tanto dos países deficitários quanto dos superavitários em relação a seus balanços de pagamentos. Historicamente, contudo, o ônus do ajuste tem recaído apenas sobre os deficitários, sob a forma de medidas recessivas e desvalorizações cambiais, que diminuem as importações e aumentam as exportações, e nunca sobre os superavitários, sob a forma de medidas como o aquecimento da demanda, inclusive por importações, e a valorização de suas moedas nacionais.²⁸⁴

Vale reproduzir o que acabou prevalecendo naquela negociação, nas palavras de Williamson:

Bretton Woods não definiu muito explicitamente de que maneira os países deveriam ajustar-se quando isso fosse necessário. Os princípios gerais implícitos no sistema eram os de que deveria sempre ser dada prioridade à preservação do equilíbrio interno; de que os desequilíbrios pequenos, porém persistentes, deveriam ser combatidos acertando-se a política fiscal-monetária, contanto que isso não envolvesse um grande afastamento do equilíbrio interno; e que os desequilíbrios grandes e persistentes não provocados por desvios de equilíbrio interno deveriam ser enfrentados pelas taxas de câmbio. Aceitava-se que os movimentos desestabilizadores de capital poderiam ser suprimidos por controles cambiais.²⁸⁵

Num contexto de taxas de câmbio flutuantes e ampla mobilidade e volume de capitais, torna-se mais difícil para um país emergente, sobretudo um com baixa taxa de poupança interna e investimento, proteger-se das turbulências internacionais por meio da adoção de controles sobre a entrada ou saída de capitais, que poderia, na prática, apresentar custos maiores do que os benefícios, embora essa medida esteja ganhando cada vez mais adeptos respeitáveis no meio acadêmico, como visto anteriormente.

Os mecanismos de ajuste que restam a um país emergente que enfrenta crise em seu balanço de pagamentos são, portanto, as desvalorizações cambiais e políticas internas voltadas para a promoção de exportações, diminuição da demanda por importações, atração de capitais

²⁸⁴ John Williamson. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: um texto de Economia Internacional*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1988, pág. 324.

²⁸⁵ *Ibid.*, págs. 324-25.

e estancamento da fuga de capitais. Um déficit no balanço de pagamentos de um país deve, necessariamente, corresponder a um superávit de outro país ou grupo de países, que deveriam ter igualmente responsabilidade pela promoção do ajuste no sistema. Sobre esse ponto, convém, uma vez mais, recorrer à lição de Williamson:

[...] o custo da conveniência de transações em desequilíbrio (a curto prazo) é o perigo de o conjunto de políticas nacionais não ser compatível com uma restrição global. Cada país isoladamente pode escapar da necessidade de sua renda ser igual à absorção, mantendo contas correntes desequilibradas, mas o mundo não pode fazer o mesmo. Cada país pode tentar conseguir reservas, mas, se a oferta de reservas não for elástica, todos eles não podem atingir este objetivo ao mesmo tempo.²⁸⁶

Um país como a China, por exemplo, que registrou superávit em sua corrente de 2,8% do PIB em 2002 (1,1% em 2003),²⁸⁷ deveria permitir a valorização de sua moeda e comprar mais de seus vizinhos e parceiros comerciais, os quais, em compensação, poderiam adotar medidas mais brandas de correção de seus problemas no balanço de pagamentos. Os países superavitários, contudo, relutam em compartilhar o ônus do ajuste sistêmico, cujo peso recai quase inteiramente sobre os países deficitários. São conhecidas as resistências da China, atualmente, e do Japão, na década de 1980, a promoverem a valorização de suas moedas. Essa questão costuma ser apresentada na mídia como uma disputa entre os Estados Unidos, um país deficitário, e seus dois principais parceiros comerciais na Ásia. Os norte-americanos, contudo, não são os únicos interessados na questão. Mas são os únicos capazes, utilizando o seu poder de senhoriagem, isto é, de emitir moeda para honrar seus pagamentos externos, de adiar o ajuste recessivo por tempo possivelmente indeterminado.²⁸⁸

Na visão de John Maynard Keynes sobre o processo de ajuste, que acabou não prevalecendo na construção da ordem de Bretton Woods, seria criada uma *Clearing Union*, uma espécie de conta onde seriam depositados os superávits dos países credores e do qual sairiam recursos para financiar os déficits dos países devedores, mediante o pagamento de juros. Haveria, nesse sistema, um incentivo para a manutenção de contas correntes e balanços

²⁸⁶ *Ibid.*, pág. 318.

²⁸⁷ Fonte: Banco Mundial, *World Development Indicators 2004*, pág. 178.

²⁸⁸ Morris Goldstein e Nicholas Lardy, do *Institute for International Economics*, afirmam que “While the go-slow approach presumably appeals to the leadership because of its limited short-run effect on China’s exports, incoming FDI, and trade-related jobs, it is likely to do little to remove the misalignment of the yuan that has pushed China’s overall balance of payments into a larger surplus, fed a huge reserve accumulation over the past 18 months, and increasingly concerned many of China’s trading partners, including the United States, Euroland, Japan and South Korea” (“Two stage currency reform for China”. *Asian Wall Street Journal*, 12 de setembro de 2003. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/goldstein0903.htm>. Acesso em: 25/5/2004).

de pagamentos equilibrados, pois os superávits não permitiriam a acumulação de reservas e os déficits gerariam penalidades, sob a forma de pagamento de juros. Os Estados Unidos, então um país superavitário, rejeitaram a idéia.²⁸⁹ Na ausência de um processo automático ou pelo menos regular de ajuste sistêmico, ao qual sejam convocadas a participar as duas categorias de países, existe uma tendência a que os desequilíbrios se acumulem ao longo do tempo e se manifestem sob a forma de crises agudas.

Poder-se-ia argumentar que o fluxo de capitais transnacionais desempenha função análoga à da *Clearing House* de Keynes, aplicado a um contexto de liberdade de movimento de capitais, transferindo recursos dos países com poupança abundante para aqueles com escassez de poupança. Os investidores privados, responsáveis pela maior parte dessas transferências, seguem, entretanto, uma lógica de mercado e de negócios que não é comprometida, forçosamente, com a correção de desequilíbrios macroeconômicos. O investimento nas economias que necessitam de poupança é realizado na medida em que a expectativa de remuneração supera o risco de desfalque. Sem instrumentos jurídicos para convocar deficitários e superavitários a participar de um processo regular de ajuste sistêmico, as IFIs o fazem quando é deflagrada uma crise financeira, por meio dos programas de ajuda ao país em dificuldade, acompanhados, em geral, de pesadas condicionalidades.

O rigor dos programas coordenados pelo FMI se deve, portanto, tanto a convicções técnicas e teóricas do *staff* e da direção do Fundo, bem como dos países que participam em seu processo decisório, quanto ao fato de que a idéia de ajuste sistêmico deu lugar, desde o momento fundador das IFIs, ao ajuste das economias deficitárias. Essa constatação não livra o FMI de críticas de economistas como Joseph Stiglitz e Jeffrey Sachs, para quem a condução da instituição nas crises ocorridas desde os anos 1990 se baseia numa “tecnologia econômica” ultrapassada,²⁹⁰ que impõe sofrimento desnecessário às economias em crise.

Segundo Stiglitz e Sachs, a combinação de vultosos pacotes de ajuda financeira e condicionalidades relativas à gestão econômico-financeira, impostas pelo FMI para a liberação de recursos aos países emergentes em dificuldade, operaria no sentido de agravar os

²⁸⁹ Ver Barry Eichengreen. *A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000, pág. 135.

²⁹⁰ Stiglitz, sobre a resposta do FMI à crise asiática: “Not since Herbert Hoover have responsible economists argued that one should focus on the actual deficit rather than the structural deficit, that is, the deficit that would have been there had the economy been operating at full employment. Yet this is precisely what the IMF advocated” (*Globalization and Its Discontents*, 2002, pág. 106). Em outra passagem (pág. 196), Stiglitz afirma que “the inconsistencies at the IMF appear particularly troubling when viewed from the perspective of the advances in economic theory in the last three decades.” Para os argumentos de Jeffrey Sachs, ver “O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático”. In: Paul Krugman (ed.), *Crisis Monetárias*, 2001, págs. 121-189.

problemas dessas economias, e os da economia mundial, em lugar de solucioná-los. Enquanto os países desenvolvidos se permitem adotar políticas anti-cíclicas para combater conjunturas recessivas ou situações de desconfiança em relação à solidez do sistema financeiro, como a redução das taxas de juros e o aumento do gasto público, os países em desenvolvimento que recorrem ao FMI são instados a implementar políticas pró-cíclicas, que aprofundam a desaceleração econômica causada pelo colapso do setor externo da economia, como o aumento da taxa de juros, o rigor no controle do gasto público e uma preocupação excessiva com a inflação. Para aqueles autores, a melhor resposta residiria na adoção de medidas de estímulo ao crescimento econômico, que representariam não só um alívio para o país que enfrenta a crise mas também uma garantia mais segura aos credores externos quanto ao prosseguimento sustentável dos pagamentos externos. As medidas recessivas teriam como conseqüência principal o aumento do número de falências, que frustrariam o objetivo dos programas do FMI de restaurar a capacidade de repagamento das dívidas pelos países em crise.

A *rationale* por trás das políticas propostas pelo FMI é que um forte ajuste fiscal, aliado ao aumento das taxas de juros, produz um efeito positivo sobre a confiança dos investidores, propiciando a retomada dos ingressos de recursos externos que financiam os déficits em conta corrente dos países em crise. A adoção de medidas contracionistas diminui, ademais, a demanda por importações, contribuindo para o ajustamento acelerado das contas externas do país, ao mesmo tempo em que impede o recrudescimento da inflação. O mesmo resultado poderia ser obtido por meio da desvalorização cambial, que estimularia as exportações e reduziria importações, mas tal opção poderia ter outro efeito deletério, na forma de falências das empresas que, no período de euforia, contraíram empréstimos em moeda estrangeira.

Os críticos do FMI respondem que a estratégia da instituição, embora dotada de uma lógica interna, não funciona na prática. Na maioria dos casos, os agentes econômicos prefeririam aproveitar a oportunidade oferecida pela assistência oferecida pelo FMI para deixar os países em crise com perdas mínimas (daí a expressão “bail-out”) a permanecer nesses países atraídos pela perspectiva de lucratividade gerada por um aumento, ainda que substancial, das taxas de juros. Além disso, os programas do FMI teriam malgrado em conter desvalorizações de moedas nacionais nos países em crise. As falências de empresas continuaram, por conseguinte, em função tanto das desvalorizações cambiais quanto das

decisões de aumento nas taxas de juros, aquelas ocorrendo independentemente das políticas propostas pelo FMI e estas sendo ativamente promovidas pela instituição.

Não é possível saber qual teria sido o resultado das políticas propugnadas por autores como Stiglitz e Sachs nos países que enfrentaram crises desde os anos 1990. A autoridade de ambos na academia e na formulação prática de política econômica requer, pelo menos, que sua opinião seja ouvida nos debates sobre o assunto. O próprio FMI tem reconhecido que os resultados de curto prazo de sua política foram piores do que os esperados. A instituição defende, entretanto, o legado de suas políticas de austeridade no longo prazo, afirmando que a recuperação econômica, sobretudo na Ásia (Tailândia, Coreia do Sul e Indonésia), foi robusta após as dificuldades iniciais. O FMI admite, ainda, suas falhas em matéria de prevenção de crises financeiras, em vista da dificuldade de estancar e reverter os eventos a elas associados, como as fugas de capitais, quando estes já estão em andamento.²⁹¹

Tampouco se pode dizer, por outro lado, que o FMI permaneceu inerte diante das experiências das crises financeiras da década de 1990 e do início da atual. Algumas medidas foram tomadas, ao mesmo tempo em que os erros eram identificados e as lições aprendidas. Vale notar duas importantes inovações introduzidas pelo FMI na década de 90. Na área de administração de crises, o FMI criou, em 17 de dezembro de 1997, a *Supplemental Reserve Facility* (SRF),²⁹² uma linha de crédito sem limite de acesso²⁹³ concedida a um país que enfrenta dificuldades excepcionais em seu balanço de pagamentos, em função de uma perda repentina de confiança dos mercados que coloca sob pressão a conta de capital e as reservas internacionais do país.²⁹⁴

Quanto à prevenção de crises, o Conselho Executivo do Fundo aprovou, em 23 de abril de 1999, as *Contingent Credit Lines* (CCL),²⁹⁵ que marcaram uma clara mudança de política do FMI, agora dotado de um instrumento para atuar antes da eclosão de crises financeiras, defendendo um país contra futuras dificuldades em seu balanço de pagamentos resultantes do contágio de crises ocorridas em outros países, em termos semelhantes aos da

²⁹¹ *Staff* do FMI. "Recovery from the Asian Crisis and the role of the IMF". Issues Brief 00/05. Washington: FMI, 2000. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm#V>. Acesso em: 5/5/2004.

²⁹² Numa tradução livre, Fundo de Reserva Suplementar.

²⁹³ Os membros do FMI podem, em geral, receber, por ano, empréstimos equivalentes a 100% de suas cotas no Fundo.

²⁹⁴ Press release nr. 97/59, de 17 de dezembro de 1997. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1997/PR9759.HTM>. Acesso em: 5/5/2004.

²⁹⁵ Linha de Crédito Contingente.

SRF, isto é, sem limite de crédito.²⁹⁶ Como essa oferta de crédito ofereceria uma óbvia oportunidade para o risco moral, o FMI condiciona a concessão de créditos na forma de CCL apenas a países que apresentam políticas consideradas “de primeira classe” pela instituição.²⁹⁷

O êxito ou malogro das políticas e programas do FMI deve ser julgado, enfim, pelo desempenho econômico, medido em termos do crescimento do PIB exibido por México, Tailândia, Coréia, Indonésia, Rússia, Brasil e Argentina nos anos subsequentes às crises, conforme a tabela 4.1, bem como pela capacidade dos programas do FMI em reverter o quadro de vulnerabilidade daqueles países. Três ressalvas devem ser feitas, contudo, a esse tipo de análise. Em primeiro lugar, os indicadores de vulnerabilidade apresentados no capítulo 1 mantêm uma relação discutível com as crises financeiras ocorridas desde a década de 1990, que poderiam ser melhor explicadas por fatores internacionais. O fator macroeconômico que parece apresentar correlação mais forte com a maioria das crises é um elevado déficit em conta corrente, de forma que somente esse indicador será examinado na tabela 4.2. Segundo, não é possível saber, com absoluta certeza, qual seria o comportamento dessas economias se tivessem sido adotadas medidas ao estilo Stiglitz-Sachs. Em terceiro lugar, pode não haver relação de causalidade entre os programas do FMI e a eventual recuperação verificada posteriormente, que poderia ocorrer sem a intervenção do Fundo, após uma severa recessão.

²⁹⁶ Press Release nr. 99/14, de 25 de abril de 1999. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1999/PR9914.HTM>. Acesso em: 5/5/2004.

²⁹⁷ Para Stanley Fischer, políticas macroeconômicas de “primeira classe” não devem ser interpretadas como políticas “perfeitas”. As condições seriam as seguintes: a) no momento em que a linha de crédito é acordada, o país não deve estar necessitando de recursos do Fundo; b) a economia do país está em boas condições e faz progressos para cumprir “padrões internacionais relevantes”; c) o país mantém relações construtivas com seus credores privados e dá passos adequados para limitar sua vulnerabilidade externa. Fischer acrescenta – e a informação é corroborada pelo sítio do FMI na Internet – que as CCL jamais foram usadas, possivelmente por receio de que a utilização do instrumento possa ser entendida pelos agentes do mercado financeiro como sinal de fragilidade, não de solidez (“Financial Crises and Reform of the International Financial System”, 2002, pág. 26).

Tabela 4.1 – Variação anual do PIB (em %) antes da crise e depois do acordo com o FMI

	C - 1	Ano da Crise (C)	C+1	C+2	C+3
México	2,0	4,4 (1994)	-6,2	5,2	6,8
Tailândia	5,9	-1,4 (1997)	-10,5	4,4	4,6
Coréia do Sul	6,8	5,0 (1997)	-6,7	10,9	9,3
Indonésia	7,8	4,7 (1997)	-13,1	0,8	4,9
Rússia	0,9	-4,9 (1998)	5,4	9,0	5,0
Brasil	0,1	0,8 (1999)	4,4	1,4	1,5 ²⁹⁸
Argentina ²⁹⁹	-0,8	-4,4 (2001)	-10,9	11,3	n.d.

Fonte: *International Financial Statistics*, FMI, *Yearbook* 2003. Os dados sobre o Brasil e a Rússia foram colhidos em http://www.planejamento.gov.br/assuntos_internacionais/conteudo/publicacoes/indicadores.htm, a partir de informações do *Yearbook* 2002 do FMI e do Banco Central do Brasil. A informação sobre crescimento na Argentina em 2003 foi extraída do sítio na Internet do Ministério da Economia e Produção da Argentina, em http://www.mecon.gov.ar/basehome/pdf/indecon_resumen_esp.pdf.

Tabela 4.2 – Saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (% PIB)

	C - 1	C	C+1	C+2	C+3
México	-5,8	-7 (1994)	-0,5	-0,8	-1,9
Tailândia	-8,1	-2 (1997)	12,7	10,1	7,6
Coréia do Sul	-4,4	-1,7 (1997)	12,7	6,0	2,7
Indonésia	-3,4	-2,3 (1997)	4,3	4,1	5,2
Rússia	0,5	0,2 (1998)	11,6	23,4	15,4
Brasil	-4,3	-4,8 (1999)	-4,1	-4,6	-1,8
Argentina	-3,1	-1,7 (2001)	n.d	n.d.	n.d.

Fonte: Ministério do Planejamento (loc. cit.). Os dados do Brasil para C+3 foram extraídos do Banco Central do Brasil (valor aproximado)

As tabelas acima dão sustentação, no curto prazo, à análise de Stiglitz e Sachs de que as políticas preconizadas pelo FMI no contexto dos programas de assistência financeira aos países em crise provocaram uma profunda recessão, por eles considerada desnecessária e contraproducente, uma vez que a correção dos desequilíbrios das economias listadas poderia ser alcançada por intermédio de medidas anti-cíclicas, isto é, de promoção do crescimento.

²⁹⁸ Banco Mundial, *World Development Indicators* 2004, pág. 178.

²⁹⁹ A Argentina não recebeu ajuda do FMI após a decisão de desvalorizar o peso, em dezembro de 2001, mas foi beneficiada por dois programas da instituição, em 2000 e no próprio ano de 2001, antes da crise. Sua presença na lista pode ser útil para efeito de controle, isto é, para determinar se uma recuperação econômica ou uma reversão da conta corrente ocorre nos anos subsequentes, com ou sem auxílio do FMI.

Apenas o Brasil e a Rússia não enfrentaram uma redução do PIB no primeiro ano subsequente ao momento agudo da crise, embora, no caso do Brasil, onde a desvalorização do real aconteceu no mês de janeiro, o ano a ser considerado deva ser 1999, quando foi registrado crescimento medíocre de 0,8%.

A favor do FMI poderia ser mencionado que houve, com efeito, uma reversão ou uma redução para níveis “aceitáveis” dos déficits em conta corrente na maioria dos países, com exceção, mais uma vez, de Rússia e Brasil. A Rússia não vinha exibindo déficit em conta corrente antes da crise, de modo que não se pode afirmar que esse tenha sido um fator preponderante de vulnerabilidade em sua crise de 1998. O Brasil, por sua vez, somente logrou uma redução substancial do déficit em 2002, no terceiro ano após a crise. Isso possivelmente se explica pelo fato de que o país não passou por uma recessão tão aguda quanto a maioria dos outros países, o que manteve mais estável a demanda por importações. Ainda nessa linha, deve-se reconhecer que a maioria dos países recuperou o crescimento do PIB no segundo e terceiro anos após a crise, alguns de forma pujante, como a Coreia e o México. O exemplo da Argentina, entretanto, que não recebeu auxílio do FMI imediatamente após a crise, pode ser evidência de que os programas do FMI não devem receber o crédito integral pelo crescimento econômico na sequência de agudas recessões nos países selecionados.

4.4. Considerações finais

Procurou-se avaliar, neste capítulo, a governança do regime financeiro internacional em suas dimensões formal – transparência, prestação de contas e equilíbrio – e material – eficiência no cumprimento da missão que lhe foi atribuída pelos países, que é promover o crescimento econômico com estabilidade e sem prejuízos para o comércio e os fluxos financeiros internacionais. Tendo em mente a ressalva de que governança, no plano internacional, não significa governo, foi dada atenção ao funcionamento das instituições financeiras internacionais (IFIs), notadamente o FMI.

O objetivo da pesquisa desenvolvida, a partir da vasta literatura sobre a matéria e de informações quantitativas sobre as economias dos países que enfrentaram crises financeiras desde os anos 1990, era verificar a existência de correlação entre problemas de governança do regime e a ocorrência de crises financeiras nos países emergentes, em reforço do argumento apresentado no capítulo introdutório desta dissertação acerca da importância dos fatores internacionais na explicação da vulnerabilidade externa dos países emergentes.

Como resultado da avaliação, foram observadas deficiências na governança do regime financeiro internacional que podem ter tido impacto - e continuar a ter no futuro – sobre a vulnerabilidade externa dos países emergentes. Na dimensão formal, a falta de transparência, tanto dos órgãos decisórios intergovernamentais quanto da direção e da burocracia das IFIs, gera assimetrias de informação e incertezas que agravam a probabilidade de ocorrência de crises, bem como problemas de legitimidade que dificultam a absorção pelos países das políticas e programas voltados para a correção de desequilíbrios no balanço de pagamentos, normalmente acompanhados de rigorosas condicionalidades na área de gestão da política econômica. Ainda na dimensão formal, o desequilíbrio inerente ao mecanismo do voto ponderado, que vigora nas IFIs, também dá origem a questionamentos sobre a legitimidade da atuação daquelas instituições nos países emergentes, em prejuízo, uma vez mais, das medidas a serem tomadas nesses países para a mitigação de seus desequilíbrios, ainda que justificadas tecnicamente.

Na dimensão material, o funcionamento do regime, embora não tenha produzido conseqüências catastróficas, inclusive na administração das crises financeiras ocorridas desde a década de 1990, está aquém do ideal de manutenção do pleno emprego com estabilidade econômica, vislumbrado por Keynes na década de 1940. Vale encerrar esta seção, portanto, com ensinamento de John Williamson, escrito no final da década de 1980, que permanece válido no momento atual:

Os atuais esquemas mundiais lembram mais a liberdade generalizada dos anos 30 que qualquer outra coisa, mas as conseqüências não foram, até hoje, tão prejudiciais. O principal motivo de reclamação tem sido o grau de variação das taxas de câmbio reais e seu desvio de níveis de equilíbrio a médio prazo. Parece haver dúvida se isso, por mais importante que muitos acreditem ser, revelar-se-á suficientemente grave para levar o mundo a uma tentativa renovada de uma grande revisão de seus esquemas monetários em futuro próximo.³⁰⁰

³⁰⁰ *A Economia Aberta e a Economia Mundial...*, 1988, pág. 337.

Conclusão

Os anos 1990 foram um período de grande euforia com o alcance e a lucratividade crescentes das transações financeiras internacionais, mas essa euforia foi entremeada por momentos de apreensão com a volatilidade dos mercados financeiros mundiais e com a virulência das crises financeiras que se abateram sobre vários países emergentes. Tais crises ameaçaram, em alguns casos, pôr a perder, num curto espaço de tempo, a prosperidade conquistada durante a expansão econômica alcançada anteriormente.

Uma vasta literatura surgiu desde então, em busca das causas dessas crises financeiras e de políticas capazes de reduzir a probabilidade de sua ocorrência, bem como sua frequência. Trata-se de um fenômeno de causas complexas e múltiplas e que, até o presente, permanece objeto de controvérsia entre os especialistas. O argumento defendido nesta dissertação é que os fundamentos econômicos domésticos dos países que enfrentaram crises desde os anos 90 não são causas suficientes para explicar a emergência dessas crises. À luz do importante conceito de equilíbrios múltiplos, presente, como visto no capítulo 1, nos modelos de crise financeira de segunda e terceira geração, foi analisada uma série de indicadores sobre nove países emergentes que enfrentaram crises desde os anos 1990, os quais não evidenciam uma deterioração tão grave dos fundamentos que tornasse as crises necessárias ou previsíveis. Embora as economias pesquisadas registrassem alguns desequilíbrios, tanto nos indicadores escolhidos, quanto provavelmente em outros indicadores existentes na literatura, poucos eram os casos em que havia relativo consenso sobre a insustentabilidade de sua situação econômica no período anterior à crise.

Ademais dos indicadores quantitativos, foram examinadas duas alternativas de modelos ou agendas de política econômica – a cosmopolita (ou liberal-social, na terminologia de Amadeo) e a nacionalista (desenvolvimentista ou SKC). Esses modelos podem ter diferentes conseqüências para a vulnerabilidade dos países, na medida em que afetam as expectativas dos investidores de forma diferenciada e contribuem, assim, para a conformação de um “bom” ou “mau” equilíbrio. O estudo dos modelos de política econômica é importante, ainda, para fins de comparação das respostas que cada um deles propõe para o problema da vulnerabilidade externa. Não há base empírica irrefutável, contudo, para se definir que um ou outro modelo é superior conceitualmente ou em termos de medidas práticas voltadas para a prevenção ou administração de crises financeiras. Pode-se, entretanto, reconhecer, observando

o senso comum, que o modelo cosmopolita, inspirado nas prescrições do Consenso de Washington, parece ter sido brindado com maior confiança dos mercados do que o modelo nacionalista.

Um outro tipo de explicação para a vulnerabilidade externa dos países emergentes foi buscado, então, nas tendências internacionais associadas à globalização financeira, que, como indicado na Introdução, tornariam mais provável o “mau equilíbrio” descrito na literatura econômica e que não têm encontrado uma resposta adequada por parte do regime financeiro internacional e das instituições que o compõem. A decisão sobre se o estado de equilíbrios múltiplos vai tender a um “bom” ou a um “mau” equilíbrio é apresentada na literatura como uma decisão do investidor, baseada de forma um tanto discricionária em suas expectativas sobre a situação econômica ou sobre as políticas de um determinado país no futuro. As características contemporâneas das finanças internacionais – elevado volume e volatilidade dos fluxos financeiros privados internacionais, novas tecnologias de informação e comunicações aplicadas às finanças e grande número de investidores, sem meios de se coordenarem entre si - representam, no presente trabalho, uma condição estrutural que exerce pressão sobre as estruturas de cooperação internacional em matéria financeira, em particular sobre os princípios, normas, regras, procedimentos e instituições que compõem o regime financeiro internacional.

A etapa seguinte, nesse contexto, foi verificar se continuam presentes, no plano internacional, as premissas para a cooperação entre os países, em termos de poder (presença de um ator hegemônico), existência de interesses comuns (correção de falhas de mercado) e valores compartilhados (economia aberta, estabilidade e pleno emprego), com a finalidade de enfrentar os desafios apresentados pelas características das finanças internacionais aprofundadas desde os anos 1990. Trata-se de outro tema sobre o qual não há consenso entre os principais autores da teoria dos regimes internacionais.

Alguns adeptos da teoria da estabilidade hegemônica acreditam que o regime financeiro internacional está em declínio em virtude do recuo da liderança dos Estados Unidos, que estaria mais voltado para a defesa de seus interesses de curto prazo do que para a conservação de uma ordem econômica internacional aberta e liberal. Essa corrente não admite a possibilidade de êxito do regime num sistema internacional desprovido de um ator

hegemônico. Por isso, alguns autores citam a teoria da estabilidade hegemônica como uma anti-teoria dos regimes internacionais.³⁰¹

Os institucionalistas neoliberais defendem, por sua vez, que a existência de uma potência hegemônica com poder e vontade suficientes para fazer valer as regras do regime é um fator desejável, porém não necessário para a permanência do regime, podendo esse sobreviver se subsistirem os interesses comuns que levaram a sua constituição. No pós-guerra, esse interesse comum era a superação da anarquia que agravou a depressão da década de 1930; na atualidade, esse interesse comum poderia ser representado pela necessidade de mitigar a instabilidade trazida pelas novas características das finanças internacionais na era da globalização.

Por fim, o construtivismo, na análise do regime financeiro internacional, agrega um terceiro elemento a ser considerado no estudo dos regimes internacionais, que seriam valores e concepções compartilhados entre os Estados, resultantes de uma interação mútua que molda suas preferências. No caso do regime financeiro internacional, esses valores seriam os do liberalismo. Ao contrário do que ocorre na teoria da estabilidade hegemônica, a ordem econômica liberal é para os construtivistas, um conceito dinâmico. A ordem liberal do século XIX foi diferente do “embedded liberalism” do pós-guerra, que, por sua vez, pode ser diferente do liberalismo predominante no mundo contemporâneo, provavelmente, mais próximo daquele vigente no final do século XIX e início do XX.

Ainda que estejam verificadas as condições para a cooperação internacional e para a existência de um regime financeiro internacional, e há evidências contraditórias na literatura dos regimes a esse respeito, como exposto no capítulo 3, é possível que esse regime não esteja funcionando de forma adequada. Em outras palavras, falhas no desenho institucional das IFIs, sobretudo do FMI, em suas estruturas e procedimentos de transparência e prestação de contas, na dimensão formal, e deficiências no cumprimento da missão que lhes foi atribuída pela comunidade internacional, na dimensão material, podem levar o regime a funcionar de forma ineficiente, agravando a vulnerabilidade externa dos países emergentes.

O exame da governança financeira internacional revelou deficiências tanto na dimensão formal quanto na dimensão material, como mostrado no capítulo 4. Problemas de transparência afetam a clareza dos agentes de mercado sobre as posições e políticas das IFIs, em especial do FMI, e, em consequência, dos países sob influência daquelas instituições, bem

³⁰¹ Hasenclever e outros, *Theories of International Regimes*, 1997, pág. 86.

como a legitimidade das políticas e programas recomendados pela instituição aos países emergentes. O cumprimento da missão do FMI, expressa em seus “Artigos”, de promover o crescimento econômico equilibrado em seus membros, evitando, ao mesmo tempo, prejuízos ao comércio e aos fluxos financeiros internacionais, está à espera de um novo enfoque, de um novo modo de operação, bem como, possivelmente, de novos instrumentos de ação.

Não foi incluído entre os objetivos deste trabalho discorrer sobre a reforma do sistema financeiro internacional, mas este capítulo de conclusão parece o lugar propício para uma avaliação das implicações políticas gerais das observações feitas no trabalho.

A partir do reconhecimento de que vários dos fatores, talvez os principais, da vulnerabilidade externa dos países emergentes devem ser localizados no plano internacional, é neste nível que também deveriam surgir algumas soluções para o problema da vulnerabilidade, embora se tenha concluído no capítulo 4, com base na avaliação de John Williamson, que o *status quo* será provavelmente preservado.³⁰² Não está claro, contudo, se as mudanças, caso haja alguma, consistirão num fortalecimento do regime e de suas instituições ou num recuo do regime e das funções das IFIs, em especial do FMI, que deixará às forças do mercado responsabilidade crescente pelo ajustamento do sistema ou pela correção de seus desequilíbrios.

A segunda alternativa surge, inicialmente, de uma posição de princípio de que as causas das crises financeiras contemporâneas são as falhas de governo, não as falhas de mercado, e de que o FMI, como instituição oficial, apresenta vícios e ineficiências semelhantes às dos governos nacionais, por oposição aos mercados financeiros, que seriam intrinsecamente estáveis e eficientes, inclusive para lidar com o fenômeno do contágio. Mais concretamente, o FMI funcionaria como fator de distorção das decisões dos agentes econômicos, ao estimular, com seus pacotes de ajuda financeira, o risco moral (*moral hazard*) de investidores-credores, que não tomariam as precauções necessárias para proteger-se do risco do crédito, e de países-devedores, que adiariam medidas de austeridade fiscal para garantir a sustentabilidade do pagamento de suas dívidas.³⁰³

³⁰² Como visto no capítulo 1, no estudo do nacionalismo econômico, Paulo Nogueira Batista Jr. também apresenta visão pessimista das perspectivas de reforma da “arquitetura” do sistema financeiro internacional.

³⁰³ Ver Yung Chul Park e Yunjong Wang. “Reform of the International Financial Systems and Institutions in Light of the Asian Financial Crisis”. *G-24 Discussion Paper Series* (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD e Centro para o Desenvolvimento Internacional da Universidade de Harvard), nr. 12, 2001, pág. 3. Disponível em: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/G24-Park%20&%20Wang%20No.%2012.pdf>. Acesso em: 6/2003.

Além da falta de evidência empírica sobre o risco moral,³⁰⁴ a redução do FMI a um papel minimalista ou sua eliminação do sistema financeiro internacional, ao menos em termos de concessão de financiamento a países em crise, esbarraria numa dificuldade política considerável, talvez intransponível. Que governo, sobretudo dos Estados Unidos, permitiria o aprofundamento de uma crise financeira global, que afetaria seus próprios investidores em mercados emergentes, cada vez mais numerosos, apenas para fazer valer o princípio de que o risco moral deve ser evitado e de que os mercados devem autoregular-se? Os custos da inação podem ser muito superiores aos inconvenientes da ação. Robert Rubin explica, de forma algo fatalista, a razão por que, a despeito das reservas da administração George W. Bush em relação aos pacotes de assistência financeira do FMI, os Estados Unidos lideraram o socorro a países emergentes em crise desde 2001, como a Argentina:

Whether the administration was philosophically in favor of support programs or against them, it was bound to end up doing them, because U.S. self-interest was so much involved, geopolitically and economically. A lot of people begin their analysis with a priori constructs. But the orderly view from one's armchair is not the perspective you have when you're facing the messy reality of a global financial crisis.³⁰⁵

A descrição das propostas de fortalecimento do regime, bem como de suas instituições operativas, exigiria um grau de detalhamento que ultrapassa o escopo deste trabalho. Pode-se, entretanto, inferir, do debate contemporâneo, quais medidas um tal fortalecimento poderia envolver.

A primeira possibilidade é que o FMI receba uma missão aprimorada a partir do seu papel atual, adquirindo o papel de prestador internacional de última instância ou de um banco central de escopo global. Em Bretton Woods, o FMI foi criado como um “semi-prestador de última instância” ou como um “prestador em momentos de crise”,³⁰⁶ ao passo que o prestador de última instância deve poder emprestar livremente, ainda que a taxas de juros punitivas e cercado-se de boas garantias.³⁰⁷ Como observado no capítulo 2, entretanto, os fluxos de capitais oficiais para os países emergentes são muito menores, na atualidade, do que os ingressos de capitais privados. A assunção de maior responsabilidade pelo financiamento das economias emergentes, na administração de crises financeiras, exigiria, nesse contexto, uma capitalização expressiva do FMI, requisito que parece estar em

³⁰⁴ Fred Bergsten, *apud* Park e Wang, *ibid.*, pág. 3.

³⁰⁵ Rubin e Weisberg, *In an Uncertain World...*, 2003, pág. 297.

³⁰⁶ Park e Wang, *op. cit.*, págs. 2 e 3.

³⁰⁷ Barry Eichengreen, *Crises Financeiras: Análise, Prevenção e Gestão*, 2003, pág. 138.

descompasso com a disposição atual dos principais contribuintes. Trata-se, portanto, de uma solução tecnicamente plausível, porém politicamente improvável.

A outra possibilidade é que o FMI se torne cada vez menos um fundo e cada vez mais uma instituição de normas no âmbito da qual se definem padrões de comportamento aos países que a integram e se dirimem conflitos sobre a adequação desses comportamentos às normas existentes. Essa dimensão do FMI já se concretiza, de certa forma, no papel consultivo que a instituição, juntamente com o Banco Mundial, desempenha em relação à economia de seus membros, especialmente no contexto de programas de assistência financeira. Quanto à solução de conflitos, o FMI poderia ter uma função importante em qualquer mecanismo de coordenação de credores a ser criado, seja uma corte internacional de falências, seja um esquema mais brando de concordata para países, sobre os quais não convém entrar em pormenores aqui.³⁰⁸

Isso não seria possível, no entanto, sem um “adensamento da juridicidade” do regime,³⁰⁹ que diminuísse a discricionariedade da instituição, em particular de sua burocracia, na prescrição de políticas aos países com dificuldades no balanço de pagamentos. Retornando ao que foi mostrado no capítulo 4, seria preciso desenvolver critérios mais objetivos de avaliação da política econômica dos países, inclusive para efeitos de acesso a financiamento do Fundo, de modo a evitar que a instabilidade dos mercados financeiros seja agravada por manifestações contraditórias em defesa deste ou daquele modelo de política, sobretudo na área cambial.

Pode-se argumentar, com razão, que o FMI é propositalmente ambíguo, em deferência à soberania de seus membros, que devem ter liberdade para adotar as políticas que melhor lhes aprouverem, sem receio de discriminação nas decisões de financiamento do Fundo. Esse dilema não ofereceria, contudo, a oportunidade de um *trade-off*? Um regime financeiro internacional mais denso e preciso em termos de normas, regras e padrões de comportamento poderia ter como contrapartida uma governança mais transparente e equilibrada, nos moldes da Organização Mundial do Comércio (OMC) ou de outros fundos multilaterais, como o GEF, no exemplo dado no capítulo 4, em que os países se sentissem como participantes mais ativos da definição de políticas que lhes são dirigidas.

³⁰⁸ *Ibid.*, págs. 91-99.

³⁰⁹ A expressão é de autoria de Celso Lafer, que a utilizou para comparar o mecanismo de solução de controvérsias da OMC com seu antecessor, no âmbito do GATT (“O Órgão de Solução de Controvérsias da OMC: balanço de uma gestão”. In: Lafer. *Comércio, Desarmamento, Direitos Humanos: Reflexões sobre uma Experiência Diplomática*. São Paulo: Ed. Paz e Terra, 1999, pág. 77).

Em 1999, escrevendo num momento de relativo otimismo com a OMC, algo diferente do atual, Celso Lafer³¹⁰ explicava o sucesso daquela organização pelas medidas de construção de confiança (“*confidence-building measures*”) negociadas ou confirmadas na Rodada Uruguai, em especial a obrigação geral de notificar dos países, o sistema de solução de controvérsias e o processo decisório baseado no consenso e na igualdade entre os Estados. Lafer raciocina que, numa organização cujo principal ativo são suas normas, não seus recursos, em contraste com o FMI e o Banco Mundial, as medidas de construção de confiança seriam essenciais para manter a sustentabilidade política da liberalização comercial. A regra do consenso, por exemplo, serviria ao propósito de “reduzir o medo de ser vinculado por uma decisão não desejada, contribuindo dessa forma para a segurança jurídica de todos os membros da OMC”.³¹¹

À medida que as normas se tornarem ativos mais críticos no FMI, maior será a necessidade de medidas similares de construção de confiança no contexto do regime financeiro internacional, para que seja assegurada não só sua permanência, mas também sua maior eficácia, face às demandas impostas pela rápida integração financeira dos últimos anos.

³¹⁰ “O impacto de um mundo em transformação no Direito Internacional Econômico: reflexões sobre a OMC no cinquentenário do sistema multilateral de comércio”. In: Celso Lafer, *ibid.*, págs. 25 a 53.

³¹¹ *Ibid.*, pág. 46.

Referências bibliográficas

ALLEN, Franklin; McANDREWS, James; e STRAHAN, Philip. “E-finance: An Introduction”. Working Papers Series 01-36. The Wharton School (University of Pennsylvania) Financial Institutions Centre, 2001. Disponível em: fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/p0136.html. Acesso em: 12/3/2004.

AMADEO, Edward. “O que divide os economistas brasileiros”. Relatório Especial. São Paulo: Tendências Consultoria Integrada, 2003. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/gfranco. Acesso em: 30/05/2004.

AMIN, Samir. *Accumulation on a World Scale: a Critique of the Theory of Underdevelopment*. Sussex: The Harvester Press, 1974. *Apud* Marcos B. A. Galvão “Globalização: Arautos, Céticos e Críticos (Segunda Parte)”. *Política Externa*, Vol. 7, Nr. 1, Junho/Julho/Agosto de 1998.

ARMIJO, Leslie Elliot. “Introduction and Overview” e “Mixed Blessing: Expectations about Foreign Capital Flows and Democracy in Emerging Markets”. In: ARMIJO, L. E. (ed.). *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*. Nova York: Ed. Palgrave, 2001 (1999), págs. 1-50.

ARTANA, Daniel; MURPHY, Ricardo López; e NAVAJAS, Fernando. “Uma agenda de política fiscal”. In: KUCZYNSKI, Pedro-Pablo e WILLIAMSON, John (orgs.). *Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento e a Reforma na América Latina*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003, págs. 64-88.

BANCO MUNDIAL. *Global Development Finance: Harnessing Cyclical gains for development*. Washington, 2004.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. “Vulnerabilidade externa da economia brasileira”. *Estudos Avançados*, São Paulo, vol. 16, nr. 45, 2002, págs. 173-185.

BBC. “Brazil gets \$41 bn aid package”. BBC News, Londres, 13 de novembro de 1998. Disponível em http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/the_economy/213668.stm. Último acesso em: 26/7/2004.

BERG, Andrew; BORENSTZEIN, Eduardo; e PATTILLO, Catherine. “Assessing Early Warning Systems: How Have They worked in Practice”. Working Paper nr. 04/52. Washington: FMI, 2004. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0452.pdf>. Acesso em: 28/5/2004.

BERG, Andrew e PATTILLO, Catherine. “The Challenges of Predicting Economic Crises”. *Economic Issues* nr. 22. Washington: FMI, 2000. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues22/index.htm>. Acesso em: 28/5/2004.

BHAGWATI, Jagdish. “The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars”. *Foreign Affairs*, 77, 3, Maio/Junho de 1998.

_____. “Globalization: The Question of Appropriate Governance”. Aula proferida na Coréia do Sul, em 7 de outubro de 1999. Disponível em <http://www.columbia.edu/~jb38/Taegu.pdf>. Acesso em: 2/5/2004.

_____. *In Defense of Globalization*. Nova York: Oxford University Press, 2004.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. “O Segundo Consenso de Washington e a Quase Estagnação da Economia Brasileira”. *Revista de Economia Política*, São Paulo, Vol. 23, nr. 3 (91), pág. 21, julho/setembro de 2003, págs. 3-34.

BRITTAN, Samuel. “The dollar: the case for benign neglect”. *Financial Times*, Londres, 30/01/2004.

BUITER, Willem H. “Country Ownership: a Term Whose Time Has Gone”. Discurso proferido em 5 de julho de 2004 em conferência sobre política de desenvolvimento organizada pelo Banco Mundial, em Paris. Disponível em: <http://www.nber.org/~wbuiter/condition.pdf>. Acesso em: 28/7/2004.

CALVO, Guillermo A. “Economic Policy in Stormy Waters: Financial Vulnerability in Emerging Economies”. *Journal of Applied Economics*, Vol. IV, Nr. 1, Maio 2001.

_____. “Crises de Balanços de Pagamentos nos Mercados Emergentes: Grandes Fluxos de Entrada de Capitais e Governos Soberanos”. In: KRUGMAN, P. (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, págs. 77-119.

CAMPOS, Roberto. *A Lanterna na Popa*. Rio de Janeiro: Ed. Topbooks, 1994.

CARDIM, Fernando J. e SICSÚ, João. “Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais”. *Revista Brasileira de Economia Política*, São Paulo, março de 2004, pág. 9. Disponível em www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/controversias_recentes_sobre_controles_de_capitais.pdf. Acesso em: 10/3/2004.

CARNEIRO, Dionísio Dias. “Crise e Esperança: 1974-1980”. In: ABREU, Marcelo de Paiva [org.]. *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990, págs. 295-322.

COGLIANESE, Cary. “Globalization and the Design of International Institutions”. In: J.S. Nye e John D. Donahue. *Governance in a Globalizing World*. Cambridge/EUA: Brookings Institution Press, 2000, págs. 297-318.

COHEN, Ariel; GOLDMAN, Marshall I.; HARDT, John P.; e ROBINSON JR., Roger W. “The Meaning of the Russian IMF Bailout”. Heritage Lecture nr. 626. Washington: The Heritage Foundation, 1998. Disponível em <http://www.heritage.org/Research/RussiaandEurasia/hl626.cfm>. Acesso em: 17/4/2004.

COOPER, Richard N. “Chapter 11 for Countries?”. *Foreign Affairs*, Vol. 81, nr. 4, Julho/Agosto de 2002, págs. 90 a 103.

CORSETTI, Giancarlo; PRESENTI, Paolo; e ROUBINI, Nouriel. “The Role of Large Players in Currency Crises”. Working Paper 8303. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 2001. Disponível em www.nber.org/papers/w8303. Acesso em: 3/2003.

DE LONG, Bradford; DE LONG, Christofer; e ROBINSON, Sherman. “The Mexican Peso Crisis: In Defense of U.S. Policy Toward Mexico”. 1996, Disponível em: http://www.j-bradford-delong.net/Econ_Articles/themexicanpesocrisis.html. Acesso em: 4/11/2001.

DRAZEN, Allan. “O Contágio Político nas Crises Monetárias”. In: KRUGMAN, P. (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, págs. 47-76.

ECONOMIST, The. “A survey of global finance”, edição de 3 a 9 de maio de 2003.

_____. “Too soft, too open, too democratic?”. *The Economist*, edição online, 26/9/2003. Disponível em: http://www.economist.com/agenda/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=2096926. Acesso em: 26/7/2004.

_____. “The Fund’s Golden Ratio”. *The Economist*, edição on-line, 1º de junho de 2004. Disponível em: www.economist.com. Acesso em: 28/5/2004).

EDWARDS, Sebastian. “The Mirage of Capital Controls”. Versão antecipada de artigo na revista *Foreign Affairs*, edição de Maio/Junho de 1999. Disponível em http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/for_aff.pdf, pág. 2. Último acesso em: 24/7/2004.

_____. “Contagion”. World Economy Lecture, University of Nottingham, 1999 (revisto em 2000). Disponível em: http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world_economy5.pdf. Acesso em: 20/1/2004.

_____. “Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals”. Working Paper nr. 10277. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 2004. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10277>. Acesso em: 25/7/2004.

EDWARDS, Sebastian e SAVASTANO, Miguel A.. “O Peso Mexicano após a Crise Monetária de 1994”. In: KRUGMAN, P. (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, págs. 215-279.

EICHENGREEN, Barry. *A Globalização do Capital: uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Ed. 34, 2000.

_____. *Crises Financeiras: Análise, Prevenção e Gestão*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2003.

EICHENGREEN, Barry e MUSSA, Michael. “Capital Account Liberalization and the IMF”. *Finance and Development* (a quarterly magazine of the IMF), vol. 35, nr. 4, dezembro de

1998. Disponível em <http://www.imf.org/external/ft/fandd/1998/12/eichen.htm>. Acesso em: 24/7/2004).

ENDLICH, Lisa. *Goldman Sachs: The Culture of Success*. Nova York: Touchstone Books, 2000.

EVANS, Peter e FINNEMORE, Martha. “Organizational Reform and the Expansion of the South’s Voice at the Fund”. Estudo preparado para o encontro do “G-24 Technical Group”, Washington, 17-18 de abril de 2001. Disponível em <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/G24Papers.htm>. Acesso em: 15/5/2004.

FISCHER, Stanley. “Financial Crises and Reform of the International Financial System”. Working Paper 9297. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 2002. Disponível em: www.nber.org/papers/w9297. Acesso em: 6/2003.

FONSECA JR., Gelson. *Developmentalism and Dependency: a Comparative Analysis*. Tese de Mestrado submetida à Universidade Georgetown/EUA, 1976, *Apud*. Marcos B. A. Galvão “Globalização: Arautos, Céticos e Críticos (Segunda Parte)”. *Política Externa*, Vol. 7, Nr. 1, Junho/Julho/Agosto de 1998.

_____. *A Legitimidade e outras Questões Internacionais: Poder e Ética entre as Nações*. São Paulo: Ed. Paz e Terra, 1998.

FRANCO, Gustavo. “Existem escolas de pensamento?”. *O Estado de São Paulo*, 18/05/2003. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/gfranco/A168.htm. Acesso em: 30/5/2004.

_____. “Palavras com P”. *Veja*, São Paulo, 25.06.2003. Disponível em: www.econ.puc-rio.br/gfranco. Acesso em: 2/06/2004.

_____. “O Capitalismo Envergonhado”. *Veja*, São Paulo, Edição 1845, março de 2004.

FRIEDMAN, Thomas L. *The Lexus and the Olive Tree*. Nova York: Anchor Books, 2000 (1999).

FUKUYAMA, Francis. *The End of History and the Last Man*. Nova York: Avon Books, 1993.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Press release nr. 97/59, de 17 de dezembro de 1997. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1997/PR9759.HTM>. Acesso em: 5/5/2004.

_____. “IMF World Economic Outlook”. Washington: FMI, 1999. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/0599ch2.pdf>. Acesso em: 25/4/2004.

_____. Press Release nr. 99/14, de 25 de abril de 1999. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1999/PR9914.HTM>. Acesso em: 5/5/2004.

_____. “Macroprudential Indicators of Financial System Soundness”. Washington, 2000. Disponível em: www.imf.org. Acesso em: 18/5/2004.

_____. “Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF”. Issues Brief 00/05, 2000. Disponível em www.imf.org. Acesso em: 15/04/2004.

_____. “Recovery from the Asian Crisis and the role of the IMF”. Issues Brief 00/05. Washington: FMI, 2000. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm#V>. Acesso em: 5/5/2004.

_____. “IMF Augments Argentina Stand-by Credit to \$ 21.57 billion, and completes Fourth Review”. *Press Release* 01/37, 7 de setembro de 2001. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2001/pr0137.htm>. Acesso em: 2/5/2004.

GALVÃO, Marcos. B. A. “Os discursos sobre a globalização: arautos, cétricos e críticos”. *Política Externa*, São Paulo (Paz e Terra), Vol. 6, Nr. 4, Março/Abril/Maio de 1998, págs. 36-88, e Vol. 7, Nr. 1, Junho/Julho/Agosto de 1998, págs. 117-160.

GIL-DÍAZ, Francisco. “The Origin of Mexico’s 1994 Financial Crisis. *The Cato Journal*, Vol. 17, Nr. 3. Disponível em: www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-14.html. Acesso em: 10/3/2004.

GILPIN, Robert. *The Political Economy of International Relations*. Princeton: Princeton University Press, 1987.

_____. *The Challenge of Global Capitalism: the World Economy in the 21st Century*. Princeton: Princeton University Press, 2000.

_____. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton: Princeton University Press, 2001.

GOLDSTEIN, Morris e LARDY, Nicholas. “Two stage currency reform for China”. *Asian Wall Street Journal*, 12 de setembro de 2003. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/goldstein0903.htm>. Acesso em: 25/5/2004.

GOLDSTEIN, Morris; REINHART, Carmen; e KAMINSKY, Graciela. *Assessing Financial Vulnerability: an early Warning System for Emerging Markets*. Washington, D.C.: Institute for International Economics (ed.), 2000. Disponível em: www.iie.com. Acesso em: 12/5/2004.

GONÇALVES, Reinaldo; BAUMANN, Renato; PRADO, Luiz Carlos Delorme; e CANUTO, Otaviano. *A Nova Economia Internacional: uma Perspectiva Brasileira*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1998.

GORDON, Robert J. “O Período Posterior ao Colapso do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio em 1992: Houve um Almoço Macroeconômico Grátis?”. In: KRUGMAN (ed.), *Crises Monetárias*, São Paulo: Makron Books, 2001, págs. 281-331.

GOW, Joanne. “Closing the Gold Window: domestic Politics and the End of Bretton Woods”. Ithaca: Cornell University Press, 1983, *apud* GILPIN, R. *The Political Economy of International Relations*. Princeton: Princeton University Press, 1987.

GREENSPAN, Alan. Discurso proferido em 5 de dezembro de 1996 no “Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research”, Washington, D.C. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm. Acesso em: 20/4/2004).

_____. “Structural changes in the economy and financial markets”. Discurso proferido em 5 de dezembro de 2000, em Nova York. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/200001.205.htm. Acesso em: 15/2/2004 (não disponível em 25/7/2004).

_____. Discurso proferido em 2 de março de 2004. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040302/default.htm. Acesso em: 5/6/2004).

GUDIN, Eugênio. *Inflação, importação e exportação, Café e crédito, Desenvolvimento e industrialização*. Rio de Janeiro: Ed. Agir (ano não-disponível). *Apud* CAMPOS, Roberto. *A Lanterna na Popa*. Rio de Janeiro: Ed. Topbooks, 1994.

HALEY, Mary Ann. “Emerging Market Makers: The Power of Institutional Investors”. In: ARMIJO, L. E. (ed.). *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*. Nova York: Ed. Palgrave, 2001 (1999), págs. 74-90.

HASENCLEVER, Andreas; MAYER, Peter; e RITTBERGER, Volker. *Theories of International Regimes*. Cambridge/RU: Cambridge University Press, 1997.

HAWKINS, John e KLAU, Mark. *Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies*. Basileia: Bank of International Settlements (BIS) Working Papers, nr. 91, 2000. Disponível em: www.bis.org.

HOUTVEN, Leo Van. “Governance of the IMF: Decison Making, Institutional Oversight, Tranparency and Accountability”. Pamphlet Series, Nr. 53. Washington: FMI, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA (IBRE). “Carta do IBRE”. Conjuntura Econômica/FGV, Rio de Janeiro, Vol. 58, nr. 03, março de 2004.

INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE. “The Tobin tax – a business viewpoint”, 14 de dezembro de 2001. Disponível em: www.iccwbo.org/home/statements_rules/statements/2001/tobin_tax.asp. Acesso em: 20/1/2003.

JAGUARIBE, Hélio. *O Nacionalismo na Atualidade Brasileira*. Rio de Janeiro: ISEB, 1958.

KATZENSTEIN, Peter J.; KEOHANE, Robert O.; e KRASNER, Stephen D. "International Organization and the Study of World Politics". International Organization, MIT, vol. 52, nr. 4, 1998, págs. 645-685.

KEOHANE, Robert O. *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*. Princeton: Princeton University Press, 1984.

KEOHANE, Robert O. e NYE, Joseph S. "Power and Interdependence Revisited". International Organization, 41, 4, 1987, págs. 725-753.

_____. "Introduction". In: J.S. Nye e John D. Donahue. *Governance in a Globalizing World*. Cambridge/EUA: Brookings Institution Press, 2000, págs. 1-41.

KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, Pânico e Crashes: um histórico das crises financeiras*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Nova Fronteira, 2000.

_____. *The World in Depression, 1929-1939*. 2a ed. Berkeley: University of California Press, 1986. *Apud* KINDLEBERGER, C. P. *Manias, Pânicos e Crashes; um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Ed. Nova Fronteira, 2000.

KISSINGER, Henry. *Diplomacy*. Nova York: Ed. Simon & Schuster, 1994.

KÖHLER, Horst. "Statement on Agreement on Strengthened Argentine Program". *News Brief* 00/117. Washington: FMI, 18 de dezembro de 2000. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/nb/2000/nb00117.htm>. Acesso em: 2/5/2004.

KRASNER, Stephen. "Structural causes and regime consequences: regimes as intervening variables". International Organization, MIT, vol. 36, nr. 2, 1982, págs. 1-21.

KRUEGER, Anne. "Países como a Argentina podem declarar falência?". O Estado de São Paulo, 17 de janeiro de 2002.

KRUGMAN, Paul. "A Model of Balance-of-Payments Crises". In: Paul Krugman. *Currencies and Crises*. 7a reimpressão Cambridge/EUA: MIT Press, 1999, págs. 61 a 76 (originalmente publicado no *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 3, em Agosto de 1979).

_____. "Currency Crises", preparado para conferência no *National Bureau of Economic Research*, Outubro de 1997. Disponível em web.mit.edu/krugman/www/crises.html. Último acesso em: 24 de julho de 2004.

_____. "Introdução". In: KRUGMAN, Paul. *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001.

KRUGMAN, Paul e OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo: Makron Books, 2001.

KUCZYNSKI, Pedro-Pablo. “Reformando o Estado”. In: KUCZYNSKI, Pedro-Pablo e WILLIAMSON, John (orgs.). *Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento e a Reforma na América Latina*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003, págs. 28-41.

LAFER, Celso. “O Impacto de um Mundo em Transformação no Direito Internacional Econômico: reflexões sobre a OMC no cinquentenário do sistema multilateral de comércio”. In: LAFER, C. *Comércio, Desarmamento e Direitos Humanos*. São Paulo: Ed. Paz e Terra, 1999, págs. 25-53.

_____. “O Órgão de Solução de Controvérsias da OMC: balanço de uma gestão”. In: Lafer, C. *Comércio, Desarmamento, Direitos Humanos: Reflexões sobre uma Experiência Diplomática*. São Paulo: Ed. Paz e Terra, 1999, págs. 75-79.

LEVI, Lucio. “Legitimidade”. In: Norberto Bobbio *Dicionário de Política*. 10^a ed. Brasília: Ed. UnB, 1997, vol. 2, págs 675-679.

LITAN, Robert E. “Economics: Global Finance”. In: P.J. Simmons e Chantal de Jorge Oudraat. *Managing Global Issues*. Washington D.C.: Carnegie Endowment for International Peace, 2001, págs. 196-232.

LORA, Eduardo. “Structural Reforms in Latin America: What has been reformed and how to measure It”, Research Department Working Paper 466. Washington: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2001. Disponível em www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-466.pdf. Acesso em: 22/7/2004.

MANZOCCHI, Stefano. “Capital Flows to Developing Economies throughout the Twentieth Century”. In: ARMIJO, L. E. (ed.). *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*. Nova York: Ed. Palgrave, 2001 (1999), págs. 51-73.

MISHKIN, Frederic S. STRAHAN, Philip E. “What will technology do to financial structure?”. Working Paper 6892. Cambridge/EUA: National Bureau of Economic Research, 1999. Disponível em www.nber.org/papers/w6892. Acesso em: 15/4/2004.

MODIANO, Eduardo. “A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990, págs. 347-386.

NAVIA, Patrício e VELASCO, Andrés. “As Reformas Políticas de Segunda Geração”. In: KUCZYNSKI, Pedro-Pablo e WILLIAMSON, John (orgs.). *Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento e a Reforma na América Latina*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003, págs. 233-267.

OLSON, Mancur. *The Logic of Collective Actions*. Cambridge/EUA: Harvard University Press, 1965. *Apud* Carlos Pio. *Relações Internacionais: Economia Política e Globalização*. Brasília: IBRI/FUNAG, 2002.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO. “Trading into the Future – the organization – Who’s WTO?”. Disponível em: http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org1_e.htm. Acesso em: 31/7/2004.

PARK, Yung Chul Park e WANG, Yunjong Wang. “Reform of the International Financial Systems and Institutions in Light of the Asian Financial Crisis”. *G-24 Discussion Paper Series* (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD e Centro para o Desenvolvimento Internacional da Universidade de Harvard), nr. 12, 2001. Disponível em: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/G24-Park%20&%20Wang%20No.%2012.pdf>. Acesso em: 6/2003.

PIO, Carlos. “A Estabilização Heterodoxa no Brasil: idéias e redes políticas”. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, vol. 46, nr. 1, 2001, págs. 29-54.

PERRY, Guillermo e SERVÉN, Luís. “The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?”. “Draft” de texto para o National Bureau of Economic Research – NBER, 2002. Disponível em: www.stern.nyu.edu/globalmacro/countries/argentina_research.html. Último acesso em: 26/7/2004.

RADELET, Steven e SACHS, Jeffrey. “O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático”. In: Paul Krugman (ed.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001, págs. 121-189.

RAMONET, Ignacio. “La pensée unique”. *Le Monde Diplomatique*, janeiro de 1995. Disponível em www.monde-diplomatique.fr/1995/01/RAMONET/1144. Acesso em: 30/5/2004).

REISEN, Helmut. “Tobin tax: could it work?” *OECD Observer*, 29 de março de 2002. Disponível em www.oecdobserver.org. Acesso em: 20/01/2003.

REUTERS. “NYSE mulls electronic trading shift”. Notícia de 30 de janeiro de 2004. Disponível em <http://msnbc.msn.com/id/4105941/>. Último acesso em: 25/7/2004.

RODRIK, Dani. “After Neoliberalism, What?”. Seminário no BNDES, setembro de 2002, *Apud* WILLIAMSON, John. “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, aula proferida no Banco Mundial em janeiro de 2004. Disponível em www.iie.com. Acesso em: 18/5/2004.

RUBIN, Robert e WEISBERG, Jacob. *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*. Nova York: Random House, 2003.

RUGGIE, John Gerard. “International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order”. *International Organization*, Cambridge/EUA, Massachusetts Institute of Technology, vol. 36, nr. 2, 1982, págs. 195-231.

_____. *Constructing the World Polity: Essays on international Institutionalization*. Londres e Nova York: Ed. Routledge, 1998.

SACHS, Jeffrey. “The IMF is a Power Unto Itself”. *Financial Times*, 11 de dezembro de 1997. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaCrisisSachsViewFT1297.html>. Acesso em: 26/7/2004.

_____. “Globalization and the Rule of Law”. Palestra ministrada na Faculdade de Direito da Universidade de Yale, em 16 de outubro de 1998. Disponível em www.yale.edu/outside/html/Publications/pub-sachs.htm. Último acesso em: 23/7/2004.

SAMUELSON, Paul e NORDHAUS, William. *Economia*. 14^a ed. Lisboa: Ed. McGraw-Hill, 1993.

SANTOS, Theotônio dos. *A Teoria da Dependência: Balanço e Perspectivas*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2000.

SAXTON, Jim e KELEHER, Robert E. “International Dimensions to U.S. Monetary Policy”. Documento do Comitê Econômico Conjunto do Congresso dos Estados Unidos, 2000. Disponível em www.house.gov/jec/fed/intern/pdf. Último acesso em: 26/7/2004.

SCHWARTZ, Anna J. “International Financial Crises: Myths and Realities”. *Cato Journal*, Vol. 17, nr. 3, 1998. Disponível em: www.cato.org/pubs/journal/cj_17n3-3.html. Acesso em: 21/1/2004.

SIMMONS, P. J. e OUDRAAT, Chantal de Jorge. “Managing Global Issues: an Introduction”. In: Simmons e Oudraat. *Managing Global Issues*. Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2001, págs. 3-22.

SPERO, Joan e HART, Jeffrey. *The Politics of International Economic Relations*. 5a ed. Nova York: St. Martin’s Press, 1997.

STIGLITZ, Joseph S. *Globalization and Its Discontents*. Nova York: Ed. Norton, 2003 (2002).

_____. *The Roaring Nineties*. Nova York: Ed. Norton, 2003.

TAVARES, Maria da Conceição. “Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais: a Modernização Conservadora” e “As Políticas de Ajuste no Brasil: os Limites da Resistência”. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís. *Desajuste Global e Modernização Conservadora*. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra, 1996, Caps. I e II, págs. 21-126.

TIROLE, Jean. *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 2002.

TOLEDO, Caio Navarro. *ISEB: Fábrica de Ideologias*. São Paulo: Ed. Ática, 1977.

TRAUMAN, Thomas. “A verdadeira voz da América”. *Revista Época*, Edição 215, 1/7/2002. Disponível em: <http://revistaepoca.globo.com/Epoca/0,6993,EPT343780-2011,00.html>. Acesso em: 26/7/2004.

WALTZ, Kenneth N. *Theory of International Politics*. Nova York: McGraw-Hill, 1979.

WENDT, Alexander. *Social Theory of International Politics*. Cambridge/RU: Cambridge University Press, 1999.

WILLIAMSON, John. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: um texto de Economia Internacional*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1988.

_____. “Is Brazil Next?”. Policy Brief 02-7. Washington: Institute for International Economics, 2002a. Disponível em [http:// www.iie.com/publications/pb/pb02-7.pdf](http://www.iie.com/publications/pb/pb02-7.pdf). Acesso em: 25/5/2004.

_____. “Did the Washington Consensus Fail?”. Discurso proferido no Center for Strategic and International Studies (CSIS). Washington: Institute for International Economics, 2002b. Disponível em: www.iie.com/papers/williamson1102.htm . Acesso em: 16/1/2003.

_____. “Introdução”. In: KUCZYNSKI, Pedro-Pablo e WILLIAMSON, John (orgs.). *Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento e a Reforma na América Latina*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003, págs. 1-17.

_____. “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, aula proferida no Banco Mundial em janeiro de 2004. Disponível em www.iie.com. Acesso em: 18/5/2004.

YERGIN, Daniel. *The Commanding Heights: The Battle for the World Economy*. 2a ed. Nova York: Touchstone Books, 2002.

YOUNG, Oran. *International Governance: Protecting the Environment in a Stateless Society*. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

Bibliografia Consultada

BANCO MUNDIAL. *Summary of "The Real Story"* (sobre a crise mexicana de 1994-95). Publicado por SACHS, Jeffrey; TORNELL, Aaron; e VELASCO, Andres, originalmente em The International Economy, Março/Abril de 1995. Consultado em 4/11/2001, não está mais disponível em 2/7/2004.

CARDOSO, Fernando Henrique e FALETTO, Enzo. *Dependência e Desenvolvimento na América Latina: Ensaio de Interpretação Sociológica*. 7ª ed. Rio de Janeiro: Ed. LTC, 1970.

IANNI, Octávio. *Teorias da Globalização*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1999.

_____. *A Era do Globalismo*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

KRUGMAN, Paul *O que aconteceu na Ásia?* in Política Externa, São Paulo, Vol. 6, Nr. 4, Março/Abril/Maio de 1998, págs. 89-102.

PIO, Carlos. *Relações Internacionais: Economia Política e Globalização*. Brasília: IBRI/FUNAG, 2002.

SINGER, J. David, *The Level of Analysis Problem in International Relations*. In: ROSENAU, James (editor). International Politics and Foreign Policy, Nova York, The Free Press, 1969, págs. 20-29.