

# A Crise Financeira Global e as reformas na arquitetura financeira internacional\*

André Moreira Cunha\*\*

Professor Associado do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)

## Resumo

*Este trabalho analisa os impactos da Crise Financeira Global sobre os debates em torno das reformas da arquitetura financeira internacional. Argumenta-se que ainda não há evidências claras de que, desta vez, haveria um novo consenso forte o suficiente para alterar o equilíbrio de poder entre o setor financeiro e a “economia real”. Nesse sentido, é difícil imaginarem-se reformas ao estilo de Bretton Woods.*

## Palavras-chave

**Crise Financeira Global; Bretton Woods; reformas.**

## Abstract

*This paper analyses the impacts of the Global Financial Crisis in the debate about the reforms of the international financial architecture. It is argued that there is no clear evidence, until now, that this time will be different, that is, with the emergence of a new consensus with enough power to radically change the balance of power between the financial sector and the “real world” economy. In this particular regard it is difficult to imagine reforms in the spirit of the Bretton Woods Agreement.*

---

\* Artigo recebido em nov. 2011 e aceito para publicação em jun. 2013.

\*\* E-mail: andre.cunha@ufrgs.br

## Key words

**Global Financial Crisis; Bretton Woods; reforms.**

**Classificação JEL: F3, F5.**

## Introdução

A Crise Financeira Global<sup>1</sup> em curso tem gerado um intenso debate acadêmico e normativo. Economistas, formuladores de política econômica e operadores financeiros, até então defensores do modelo de liberalização financeira irrestrita e de desregulamentação dos diversos mercados de produtos e fatores, vêm matizando suas posições em nome de um intervencionismo pragmático. Alguns passaram a invocar Keynes e Minsky como fontes inspiradoras de suas reflexões pós-crise<sup>2</sup> (Colander *et al.*, 2009;

---

<sup>1</sup> Nos últimos anos, as recorrentes crises financeiras têm sido denominadas em função do país ou região de origem, ou seja, a Crise Mexicana de 1994, a Crise Asiática de 1997-98, a Crise Russa de 1998 e assim por diante (Isard, 2005). A crise em curso foi, originalmente, chamada de Crise *Subprime*, em referência aos problemas originados do financiamento do setor imobiliário estadunidense. Todavia, na medida em que os diversos segmentos dos mercados financeiros foram sendo afetados ao redor do mundo e com o agravamento da contaminação do lado real, passou-se a tratar a crise em curso como a Primeira Grande Crise Global da Era da Globalização Financeira (Setser, 2009). Assim, optou-se aqui por tratá-la de Crise Financeira Global. Há, ainda, os que a denominam, por razões semelhantes, de A Grande Recessão (Palley, 2011).

<sup>2</sup> Como é o caso de Martin Wolf (<<http://www.ft.com/comment/columnists/martinwolf>>), um dos mais influentes articulistas liberais. Com mais intensidade a partir do resgate do banco Bear Sterns (Wolf, 2008a), Wolf vem revelando seu pessimismo frente ao modelo de ultraliberalização financeira. Com o agravamento da crise, Wolf perguntou-se sobre o que havia dado de errado naquele modelo, ou seja, por que a crise teria ocorrido com aquela intensidade, pegando quase todos de surpresa. Sua resposta não poderia ser mais explícita: “O que deu errado? A resposta curta: Minsky estava certo” (Wolf, 2008). Greenspan vem escrevendo com certa regularidade, nos principais periódicos financeiros. Para ele, a crise expôs a limitação dos modelos econômicos convencionais de precificação de ativos e avaliação de risco. Baseada em hipóteses do tipo “mercados eficientes”, a teoria econômica convencional seria incapaz de modelar adequadamente a dinâmica dos ciclos financeiros. Minsky e Keynes seriam fontes alternativas de inspiração. Para o ex-*chairman* do Federal Reserve System (FED), a incerteza e o “espírito animal” precisariam ser mais bem trabalhados nos modelos econômicos (Greenspan, 2008a). Antes da crise, Bill Gross e Mohamed El-Erian (2008), da influente Pacific Investment Management Company (PIMCO) (<[www.pimco.com](http://www.pimco.com)>), Nouriel Roubini (<[www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com)>), o “profeta do caos” ou “doutor Apocalipse”, George Magnus, economista sênior do banco UBS, dentre outros, popularizaram a expressão Momento Minsky, como conceito-síntese para a reversão do recente ciclo de *boom* creditício.

Unctad, 2011). Clamam pelo retorno das políticas contracíclicas típicas dos anos do Pós-Guerra. Defendem uma maior regulação dos mercados financeiros e, no limite, o reordenamento do ambiente institucional internacional no espírito do Acordo de Bretton Woods. Nesse contexto, Rodrik (2008) chegou a afirmar que o mundo necessita, urgentemente, de um novo Keynes.

Tendo por norte o estado atual desse debate, o presente artigo procura avaliar alguns impactos potenciais da crise sobre a discussão de reformas da arquitetura financeira internacional. Para tanto, parte-se da análise do Acordo de Bretton Woods, onde se procura evidenciar a contraposição das visões de Keynes e Dexter White, que, em última instância, revelava as tensões da transição da hegemonia da decadente Grã-Bretanha para a nova potência em afirmação global, os EUA. Na sequência, são resgatas as discussões do final dos anos 90 do século XX e início da década posterior sobre a instabilidade financeira e as reformas nas instituições herdadas do período anterior. Nesse momento, a despeito de algumas propostas mais ousadas, verificou-se um esvaziamento político das tentativas de ampliação dos espaços regulatórios nos mercados internacionais.

Depois disso, o trabalho volta-se para a crise atual, perguntando se, desta vez, haverá condições para a construção de um novo equilíbrio entre o poder dos mercados e a capacidade pública de regulação. Argumenta-se que há riscos não desprezíveis de que o aparente retorno ao keynesianismo seja, de fato, uma volta ao “keynesianismo bastardo”<sup>3</sup>, tanto no plano da teoria, que não é o foco do trabalho, como no das políticas macroeconômicas e de regulamentação do setor financeiro.<sup>4</sup>

## **1 O Acordo de Bretton Woods: origens e consequências**

Avaliações sobre o desempenho econômico comparado de países industrializados e em desenvolvimento, nos distintos regimes cambiais, do padrão-ouro internacional aos dias da globalização financeira, sugerem que os anos da chamada “Idade de Ouro”, que coincidem com a vigência do Acordo de Bretton Woods, foram marcados por uma combinação virtuosa de taxas elevadas de crescimento econômico e níveis reduzidos de desem-

---

<sup>3</sup> Exemplos nesse sentido podem ser encontrados em Blanchard, Dell’Árccia e Mauro (2010).

<sup>4</sup> Ver Palley (2011), Unctad (2011), Wray (2011, 2011a).

prego e inflação.<sup>5</sup> Tal realidade foi particularmente marcante no caso dos países desenvolvidos, cuja dinâmica de reconstrução econômica no Pós-Guerra e de conformação de um arranjo social e político que priorizava a manutenção do pleno emprego garantiu um vigoroso processo de convergência dos níveis de renda *per capita* (Bordo, 1993; Maddison, 2001).

Portanto, o quarto de século que se seguiu à Segunda Grande Guerra foi, marcadamente, distinto dos 25 anos que a antecederam. Instabilidade financeira, a Grande Depressão e a profunda desorganização social e política marcaram o fim da era do liberalismo clássico. Esse, por sua vez, era caracterizado, dentre outras coisas, pela hegemonia britânica, pela disseminada adesão às políticas do tipo *laissez-faire*, pela expansão das finanças internacionais sob a égide do padrão-ouro, pelo crescimento do comércio e pelo imperialismo. Os traumas desse período de “abismo econômico”, para usar a expressão de Hobsbawn (1995), minaram as bases da democracia representativa e condicionaram a visão dos contemporâneos sobre a necessidade de domar o ciclo econômico, para garantir a própria estabilidade social e política. A ascensão de regimes totalitários e a crescente estatização das relações econômicas domésticas e internacionais surgiram como uma reação defensiva ao fracasso das tentativas de retorno ao padrão-ouro.

A desconfiança quanto às propriedades autorreguladoras dos mercados e a força das ideias de planejamento e intervenção do Estado na economia — legitimadas pela crise liberal e pelo sucesso das experiências soviética, do New Deal e do esforço de guerra — foram moldando os ambientes intelectual e político que deram luz ao Acordo de Bretton Woods.<sup>6</sup> Dele emergiu uma nova ordem financeira internacional (Block, 1977), que

---

<sup>5</sup> Entre 1950 e 1973, o Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* mundial cresceu 2,9% ao ano, mais do que o dobro do 1,3% ao ano de crescimento nos períodos 1870-1913 e 1973-98. As exportações expandiram-se ao ritmo anual médio de 7,9%, contra os 3,4% do período do padrão-ouro e os 5,1% do último quartel do século XX. Na Europa Ocidental, a taxa de desemprego média, entre 1950 e 1973, foi de 2,6% ao ano, passando para 6% nos anos 70, 9% na década de 80 e atingindo 11% entre 1994 e 1998. Na América do Norte e no Japão, também houve uma aceleração do desemprego no mesmo período. A inflação manteve-se entre 3% (média da América do Norte) e 5% (média japonesa) nos países industrializados, no período do Acordo, acelerando nos anos 70 e recuando nas décadas seguintes — para níveis médios na casa de 2% ao ano, nas economias avançadas. A produtividade do trabalho cresceu duas vezes mais nas décadas que se seguiram ao final da Segunda Grande Guerra do que no último quartel do século XX. Esse desempenho superior também pode ser verificado em um recorte regional, especialmente se se tomar o caso das economias latino-americanas, ou mesmo o das asiáticas, que também experimentaram um *boom* no final do século XX (Maddison, 2001).

<sup>6</sup> Da vasta bibliografia sobre esse tema, trabalhou-se aqui com as seguintes referências: Block (1977), Boughton (2002), De Cecco (1979), Eichengreen (2008), Helleiner (1994), Lastra (2000), Mikesell (1996) e Skidelsky (2000, 2003).

procurava combinar a estabilidade propiciada pelo regime de câmbio fixo do antigo padrão-ouro com a flexibilidade requerida por governos nacionais, que passaram a assumir como dever a manutenção do pleno emprego, o que gerava a necessidade de maior autonomia na condução dos instrumentos de política econômica. Ademais, com a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI), pretendeu-se estabilizar os processos de ajuste das contas externas, de modo a não se retornar às políticas de desvalorizações competitivas e ao protecionismo comercial.

O sistema de Bretton Woods (SBW, de agora em diante) representou uma negação de, pelos menos, três dos fundamentos que sustentaram a ordem liberal do padrão-ouro:<sup>7</sup> (a) o câmbio fixo tornou-se “ajustável”; (b) limitou-se fortemente a livre conversibilidade da conta capital, e, na prática dos anos de “escassez de dólares” do imediato Pós-Guerra, foram toleradas restrições na conta corrente; (c) foi criada uma instituição multilateral, o FMI, com mandato para monitorar as economias dos países-membros, atuando, também, como fonte oficial de liquidez para economias com dificuldades para fechar o balanço de pagamentos. A solução do câmbio fixo “porém ajustável” nasceu de uma síntese entre a posição norte-americana, que enfatizava a “volta ao ouro”, no sentido da existência de um mecanismo estreito de fixação do valor relativo das moedas domésticas, e a visão britânica, contrária ao retorno dos ajustes deflacionários (Boughton, 2002; Mikesell, 1996; Skidelsky, 2000).

Entre a instabilidade dos anos do período entre Guerras e a rigidez do padrão-ouro, buscou-se um meio termo, onde os países signatários do Acordo teriam o direito de ampliar a margem de flutuação de suas moedas frente ao dólar (cujo valor em ouro estava fixado), sempre que ocorresse algum “desequilíbrio fundamental” nas contas externas.<sup>8</sup> Como se sabe, as principais moedas europeias tiveram desvalorizações superiores a 30% nos anos do imediato Pós-Guerra, em função da grave escassez de dólares. Somente a partir de 1958, elas se tornaram conversíveis nos termos estipulados nos atos constitutivos do Fundo. Essa “flexibilidade” foi planejada para garantir um mecanismo adicional de ajuste do balanço de pagamentos. Complementavam tal arquitetura os controles de capitais, “[...] concebidos de maneira a evitar a ameaça em que se constituíam os fluxos de capitais voláteis, do tipo que se revelou desestabilizador nas duas décadas entre as guerras” (Eichengreen, 2000, p. 132), e o FMI, com recursos financeiros e

---

<sup>7</sup> Essa perspectiva é sustentada por Eichengreen (2008, Cap. 4) e encontra amplo respaldo nos trabalhos citados na nota de rodapé 6.

<sup>8</sup> Como lembram Eichengreen (2008) e Mikessel (1996) — um dos representantes dos EUA nas negociações do Acordo —, tais “desequilíbrios fundamentais” nunca foram definidos claramente.

mandato para penalizar países cujas políticas pudessem comprometer a estabilidade do sistema.

Em sua origem, o Acordo foi marcado por tensões que emergiram do confronto entre as propostas norte-americana e inglesa. Keynes tentou reproduzir, no plano internacional, uma arquitetura institucional que traduzisse suas preocupações em limitar o poder desestabilizador das finanças privadas (Skidelsky, 2000, 2003). No núcleo de sua proposta, estava a criação do Banco Central (Clearing Union) capaz de emitir e gerir uma moeda internacional (*bancor*). Caberia a tal instituição o papel de regular a liquidez internacional, de modo a estabilizar os padrões de pagamento, minimizando o risco de desvalorizações e/ou valorizações excessivas das moedas domésticas. Tal “estabilizador automático” ampliaria os graus de liberdade dos governos nacionais na realização das políticas anticíclicas necessárias para a manutenção do pleno emprego e, assim, da estabilidade social e política, nos marcos de democracias liberais e economias de mercado. Em oposição à proposta inglesa, o Tesouro dos EUA defendeu um modelo reduzido, no qual o dólar manteve sua posição de divisa-chave. Aparentemente, os EUA não estavam dispostos a abrir mão de sua autonomia decisória em nome de um arranjo burocrático global, por mais atraente que fosse a racionalidade associada à ideia de um efetivo “prestamista em última instância” atuando na esfera internacional (Keynes, 1950, 1950a).

## 2 Globalização das finanças, instabilidade e reformas

A crise do SBW foi criando espaço para o retorno a uma ordem liberal nas finanças internacionais,<sup>9</sup> marcada pela expansão do capital financeiro no espaço dos mercados globais, pelo enfraquecimento do poder regulatório estatal e pela recorrência de episódios de crises financeiras<sup>10</sup> (Cou-

---

<sup>9</sup> Assume-se aqui que a etapa de “globalização financeira” nasceu do encontro dos interesses privados, originados naquilo que Polanyi (1944) havia chamado de *haute finance*, e estratégicos de grandes potências na etapa de afirmação do neoliberalismo. Inspirações dessa perspectiva encontram-se, dentre outros, em Coutinho e Belluzzo (1996), Block (1977), Chesnais (1996), Eatwell e Taylor (2000), Fiori (2003, 2004), Fiori e Tavares (1997), Gilpin (2001), Helleiner (1994) e Strange (1998).

<sup>10</sup> As crises financeiras — cambiais, bancárias, gêmeas, sistêmicas, etc. — têm sido recorrentes no período que se seguiu à ruptura do Acordo de Bretton Woods. Seus efeitos sobre as contas públicas, os sistemas financeiros, a produção e o emprego tendem a ser mais pronunciados nos países em desenvolvimento, ainda que também atinjam as economias maduras. As evidências empíricas estão fartamente documentadas em IMF (1998), Isard (2005), Caprio, Hanson e Litan (2005) e Allen e Galé (2007).

tinho; Belluzzo, 1996; Eatwell; Taylor, 2000; Helleiner, 1994; Solomon, 1999; Strange, 1998). Na ótica dos países em desenvolvimento, parece destacar-se o caráter cíclico dos fluxos de capitais e seus efeitos contraditórios, dados os períodos curtos de euforia financeira, forte crescimento econômico e relativa estabilidade, normalmente seguidos por crises e elevada flutuação nos principais preços macroeconômicos.<sup>11</sup> Se, como sugerem Obstfeld e Taylor (2004), a globalização financeira tem sido um “*rich-rich affair*”, ou, como demonstram estudos sistemáticos sobre seus efeitos na periferia capitalista (Arestis; Paula, 2008; Ocampo; Stiglitz, 2008; Prasad *et al.*, 2003; Unctad, 2011; World Bank, 2005), poucos países emergentes conseguiram benefícios econômicos aparentemente superiores aos custos derivados da instabilidade financeira associada ao próprio processo de integração global, caberia verificarem-se, em um primeiro momento, a dinâmica desses fluxos e a evolução da compreensão analítica e normativa dos fenômenos econômicos subjacentes.

O Gráfico 1 é uma boa aproximação ao tema. Os fluxos líquidos de capitais privados — investimento direto, investimentos em carteira e empréstimos — vêm-se direcionando para o mundo em desenvolvimento em um padrão cíclico.<sup>12</sup> Nos anos 80, a crise da dívida externa reduziu fortemente a entrada de novos recursos nos países em desenvolvimento, particularmente naqueles que, como no caso dos latino-americanos, experimentaram um longo período de baixo crescimento e intensa instabilidade macroeconômica. Por sua vez, é importante lembrar que o ciclo de endividamento externo que culminou com a crise dos anos 80 foi o resultado da combinação da elevação da liquidez internacional provocada pela reciclagem dos petrodólares com as melhores perspectivas de crescimento das principais economias emergentes de então. O aumento das taxas de juros internacionais, seguindo o aperto da política monetária estadunidense, e o novo choque do petróleo, ambos no final dos anos 70, reverteram, drasticamente, a capacidade de pagamento dos países periféricos. O equacionamento dos conflitos entre credores — bancos privados e governos de países industrializados — e devedores — os países periféricos, especialmente os grandes latinos, Argentina, Brasil e México — criou as condições para o novo ciclo de euforia.

A “retomada” ocorreu no final dos anos 80, depois da securitização da dívida externa — o Plano Brady — e da adoção das reformas de recorte neoliberal derivadas do Consenso de Washington. A estabilização macroeconômica também contribuiu para a emergência de um ambiente eco-

---

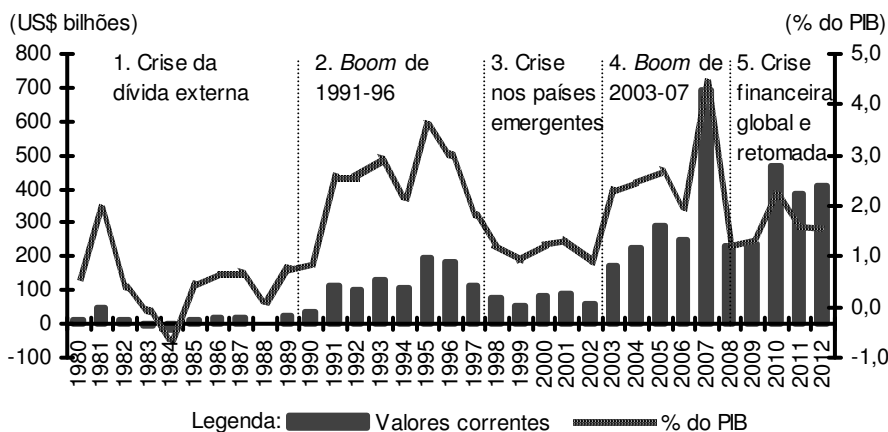
<sup>11</sup> Evidências nesse sentido podem ser encontrados em IMF (1998), World Bank (2000), Prasad *et al.* (2003) e Allen e Gale (2007), dentre outros.

<sup>12</sup> Para uma perspectiva de mais longo prazo, ver World Bank (2000).

nômico e institucional mais favorável para os investidores privados. Ademais, a abertura comercial e a financeira, a desregulamentação e, principalmente, as privatizações criaram novas oportunidades de negócios. O influxo de capitais também permitiu a adoção de estratégias de estabilização inflacionária baseadas nas âncoras cambiais. No plano normativo, essa fase teve como principal característica a disseminada defesa das reformas liberalizantes. Os governos dos sete países com as principais economias do mundo (G7) — Estados Unidos, Reino Unido, França, Alemanha, Itália, Canadá e Japão —, com o apoio explícito das instituições oficiais multilaterais (FMI, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), etc.), passaram a pressionar os países emergentes no sentido do aprofundamento das reformas estruturais. No plano acadêmico, reinava o consenso pró-mercados e anti-Estado (Davidson, 2002). Discutiam-se temas acessórios, como os “determinantes dos fluxos de capitais para os emergentes”. Os modelos “*pull and push*” (Calvo; Leiderman; Reinhart, 1992) detalhavam quais aspectos explicariam aquele novo momento, se as condições domésticas mais favoráveis criadas pelas reformas e estabilidade macroeconômica (*pull factors* ou fatores de atração), ou se as condições financeiras nos países ricos, ou a ampla liquidez com baixas taxas de juros potencializadas pelas inovações financeiras (*push factors* ou efeitos de expansão).

Gráfico 1

Fluxo líquido de capitais privados para as economias emergentes e em desenvolvimento — 1980-2012



FONTE DOS DADOS BRUTOS: International Monetary Fund (2011a).

NOTA: Os dados de 2011 e 2012 são estimativas do FMI.



O auge desse processo deu-se às vésperas da crise financeira asiática, quando a entrada líquida de capitais atingiu mais de 4% do PIB conjunto dos países periféricos. A partir desse momento, iniciou-se um período de escassez de recursos, crises recorrentes e ruptura do consenso ideológico em torno da globalização, particularmente de sua dimensão financeira. A literatura econômica deslocou-se rapidamente para a busca da compreensão das então chamadas “crises financeiras do século XXI” ou “crises da conta capital e financeira”. Surgiu uma terceira geração de modelos convencionais de crises cambiais,<sup>13</sup> que procuraram incorporar os fatos estilizados derivados dos comportamentos miméticos e a miopia dos investidores, as vulnerabilidades dos sistemas financeiros domésticos, cada vez mais interligados, as falhas institucionais, etc. (Allen; Gale, 2007; Isard, 2005). No plano normativo, ouviam-se, cada vez mais, clamores em torno de reformas profundas na “arquitetura financeira internacional”. Vejam-se tais desdobramentos com mais atenção.

A crítica ao consenso neoliberal e a seus desdobramentos sobre as dinâmicas domésticas de reformas estruturantes e padrões de inserção externa das economias domésticas era voz corrente entre autores inspirados nas tradições teóricas heterodoxas, particularmente aquelas que reconhecem o caráter intrinsecamente instável das economias capitalistas e as assimetrias de poder entre classes sociais, atores econômicos e países.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Os modelos de primeira e de segunda geração trabalham com a hipótese de mercados eficientes. Os de primeira geração partiram do trabalho seminal de Paul Krugman, no final dos anos 70. As crises cambiais seriam o resultado da má gestão fiscal e monetária, em um contexto de regimes de câmbio fixo. Os ataques especulativos adviriam da antecipação da desvalorização cambial provocada, em última instância, pela antecipação da monetização da dívida pública em expansão. Os modelos de segunda geração ganharam corpo depois da crise do sistema monetário europeu, neles se exploram os dilemas de política econômica onde os governos se vêem diante da escolha entre a sustentação dos regimes de câmbio fixo, por meio de políticas contracionistas, ou a busca de redução dos problemas de desemprego. Assim, tais modelos geram indicadores antecedentes das crises associados aos desequilíbrios patrimoniais no setor público, ao desemprego elevado, etc. Tais fatores não se revelaram importantes no caso da crise asiática. Assim, nasceram os modelos de terceira geração, que partem da existência de falhas nos mercados financeiros — assimetrias de informação, na foram do risco moral e seleção adversa. Procurou-se incorporar os fenômenos do efeito-contágio, dos comportamentos miméticos dos investidores, a importância dos desequilíbrios patrimoniais no setor financeiro, a qualidade da regulação financeira, etc. Buscou-se, então, lidar com os aspectos característicos da globalização financeira. Não à toa, as crises que se seguiram à do México, em 1994, passaram a ser denominadas de “crises da conta capital” ou “crises do século XXI”. Ver, sobre o tema, Isard (2005) e Allen e Galé (2007). Para uma crítica fundamentada na tradição keynesiana, ver Prates (2005).

<sup>14</sup> Ver, dentre outros, os trabalhos organizados por Fiori e Tavares (1997), Fiori (2003, 2004), Ferrari Filho e Paula (2004), Arestis e Paula (2008) e Ocampo e Stiglitz (2008). Devem-se mencionar, também, trabalhos produzidos pela Comissão Econômica Para a América Latina (CEPAL) e pela United Nations Conference on Trade and Development (Unctad), por

Por outro lado, vozes desde dentro do *establishment* acadêmico e financeiro passaram a fazer eco às propostas não convencionais. Economistas e financistas influentes no *mainstream*, como James Tobin, Joseph Stiglitz, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, Jagdish Bhagwati, George Soros, para citar apenas alguns exemplos notórios, passaram a denunciar o caráter eminentemente ideológico da defesa da globalização financeira, na medida em que, tanto do ponto de vista de parcela não desprezível da literatura teórica quanto, principalmente, das evidências dos estudos empíricos, não haveria uma ligação clara entre o processo em curso de crescente desregulamentação dos mercados financeiros e de integração financeira dos mercados emergentes e a cristalização de trajetórias estáveis e sustentáveis de crescimento, inclusão social e estabilidade macroeconômica (Rodrik; Subramanian, 2008). Ademais, questionaram a assimetria de resultados no processo de globalização e a imparcialidade do FMI na condução da gestão política das crises financeiras. Bhagwati (1998) utilizou a expressão “complexo Wall Street-Tesouro” para caracterizar o que Polanyi (1944) chamou de “altas finanças”. Assim, um expoente da defesa do livre comércio e do liberalismo deixou bastante explícita a conexão entre interesses econômicos e políticos na conformação do ambiente institucional da globalização financeira. E isso se deu, ainda segundo Bhagwati (1998), sem a adequada fundamentação teórica e empírica sobre os pretensos efeitos positivos da globalização financeira.

Na verdade, as evidências pareciam confirmar os temores das gerações anteriores de economistas que, tendo vivido a instabilidade do entre as Guerras, defenderam a construção de anteparos institucionais capazes de limitar o poder desestabilizador das finanças liberalizadas e globalizadas. Trabalhos produzidos no Departamento de Pesquisa do próprio FMI e de outros economistas convencionais passaram a servir de referência para uma melhor compreensão da anatomia das crises financeiras. Constatou-se que a expansão doméstica do crédito, associada à liberalização financeira (interna e externa), estaria na origem dos *booms* nos mercados reais e financeiros. Na ótica dos mercados emergentes, tais períodos, bem caracterizados no Gráfico 1, gerariam um ambiente onde a apreciação da taxa de câmbio, a inflação no preço dos ativos financeiros e a fragilização externa — com a deterioração dos saldos em conta corrente e a redução da liquidez (ampliação da relação entre passivos e ativos externos e encurtamento das posições passivas) — somam-se a fatores endógenos

---

centros de pesquisa como o Levy Institute (<[www.levy.org](http://www.levy.org)>) e revistas como o **Journal of Post Keynesian Economics**, **Cambridge Journal of Economics**, **New Left Review**, dentre outras.

(especialmente de origem fiscal) e exógenos (como um aumento na taxa de juros internacional) na precipitação das crises.<sup>15</sup>

Assim, se a pergunta teórica mais relevante na fase de *boom*, no começo dos anos 90, era sobre o peso dos fatores domésticos e externos na determinação dos fluxos de capitais para os países emergentes, os mesmos analistas passaram a questionar se as crises eram produzidas “desde dentro” ou se eram resultados de fatores exógenos. Tal pergunta tinha profundas implicações normativas, pois, sendo a crise gerada por falhas de gestão ou fragilidades domésticas, as reformas deveriam concentrar-se nos países receptores de capitais. Se, ao contrário, as crises fossem provocadas por mudanças nas condições de liquidez nos mercados maduros e, o que é mais grave, por falhas estruturais nos mercados financeiros globalizados, a agenda de reformas teria de ser mais ambiciosa e, também, de caráter estrutural. Como se sabe e será detalhado abaixo, a primeira percepção prevaleceu na esfera decisória política, e as reformas que se seguiram foram tímidas.

Com a retração da entrada autônoma de capitais privados nos países em desenvolvimento, o aumento da instabilidade financeira, expresso em recorrentes crises, e o questionamento sobre os pretensos vínculos automáticos entre liberalização das contas capital e financeira e crescimento econômico, governantes e analistas passaram a demonstrar uma maior cautela na exposição dos custos e benefícios da liberalização financeira (Isard, 2005; World Bank, 2005). Até então, vigorava um grande otimismo acerca da globalização financeira, postura reforçada pela pressão estadunidense em torno da abertura das contas capital e financeira em vários países em desenvolvimento. O alerta de *experts* acadêmicos acerca da necessidade do estabelecimento de uma sequência apropriada para abertura financeira foi relegado a um plano secundário. Depois da crise mexicana e, fundamentalmente, da crise asiática, temas como a sequência da abertura da conta capital e regulação prudencial dos sistemas financeiros domésticos voltaram à ordem do dia. A posição dos relatórios oficiais do FMI e do Banco Mundial foi refletindo essa nova perspectiva.

No começo deste século, o balanço das evidências parece ter perdido definitivamente para o lado dos céticos e críticos (Rodrik; Subramanian, 2008). Estudos realizados no âmbito do FMI não conseguiam demonstrar, de forma conclusiva, que a liberalização financeira teria sido uma força propulsora de desenvolvimento e estabilidade. O exaustivo trabalho Prasad *et al.* (2003) exemplifica essa linha de investigações, assim como o estudo

---

<sup>15</sup> Ver, dentre outros, Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998), Demirgüç-kunt e Detragiache (1998), IMF (1998, 2001), Aziz, Caramazza e Salgado (2000), Edison *et al.* (2002) e Prasad *et al.* (2003).

recente do Banco Mundial (World Bank, 2005) mostra a maior cautela dessa instituição na defesa irrestrita de sua estratégia anterior de apoio ao tipo de internacionalização das economias periféricas baseada numa exposição crescente das economias domésticas, independentemente do seu nível de desenvolvimento econômico e institucional, às forças da globalização financeira. Por outro lado, feita a constatação frustrante, os órgãos multilaterais procuraram associar esse desempenho desfavorável às falhas institucionais dos países receptores de capital. Seguia-se, assim, o *insight* original de Greenspan (1997), que, ao comentar a crise asiática (ainda em seu início), apontava o fato de que a globalização financeira seria um processo irreversível e que a plena realização do seu potencial dependeria não da criação de novas instituições reguladoras de caráter global, mas da manutenção de um ambiente de liberalização, agora combinado com o fortalecimento da gestão macroeconômica e maior alinhamento das instituições domésticas dos países emergentes com respeito às melhores práticas determinadas no núcleo desenvolvido da economia mundial.

Tal profissão de fé na globalização, a despeito das crises, aparece em um formato mais acadêmico no trabalho de Mishkin (2006). Todavia, como sugerem Rodrik e Subramanian (2008), os esforços que se seguiram a Prasad *et al.* (2003) no sentido de capturar os efeitos indiretos da globalização financeira também seriam frustrantes. Os autores revisam os argumentos teóricos e os resultados econométricos dos estudos que têm buscado evidências de que as inovações financeiras (enfoque microeconômico) e a disciplina imposta pelos mercados seriam capazes de aumentar o bem-estar das sociedades. Para Rodrik e Subramanian (2008) e Colander *et al.* (2009), a crise financeira global em curso sinaliza exatamente o contrário, ou seja, a securitização e os contratos derivativos, introduzidos em um ambiente de baixa transparência e incentivos distorcidos, estariam, dentre outros fatores, na origem da maior crise financeira desde 1929. Tal dimensão é reconhecida pelos analistas e formuladores de políticas mais influentes, como, por exemplo, Reinhart e Rogoff (2008), Bernanke (2009), Setser (2009) e Eichengreen (2009).

Retornando ao período de instabilidade pós-crise asiática, vale a pena relembrar a agenda de reformas institucionais derivada do debate em torno da necessidade de reformar a “arquitetura financeira internacional”. O pano de fundo histórico desse momento é o temor de repetição da crise de 1929. Depois da crise russa e da quebra de um dos maiores fundos *hedge* do mundo, o Long Term Capital Management, alguns economistas, notoriamente Krugman (1999), passaram a fazer analogias entre o então período de exuberância irracional em vários segmentos dos mercados de ativos financeiros e o contexto pré-crise de 1929. Krugman revelou uma preocu-

pação particular com os efeitos econômicos e políticos do fim da Guerra Fria, posto que, no período de disputa de modelos, o medo do avanço do socialismo teria permitido a consolidação, ao menos nos países industrializados, de um pacto social que privilegiava o pleno emprego e, para tanto, um maior controle sobre os efeitos desestabilizadores das finanças privadas (Eichengreen, 2008). Com a queda do Muro de Berlim e o desmonte da antiga União Soviética, ganhou força o modelo neoliberal, o que lançou as raízes da maior desregulamentação nos mercados financeiros globais. Tal preocupação também aparecia em analistas influentes, *insiders* (ao *establishment*) ou não, como em Solomon (1999), Stiglitz (2002), Eatwell e Taylor (2000), Strange (1998), dentre outros.

Conforme sugerido anteriormente, em um primeiro momento, o *establishment* oficial e privado, com o apoio analítico dos modelos teóricos de crises financeiras (Prates, 2005), adiantou-se em localizar a origem da instabilidade nas fragilidades institucionais dos países devedores, o que está refletido nos estudos do FMI citados anteriormente. Em decorrência, o FMI, o Banco Mundial, o Bank for International Settlements (BIS) e o novo Fórum de Estabilidade Financeira, dentre outros fóruns multilaterais (controlados pelo G7 e, em especial, pelos EUA), passaram a concentrar esforços na “supervisão” do sistema, através da identificação de parâmetros de bom funcionamento dos mercados financeiros, de sua regulação prudencial pelas autoridades monetárias, de gestão fiscal, de transparência nas informações micro e macroeconômicas, de governança corporativa, etc.

Em meio às recorrentes crises e subseqüentes megapacotes de socorro, o FMI foi fortemente questionado quanto à eficácia de suas políticas, bem como por criar risco moral sistêmico, na medida em que seus megapacotes de socorro induziriam os investidores internacionais a acreditarem que sempre seriam resgatados em caso de crises de liquidez. Sem mandato e recursos financeiros para atuar como um efetivo “prestamista em última instância” e, principalmente, sem suporte político dos seus acionistas majoritários para fazê-lo,<sup>16</sup> o Fundo passou a reforçar o seu papel estatutário de monitoramento e supervisão dos países-membros em dificuldades financeiras (Isard, 2005). Portanto, cristalizou-se uma agenda conservadora de reformas, que em pouco alterou a estrutura do sistema financeiro mundial, como sugerem Setser (2009) e Boughton (2009).

---

<sup>16</sup> A Gestão Clinton (1993-2000) administrou as crises financeiras internacionais, especialmente a mexicana e a asiática, com uma política de socorro financeiro maciço, numa estreita articulação entre Tesouro dos EUA e o FMI. Já a Gestão Bush (2001-09) mostrou-se mais sensível ao argumento do risco moral, em linha com a postura que a maioria republicana no Congresso já vinha adotando no governo anterior, qual seja, a de limitar o suporte orçamentário à capitalização do FMI, com vistas a uma ampliação desse no socorro a países emergentes em crise (Solomon, 1999; Stiglitz, 2002).

Ainda assim, economistas inspirados nos *insights* originais dos arquitetos do Acordo de Bretton Woods, especialmente da visão de Keynes,<sup>17</sup> denunciavam as limitações das novas estratégias de estabilização. Sugeriam a necessidade de os governos nacionais implementarem políticas de pleno emprego no plano doméstico e de regulação global dos fluxos dos capitais. Todavia, no contexto contemporâneo de crescente interdependência na esfera internacional, as propostas de fortalecimento da arquitetura financeira internacional dessa linha não convencional avançaram para a sugestão de criação de caráter multilateral, capaz de melhor equilibrar as relações entre credores e devedores e, principalmente, de regular as finanças privadas. Como no passado, tais propostas envolveriam uma redução considerável dos graus de liberdade dos países credores para fazer valer seus interesses, bem como atacariam a perspectiva predominante no setor privado, que demanda uma estrutura legal enxuta e que enfatize a defesa do direito à propriedade e à livre mobilidade dos fatores (Helleiner, 1994; Stiglitz, 2002; Strange, 1998). Por isso mesmo, não contaram com apoio político consistente (Eichengreen, 2008) e foram colocadas à margem das discussões do *establishment* oficial, no final de anos 90 e início do século XXI.

Por outro lado, notou-se um movimento interno ao *establishment* de reconhecimento de que sua própria agenda de reformas poderia ser insuficiente. A partir de uma leitura mais cautelosa sobre os efeitos da liberalização financeira, retomou-se a perspectiva de que poderiam ser válidos controles temporários sobre os capitais (especialmente na entrada), com o intuito de alterar o perfil temporal dos investimentos, de modo a reduzir sua volatilidade potencial, ou, ainda, garantir fôlego para a execução de um processo mais amplo de “modernização institucional”. E, mais, admitiu-se que crises de dívida poderiam originar-se do comportamento oportunista de investidores privados, de modo que países solventes no longo prazo, mas com dificuldades correntes de liquidez, poderiam ser lançados a uma crise, sem poderem apelar a mecanismos como a “concordata”, tão comuns na proteção de empresas e credores nos países industrializados. Surpreendentemente, o próprio FMI acabou levando para o centro dos debates a proposta pouco convencional, defendida há anos pela Unctad e por economistas acadêmicos, de criação, na esfera internacional, de mecanismos estatutários para a mediação de conflitos entre credores privados e devedores soberanos (Isard, 2005). Tal proposta foi fortemente criticada pelo setor privado e não contou com o apoio efetivo dos governos do G7. Mais uma vez, é possível traçar um paralelo com o ambiente que antecedeu à constituição do Acordo de Bretton Woods. Em uma primeira versão de seu plano, Dexter

---

<sup>17</sup> Dentre eles, Eatwell e Taylor (2000), Davidson (2002, 2003), Mikesell (1996), Strange (1998), Tobin (2000) e Stiglitz (2002).

White apostava em um controle muito mais disseminado e de caráter estatutário sobre os fluxos financeiros. As pressões do setor privado, especialmente dos bancos da praça de Nova Iorque, fizeram-no recuar (Block, 1977; Boughton, 2002; Helleiner, 1994; Skidelsky, 2000).

É interessante notar que, a despeito dos problemas de instabilidade, das recorrentes crises financeiras, da baixa ligação entre liberalização financeira e crescimento e da não concretização de reformas mais profundas na arquitetura financeira internacional, não se verificou, depois da crise asiática, uma tendência generalizada de reversão dos marcos institucionais da abertura financeira (BIS, 2006). Todavia algumas novas tendências pareceram consolidar-se entre as economias emergentes, caracterizando aquilo que, sob a inspiração de Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2005), poderia denominar-se de “estratégias defensivas”, quais sejam: (a) busca de redução da vulnerabilidade externa por meio do sobreacúmulo de reservas oficiais; (b) o que se traduziu por intervenções sistemáticas nos mercados cambiais, a despeito da adoção formal de regimes de câmbio flutuante, que se tem denominado de “medo de flutuar” (*fear of floating*); (c) ou, conforme interpretam alguns, a atuação ativa dos bancos centrais nos mercados de divisas faria parte de estratégias de crescimento baseadas no *drive* exportador, por isso mesmo, chamadas de “mercantilistas” (Dooley; Folkerts-Landau; Garber, 2005; Eichengreen, 2008); e (d) a busca de conformação de acordos regionais de cooperação monetária e financeira, que, no limite, e ainda em prazo não previsível, poderia significar a emulação completa do exemplo europeu de integração monetária. E isso se deu em um contexto internacional excepcionalmente estimulante, dados a ampliada liquidez financeira internacional, o rápido crescimento da renda e do comércio internacional e os choques favoráveis de termos de intercâmbio para as economias periféricas exportadoras de produtos intensivos em recursos naturais, o que gerou uma melhoria generalizada em suas posições fiscais e externas. Esse ambiente, conforme será analisado na sequência, também potencializou o acúmulo de vulnerabilidades sistêmicas, explicitadas com a Crise Financeira Global.

Procurou-se, aqui, reconstituir, de forma resumida, os impactos dos ciclos financeiros e das crises recorrentes sobre as discussões em torno das reformas na arquitetura financeira internacional. Em síntese, a despeito da marcante instabilidade associada ao processo de globalização financeira e da ausência de evidência de que essa teria sido capaz de promover trajetórias sustentáveis de crescimento nos países em desenvolvimento, verificou-se a impossibilidade de aprofundamento de reformas mais estruturais nas instituições que regulam os espaços de atuação dos investidores privados, no espaço dos mercados internacionais. Aliás, conforme sugere

Boughton (2009), o Acordo de Bretton Woods foi uma exceção nos esforços de cooperação entre governos, na área da regulação financeira e da estabilização dos regimes cambiais, tanto antes de sua aprovação quanto nas décadas que se seguiram à sua ruptura. Todavia, até agora, a economia mundial não se havia deparado com efeitos tão profundos e disseminados de uma crise financeira de caráter global. Fala-se, com insistência, na necessidade de um novo Acordo de Bretton Woods,<sup>18</sup> o que leva a questionar se, desta vez, é possível vislumbrar reformas mais profundas no espírito originalmente defendido por Keynes. Para tanto, procura-se, na sequência, avaliar as origens da crise em curso e algumas das propostas para seu equacionamento.

### **3 A Crise Financeira Global: origens e alguns desdobramentos**

Ao longo do ano de 2008, especialmente no segundo semestre, explicitou-se o caráter global da crise financeira originada nos EUA. A ruptura dos canais de crédito deu-se em meio à falência e/ou reestruturação, com forte intervenção estatal, de importantes instituições financeiras, principalmente nos EUA e na Europa. Todos os segmentos dos mercados financeiros, em, virtualmente, todas as economias nacionais, foram fortemente afetados, com queda substantiva nos preços dos ativos financeiros. A espiral deflacionária nos mercados financeiros dá-se na forma do que vem sendo denominado de “desalavancagem complexa”, na medida em que envolve a ruptura de posições financeiras previamente assumidas em um contexto de elevada alavancagem patrimonial (BIS, 2011; IMF, 2011; Unctad, 2011).

Para além da redução expressiva do valor nocional da riqueza financeira, a crise afetou o lado real, revertendo, de forma extremamente veloz, o ambiente anterior de crescimento com estabilidade. A assim chamada “grande moderação” (Bernanke, 2004) e a tese do “descolamento” dos mercados emergentes deram lugar a uma percepção generalizada de que a dimensão real da crise atingiria a todos. A primeira contração da

---

<sup>18</sup> Uzan (Reinventing Bretton Woods Committee, 2008) organizou um seminário, em outubro de 2008, transformado em livro, com contribuições dos mais expressivos especialistas em temas financeiros internacionais. O Institute for International Finance (<[www.iif.com](http://www.iif.com)>), que é a mais influente entidade de classe do setor financeiro internacional, também editou documento com suas propostas de reformas (IIF, 2009). Economistas críticos vêm, desde há muito tempo, aprimorando as propostas originais de Keynes, adaptando-as às condições contemporâneas, como atestam, por exemplo, os trabalhos de Davidson (2002), Ferrari Filho e Paula (2004), Arestis e Paula (2008) e Ocampo e Stiglitz (2008).



renda mundial do Pós-Guerra, em 2009, confirmou tais temores. Porém, já ao final daquele ano e, com mais clareza, a partir de 2010, novas tendências foram cristalizando-se. A crise seria mais intensa nas economias maduras, em função do forte endividamento prévio do setor privado e, mais ainda, dos impactos das estratégias nacionais de reação à crise e socorro aos sistemas financeiros. Essas criaram um grave problema fiscal e, potencialmente, novas bolhas especulativas (Unctad, 2011).

### **3.1 Da conjuntura excepcionalmente favorável à Crise Financeira Global**

É importante perceber, desde logo, que, entre 2003 e 2008 (primeiro semestre), a economia mundial viveu um ciclo de expansão excepcionalmente favorável. Tal caráter “excepcional” deveu-se à confluência de alguns fatores, principalmente: crescimento elevado — com taxas médias de variação no PIB global na casa de 4% —, associado à inflação baixa (pelo menos até meados de 2007); retomada de dinamismo em regiões que, nos anos 80 e 90, apresentaram níveis baixos de expansão da renda, tais como América Latina, África e Leste Europeu, ou em economias maduras, como Japão e Alemanha; melhoria substancial nos resultados das contas externas e nas finanças públicas das economias em desenvolvimento previamente caracterizadas por níveis elevados de vulnerabilidade externa e fragilidade fiscal (BIS, 2007, 2008; CEPAL, 2008; IMF, 2011; Toloui, 2007). Essas características brotaram em um momento onde a estrutura da economia revelava uma nova realidade: economias emergentes, como China, Índia, Rússia, Brasil, dentre outras, passaram a ter um peso na renda mundial, nos fluxos de comércio e na determinação do ritmo de expansão geral equivalentes ou superiores ao das economias centrais. De acordo com as estimativas do FMI (IMF, 2008), em 2007 e 2008, mais da metade do PIB global, medido em paridade de poder de compra, era gerado nos países em desenvolvimento.

O eixo central dessa nova ordem global girava em torno dos EUA e da China (BIS, 2011; Ferguson; Schularick, 2007; Unctad, 2011). O primeiro representava o grande mercado consumidor em última instância, e o segundo a nova fábrica do mundo. Em contrapartida aos resultados favoráveis daquele ciclo, explicitavam-se vários desequilíbrios, especialmente nos pagamentos internacionais. A economia estadunidense, com seus níveis recordes de endividamento nas esferas privada e pública, apresentava padrões de gastos domésticos que excediam, de forma preocupante, à renda nacional. Por conta disso, ampliavam-se os déficits em conta corren-

te, que, de uma média de 2% do PIB no final dos anos 90, passaram a 4% no começo da década de 2000-10 e atingiram o pico de 6% a 7% entre 2006 e 2007. Tais níveis de absorção de poupança externa eram possíveis, na medida em que o resto do mundo, especialmente os governos dos países com superávits em conta corrente, passou a acumular ativos de reserva, também em níveis inéditos (BIS, 2011; El-Erian, 2008; Unctad, 2011).

A expansão dos gastos nos EUA foi facilitada pelas políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas do período 2000-09. A gestão monetária entre 2001 e 2004 representou um esforço de moderar os efeitos reais da crise nos mercados acionários, nos segmentos da “nova” e da “velha” economia. As taxas básicas de juros foram reduzidas de 7% para 1%, gerando um alívio nos setores mais endividados e criando a oportunidade para a expansão imobiliária e o surgimento de bolhas especulativas em diversas classes de ativos financeiros. Em paralelo, a gestão fiscal do Governo Bush (2001-09) inverteu a tendência anterior de redução da dívida pública e equilíbrio orçamentário. A combinação de redução dos impostos, especialmente para empresas e pessoas físicas de maior renda, com aumento dos gastos, particularmente os militares, contribuiu, decisivamente, para o retorno dos déficits gêmeos nos EUA, mas, também, estimularam um novo ciclo de crescimento baseado no consumo e no endividamento. Estímulos semelhantes foram reproduzidos na Europa, onde o *boom* imobiliário também representou uma fonte de expansão da demanda doméstica.

Se, do lado da demanda global, a economia estadunidense representava a principal fonte de dinamismo, alimentada pelo crédito farto e barato e pelo efeito-riqueza, do lado da oferta, as redes globalizadas de produção e comércio localizadas na China garantiam a ampliação da oferta de manufaturas a preços baixos. Na verdade, a própria China foi-se tornando uma fonte de demanda, cada vez mais importante, particularmente nos segmentos de energia, alimentos e matérias-primas. A forte alta no preço das *commodities* não se traduziu em inflação, pelo menos até meados de 2007, pois a China, responsável última por esse movimento, garantiu a manutenção de preços de manufaturas em níveis estáveis ou cadentes. O aparente milagre do crescimento acelerado e espreado, com inflação baixa, tem na China uma explicação fundamental.

A combinação de aumentos recordes nos preços das *commodities*, desde logo potencializados pela especulação em um ambiente de excesso de liquidez e falta de regulação, e estabilidade nos preços industriais produziu um choque favorável nos termos de intercâmbio dos países em desenvolvimento, particularmente na América Latina e na África, o que permitiu a rara combinação de retomada de crescimento com melhoria nas contas ex-

ternas e públicas. Completava-se, assim, o quadro da “grande moderação”. Todavia a crise financeira iniciada nos EUA também foi produto da globalização financeira, do crédito farto e da ausência de anteparos regulatórios capazes de ordenar o mundo das finanças, criando, no período atual, a contraface da fase anterior. O ciclo “excepcionalmente favorável” de crescimento metamorfoseou-se na maior crise financeira desde 1929.

É importante enfatizar que, ao contrário das crises da segunda metade da década de 90, cujos epicentros foram as economias emergentes, a crise financeira atual originou-se no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco e contaminou, logo nos seus primeiros meses, os demais países desenvolvidos. No primeiro semestre de 2008, começou a se espalhar para alguns países emergentes, mas, somente em meados de setembro, quando ela se converteu num fenômeno sistêmico (após a falência do banco de investimento Lehman Brothers), observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para esses países. Nem mesmo aqueles com bons fundamentos e políticas econômicas consideradas saudáveis ficaram incólumes.

A partir de 2008, os bancos centrais, nas economias desenvolvidas, particularmente nos EUA, optaram por estratégias de *bail-out* que envolveram, em essência, ampla provisão de liquidez para o setor financeiro bancário e não bancário e, em alguns casos, até mesmo o inédito aporte de recursos para empresas não financeiras. Todavia isso foi feito sem que houvesse aporte direto de capital pelo Estado nas instituições em dificuldade (capitalização com estatização). O setor privado financeiro manteve o controle patrimonial de suas instituições, garantindo a limpeza de seus balanços. Os recursos obtidos via FED alimentaram, por sua vez, uma nova rodada de especulação em ativos emitidos por economias mais dinâmicas, especialmente as emergentes. Por decorrência, houve um maciço retorno de capitais para o mundo em desenvolvimento, revertendo a tendência das crises anteriores, onde a fuga de capitais predominava na periferia (Gráfico 1).

Em um primeiro momento, mais especificamente em 2008 e 2009, o efeito-contágio da crise sobre os países emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários). A inserção diferenciada das principais regiões emergentes no *boom* do comércio e das finanças internacionais no período de *boom* contribuiu para a compreensão daqueles canais de transmissão e, assim, dos impactos heterogêneos da crise financeira sobre suas respectivas moedas e eco-

nomias. Por isso mesmo, países com bons fundamentos macroeconômicos não ficaram imunes aos movimentos de fuga para a qualidade, quando do agravamento da crise.

Em resposta ao efeito-contágio da crise, os governos de várias economias emergentes acionaram, seguindo o exemplo dos seus congêneres nos países avançados, um conjunto de iniciativas para atenuar a depreciação de suas moedas, bem como seus impactos adversos sobre os sistemas financeiros domésticos — seja diretamente (no caso dos sistemas mais dependentes de *funding* externo ou com presença expressiva de bancos estrangeiros), seja indiretamente (pelas perdas das empresas com derivativos cambiais e pelo aumento da preferência pela liquidez dos agentes diante do quadro de elevada incerteza).

Essas iniciativas têm tido como denominador comum, em sua maior parte, a ação anticíclica, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações pregressas de instabilidades cambial e financeira. Assim, outra dimensão inédita da crise atual (além da sua origem no centro do sistema) consiste na mudança de postura desses governos, que têm priorizado a sustentação da atividade econômica (salvo algumas exceções, como a Hungria, que elevou sua taxa de juros após firmar um acordo com o FMI).

Essas duas dimensões inéditas podem estar relacionadas. Nas crises precedentes, a adoção de políticas pró-cíclicas (ou seja, restritivas), defendida pelos organismos multilaterais e pelos governos do G7, tinha o objetivo de reconquistar a credibilidade dos mercados financeiros, que seria uma pré-condição para o retorno dos fluxos de capitais externos. No contexto atual, diante da natureza sistêmica da crise, os governos dos países emergentes parecem estar conscientes de que essas políticas, além de totalmente inócuas, contribuem para agravar seus desdobramentos indesejados, ao criarem um círculo vicioso entre depreciação cambial, contração do crédito, deflação de ativos e redução das receitas e da capacidade de pagamento das dívidas pelas empresas.

## 3.2 E depois da crise? Um novo Bretton Woods?

Há, pelos menos, dois desdobramentos imediatos da crise financeira global que merecem atenção para os objetivos do presente texto. No plano da teoria econômica, adensa-se a insatisfação com o “*mainstream economics*”. Desde fora, economista heterodoxos produziram trabalhos com críticas teóricas e políticas, muitas das quais aparecem neste momento, no debate convencional. Davidson (2002), Ferrari Filho e Paula (2004), Arestis e Paula (2008), Ocampo e Stiglitz (2008) são exemplos nesse sentido, ao

reunirem um amplo leque de contribuições analíticas usualmente inspiradas pela interpretação não convencional da contribuição de Keynes. Por outro, a crise fez com que *insiders* como Greenspan (2008), Rodrik (2009) e, principalmente, Colander *et al.* (2009), Blanchard, Dell'Árcia e Mauro (2010), para citar alguns, passassem a explicitar essas críticas, até então marginalizadas, na medida em que reconhecem que a construção de modelos econômicos e estatísticos com microfundamentos baseados nas hipóteses de expectativas racionais e no individualismo metodológico, associada a uma postura “autoritária” e “complacente”<sup>19</sup> de parcela importante da comunidade de economistas, conduziu a um estreitamento dos campos analítico e, mais importante, normativo. Para eles, a “diversidade” dos modelos foi ignorada em nome de um falso consenso derivado da sabedoria convencional.

Em uma segunda dimensão, de caráter político, os governos vêm afastando-se, no plano de suas políticas domésticas, da perspectiva derivada do neoliberalismo e partindo para a adoção de um “intervencionismo pragmático”. Opta-se por utilizar essa expressão, ainda que temporária, para caracterizar as políticas contracíclicas implementadas, em maior ou menor extensão, em decorrência da crise em curso. No plano monetário, as “regras do jogo” do mundo pós-Volcker e Greenspan foram relegadas a um universo paralelo. Bancos centrais, particularmente nos EUA, enfrentaram a contração de liquidez no mercado interbancário, atuando não somente como prestamistas em última instância, em larga margem, mas descontando *commercial papers* diretamente com os emissores privados não financeiros, além de proverem a janela de redesconto junto a instituições financeiras não bancárias. A capitalização dos bancos, com ou sem nacionalização, tornou-se cotidiana. Novamente, no caso dos EUA, o braço alargado do Tesouro e o do FED fizeram-se sentir na estatização de gigantes privados, como a American International Group (AIG), em abril de 2009, e a General Motors, ambas símbolos do capitalismo de livre iniciativa estadunidense. As políticas fiscais afastaram-se da sintonia fina da variação dos impostos sobre pes-

---

<sup>19</sup> Conforme Rodrik (2009, *on-line*, tradução nossa): “A falha não está na economia, mas nos economistas. O problema é que os economistas se tornaram superconfiantes nos seus modelos preferenciais do momento: os mercados são eficientes, inovações financeiras transferem riscos para quem consegue suportá-las, a autorregulação funciona melhor, e a intervenção dos governos não funciona e é prejudicial. Eles esqueceram que há muitos outros modelos que levam a direções radicalmente opostas [...] Se alguma coisa precisa ser consertada, é a sociologia da profissão”. Na mesma linha, o influente analista financeiro, El-Erian (2008), no Prefácio do seu livro mais recente, saúda o fato de ter estudado, em Cambridge, durante a sua graduação, diversos modelos econômicos (convencional, keynesiano, marxista, neoricardiano, etc.), podendo perceber os limites e as vantagens de cada um. A diversidade, segundo o autor, ter-lhe-ia tornado um economista melhor. Para uma análise recente, ver Wray (2011).

soas físicas e jurídicas, voltando-se para programas de investimento de médio e de longo alcance, mais uma vez com destaque para os casos dos EUA e, como seria de se esperar, da China.

Cláusulas do tipo “Buy American” e medidas protecionistas de diversos matizes adentram os pacotes de estímulo fiscal e, também, voltaram ao discurso dos políticos. Ao mesmo tempo, ainda nessa segunda dimensão, o intervencionismo pragmático em nível internacional confronta-se com a necessidade crescente de cooperação. As reuniões de cúpula do G7 (ampliado com a Rússia, no chamado G8) perderam importância relativa, em linha com a própria mudança na estrutura da geoeconomia mundial. O grupo das 20 principais economias do mundo (G20), com o formado pelo Brasil, pela Rússia, pela Índia, pela China e pela África do Sul (BRICS), passou a ser o espaço de maior poder gravitacional para a discussão das reformas de caráter estrutural, bem como da tentativa de coordenação das políticas de crédito e fiscais. O encontro, em Londres, no mês de abril de 2009, resultou na promessa de fortalecimento das instituições oficiais multilaterais, especialmente FMI e Banco Mundial, com créditos adicionais de US\$ 1 trilhão a serem direcionados para o financiamento do comércio exterior e dos desequilíbrios de balanço de pagamentos de países desenvolvidos, como a Islândia, grandes emergentes, como o México, e uma miríade de nações do Leste Europeu, África e, ainda com menos intensidade, da América Latina.<sup>20</sup>

Ainda não está claro se haverá uma mudança substantiva na governança dessas instituições, capaz de refletir a nova importância de países emergentes, particularmente daqueles que se tornaram credores líquidos do resto do mundo, em função do acúmulo de elevados superávits em conta corrente na fase de crescimento “excepcionalmente favorável”. Da mesma forma, foram tímidas as promessas de maior regulação financeira no plano internacional. A sempre adiada regulamentação (com limitação do poder de alavancagem) dos *hedge funds*, dos paraísos fiscais, ou a introdução de mecanismos mitigadores da volatilidade de capitais, do tipo Tobin Tax (Tobin, 2000), não estão claramente modelados (Unctad, 2011).

Por outro lado, Zhou Xiaochuan (2009), Presidente do Banco do Povo da China (o banco central chinês), manifestou, de forma explícita, a necessidade de substituição do dólar, atualmente o principal denominador dos ativos de reserva, por uma moeda de conta internacional, a ser administrada também de forma global, vale dizer, para além da soberania estrita de um

---

<sup>20</sup> O FMI disponibilizou recentemente (acesso em abril de 2009) um mapa interativo com os dados dos empréstimos (valores e linhas concedidas) realizados pela instituição em função da crise. Em 28 de abril de 2009, era possível observar quase 50 países com recursos tomados recentemente (IMF, 2009).

único Estado-nação. Sua inspiração é o Plano Keynes (Keynes, 1950, 1950a), sucintamente analisado na seção 2 deste artigo. Como nos anos 40, por Keynes, e, depois, nos anos 50 e 60, por Triffin, dentre outros, Zhou Xiaochuan explorou as contradições entre a gestão doméstica de uma moeda, mesmo que emitida pela potência hegemônica, e a necessidade de liquidez global com estabilidade da âncora nominal de preços (de bens e ativos financeiros). Se, por um lado, o emissor da principal divisa-chave, com ou sem lastro real, obtém o “privilégio ultrajante”<sup>21</sup> de financiar largos déficits externos pela emissão de ativos denominados em sua própria moeda, por outro, esse mesmo privilégio amplia os efeitos de transmissão de políticas domésticas expansionistas, comprometendo, potencialmente (e, em várias ocasiões, na prática), a estabilidade do valor externo dessa moeda. Isso imporia perdas patrimoniais para o resto do mundo, além do problema clássico do Pós-Guerra, da “importação de inflação”.

Zhou Xiaochuan sugere o fortalecimento do Direito Especial de Saque, a ser convertido, em um futuro incerto, nessa moeda de conta. Por sua vez, caberia ao FMI, devidamente reformado, sua gestão. Há uma clara aproximação com o Plano Keynes original, ou com suas versões contemporâneas, especialmente aquelas inspiradas no trabalho de Paul Davidson (2002, 2003).<sup>22</sup> Conforme sugerido anteriormente, Keynes tinha uma dupla preocupação: (a) a forte restrição externa a ser enfrentada por uma Grã-Bretanha fragilizada financeiramente e com uma árdua jornada de reconstrução de sua economia; e (b) a busca por manter autonomia nas políticas domésticas e controle sobre sua zona de influência econômica, composta por colônias e ex-colônias. Isso ia de encontro ao interesse dos EUA, que desejavam um comércio mundial aberto e erigido em bases multilaterais, o que significaria o desmonte das preferências comerciais criadas pelas potências europeias (Block, 1977; Polanyi, 1944). Ao mesmo tempo, os estadunidenses desejavam a estabilidade cambial, associada à disciplina do padrão-ouro, e a eliminação de entraves aos pagamentos internacionais derivados do comércio exterior. A defesa da conversibilidade das moedas europeias, particularmente da libra, permitiria a imposição do dólar como “a” divisa internacional de referência para preços de bens e ativos e denominação de reservas. Opunham-se a potência ascendente, agora como uma clara agenda econô-

---

<sup>21</sup> Aparentemente, essa expressão nasceu na França, no período entre as Guerras, quando esse país criticava o padrão-ouro-divisas. Os franceses defendiam o padrão-ouro puro e viam, na acumulação de ativos de reserva em libra, uma ilegítima internacionalização da soberania monetária britânica. No Pós-Guerra, De Gaulle, utilizava a mesma ideia para criticar os EUA (Eichengreen, 2008).

<sup>22</sup> Ferrari Filho (2006) faz uma ampla análise da evolução do pensamento de Keynes sobre a “moeda internacional”, bem como atualiza essa contribuição seminal para as circunstâncias históricas contemporâneas.

mica global e disposta a exercer o que Kindleberger (1986) denominou de função de “estabilização hegemônica”, moldando as instituições internacionais para o atendimento dessa agenda (Block, 1977; Gilpin, 2001; Helleiner, 1994; Strange, 1998), e a potência decadente, com problemas crônicos de balanço de pagamentos, mas ainda desejosa de preservar a libra como ativo de reserva global e sua influência estratégica na nova ordem internacional (Skidelsky, 2000).

O quadro neste início de anos 2000 não poderia ser mais diferente. Os EUA seguem capazes de exercer a dimensão estratégica de sua hegemonia, na medida em que ainda é a grande potência militar, tendo poder de veto em, virtualmente, todos os organismos multilaterais, com exceção da Organização Mundial do Comércio (OMC). Ainda não está claro se sua economia é estruturalmente decadente, como a Grã-Bretanha do período pós Primeira Guerra Mundial. Antes da crise em curso, as virtudes do seu modelo de capitalismo ultraflexível e com elevado crescimento eram amplamente destacadas, particularmente ao se contrastar com a Europa em semiestagnação. Evidentemente, desde meados dos anos 80, discute-se a sua capacidade de liderança industrial e tecnológica, até mesmo em função do deslocamento para a Ásia e o México de expressiva capacidade de produção. Ao mesmo tempo, reafirmava-se o dinamismo tecnológico na revolução microeletrônica e da biotecnologia, no setor de serviços e, principalmente, nas finanças. A despeito dos elevados déficits gêmeos do começo dos anos 2000, até a crise no mercado imobiliário, poucos duvidavam de que, no longo prazo, o dólar seguiria exercendo seu poder gravitacional sobre os mercados financeiros mundiais. Até porque, como questionava Rogoff (2008), qual seria a alternativa? O euro, moeda sem Estado e dívida pública consolidada, com baixo dinamismo e, a partir de 2010, em processo de crises econômica e política abertas? O iene de um Japão amortecido? A iuane de uma China ascendente, mas ainda longe de configurar uma alternativa confiável. Rogoff sinaliza a possibilidade de uma lenta estagnação do papel do dólar, mas teme o vácuo a ser criado. Tal raciocínio segue o padrão convencional, que rejeita, *a priori*, o retorno do Plano Keynes.

Atualmente, nos diversos relatórios conjunturais do FMI, do BIS, da Unctad, do Banco Mundial, dentre outros, a economia dos EUA emerge com uma posição líquida de investimentos fortemente negativa, ao passo que os países exportadores de *commodities*, especialmente de petróleo, o Japão e a China estão na ponta credora. Os desequilíbrios globais de pagamentos, aprofundados desde 2003, ampliaram essa divergência. O dólar equilibra-se sobre uma base de dívidas crescentes e internacionalizadas, que a crise em curso expõe. Não à toa, os chineses, que são os maiores credores dos EUA e do seu Governo, passaram a questionar as solvências externa e fiscal



estadunidenses, especialmente nos níveis correntes de juros e câmbio, incapazes de sinalizar corretamente os desequilíbrios fundamentais. A própria proposta de Zhou Xiaochuan (2009) é uma derivação lógica da perspectiva de os ativos em dólares perderem valor, ao passo que sua remuneração corrente se distancia, cada vez mais, dos riscos agora explicitados. A contradição que se apresenta é que a imposição de limites externos ao endividamento dos EUA quebraria o modelo de relações que catapultou a economia chinesa. Salvo, é claro, se o resto do mundo repuser a demanda perdida em uma economia estadunidense mais parcimoniosa.

Boughton (2009) avaliou as várias tentativas de reformas na arquitetura financeira internacional, desde as negociações da Paz de Versalhes (Paris, 1918-19), passando pelo Acordo de Gênova (1922), a natimorta Conferência Monetária e Econômica Mundial de Londres (1933), a Conferência de Bretton Woods (1944), as negociações que se seguiram à crise do dólar (1971-73), os choques do petróleo nos anos 70, a crise da dívida externa na década seguinte até o debate pós-crise asiática. Para ele, somente em Bretton Woods, verificou-se a convergência dos elementos necessários para a viabilização das propostas então discutidas, vale dizer, a existência: (a) de liderança efetiva e com legitimidade, capaz de conduzir um processo amplamente inclusivo; (b) de objetivos claros e amplamente compartilhados; e (c) de um mapa para que os objetivos pudessem ser atingidos. Antes de Bretton Woods, segundo as análises de Polanyi (1944) e Block (1977), havia uma crise hegemônica, e, depois dos anos 40, a dificuldade de se construir uma agenda comum e inclusiva. Salta aos olhos, conforme documentado por Isard (2005) e analisado criticamente por ensaios reunidos em Ferrari Filho e Paula (2004), Arestis e Paula (2008), Ocampo e Stiglitz (2008), Unctad (2011), dentre outros, a ausência de apetite político dos países industrializados, particularmente dos EUA, para a imposição de reformas mais estruturais que refreassem o ambiente de finanças globalizadas e desregulamentadas.

Nesse sentido, cabe perguntar se, finalmente, a crise financeira global teria criado as condições políticas para um “novo Bretton Woods”. Se, por “novo”, for entendida a adoção, em um horizonte previsível, de alguma versão do Plano Keynes original associada a novas regras que limitem, nos espaços nacionais e global, o poder das finanças privadas, parece que, até o momento, não há nada de novo no *front*. Por outro lado, se a novidade for o fortalecimento, com ajustes marginais, das “instituições de Bretton Woods”, ampliando o poder dos emergentes, mas sem retirar o controle das potências industrializadas, há sinais favoráveis de que pode estar nascendo uma nova configuração de poder. O agravamento da crise europeia e a volta do FMI ao palco europeu tendem a acelerar essa disposição. Da mes-

ma forma, o novo pode estar no esgotamento, no plano político, da hegemonia liberal e, no plano acadêmico, dos consensos baseados em modelos irrealistas e restritivos de recorte neoclássico.

Todavia há que se ter cautela e lembrar que a revolução keynesiana já foi, uma vez, obstaculizada pela “síntese neoclássica” e, depois, supostamente “enterrada” pelo novo consenso macroeconômico, agora também em crise, como analisam Colander *et al.* (2009) e Wray (2011, 2011a). O retorno às chamadas políticas keynesianas parece que tem muito mais a ver com o fiscalismo dos anos do Pós-Guerra do que com a incorporação da “economia política” derivada da análise crítica sobre a natureza de uma economia monetária da produção. Se assim fosse, a agenda prioritária seria acelerar as reformas financeira, doméstica e internacional, de modo a promover a “eutanásia do rentista”, estruturar políticas fiscais capazes de, simultaneamente, manter níveis elevados de emprego e evitar, no futuro, processos de concentração de renda.<sup>23</sup> E, no plano internacional, dever-se-ia reproduzir um ambiente financeiro capaz de evitar um equilíbrio com desemprego, algo já apontado por Davidson (2003), ao interpretar o excesso de acúmulo de reservas oficiais entre economias emergentes.

Para esse autor, o aumento da preferência pela liquidez poderia ser modelado em termos de uma economia fechada à *la* Teoria Geral. Só que tal economia seria mundial e não nacional. Ao acumular reservas, os bancos centrais produziram uma redução na demanda efetiva mundial, gerando um equilíbrio subótimo. Para equacionar esse problema, seria necessário reduzir tal preferência excessiva pela liquidez, o que, idealmente, ocorreria com a existência de um banco central internacional, do tipo pensado por Keynes. Sua Clearing Union não só funcionaria como uma prestamista em última instância, como, também, administraria a compensação de pagamentos em *bancor*, penalizando, pela cobrança de juros, os países superavitários, que, por esse mecanismo, seriam induzidos a ampliar seus gastos com a importação de bens e serviços dos países deficitários. Em tempo, por não ser passível de acumulação pelo setor privado, a moeda internacional de Keynes estaria menos exposta aos efeitos desestabilizadores das manias especulativas.

## 4 Considerações finais

Neste artigo, argumentou-se que um retorno ao keynesianismo envolveria a adoção, devidamente ajustada aos tempos contemporâneos,

---

<sup>23</sup> Tais eram as preocupações de Keynes na discussão da política econômica britânica de esforço de guerra (Skidelsky, 2000).

de uma combinação de políticas domésticas contracíclicas e de viés redistributivista, associadas a uma profunda reestruturação do sistema financeiro internacional. Tal possibilidade ainda está por ser construída, se é que haverá espaço político para tanto. Como sugere Block (1977), o ordenamento das finanças internacionais depende de decisões tomadas na esfera política, que passam pela mediação entre os interesses privados e os estratégicos das potências hegemônicas. Ainda está por se ver se a crise financeira global será forte o suficiente para, simultaneamente, produzir uma redução substantiva do poder político das altas finanças e criar um novo bloco de interesses convergentes para a agenda de pleno emprego com redistribuição de renda.

Políticas desse padrão devem ter por fundamento analítico a compreensão do capitalismo como sendo um sistema complexo e intrinsecamente instável. As hipóteses de mercados eficientes e expectativas racionais são, como admitido por Greenspan (2008) e Colander *et al.* (2009), insuficientes para apreender os fatos estilizados mais relevantes desse tipo de economia, podendo conduzir a análises e prescrições equivocadas, como a de que contratos derivativos sempre aprimoram o bem-estar da sociedade, na medida em que são mecanismos contingentes que mitigam riscos individuais. Portanto, um retorno a fundamentos mais realistas, em um leque mais amplo de modelos analíticos, seria uma agenda convergente com as críticas heterodoxas, particularmente as de recorte keynesiano. Nessa perspectiva, não bastaria assumir a existência de assimetria de informações, como já é usual em novas gerações de modelos convencionais de crises financeiras ou na ampla literatura de temas monetários inaugurada com os trabalhos seminiais de Stiglitz e Akerlof (Allen; Gale, 2007). Haveria de se partir dos *insights* de Keynes e Minsky sobre o funcionamento de economias monetárias de produção. Nesse universo, não há a separação entre as decisões reais e as monetárias. Pelo contrário, a busca de proteção contra as incertezas pode levar ao aumento exacerbado da preferência pela liquidez, com a acumulação privada de ativos financeiros — no limite, a moeda — que não geram emprego. Assim, a regulação da moeda e dos mercados financeiros e a busca permanente de “estabilizar uma economia instável” e manter o pleno emprego levam à adoção permanente da mão visível das políticas públicas.

A agenda acadêmica e normativa que emerge dos modelos que trabalham com assimetrias de informações pode ser superior à visão *laissez-faire* dos modelos que partem da hipótese de mercados eficientes. Ainda assim, limita-se a atuação do Estado a algumas dimensões regulatórias, deixando sempre espaço para a defesa da autorregulação dos atores financeiros como mecanismo primordial e mais eficiente, ou ajustes que

minimizem as assimetrias de informações. Essa foi, conforme destacado na seção 3, a agenda conservadora de reformas na arquitetura financeira internacional que emergiu depois da crise asiática. Ao invés de se assumir que o mundo das finanças globalizadas e desregulamentadas amplia o potencial inerente de instabilidade das economias capitalistas, optou-se por reformas pontuais e localizadas nos países em desenvolvimento, especialmente no que se refere à padronização das instituições domésticas (regras contábeis, de regulamentação prudencial, de proteção dos credores, etc.), com vistas a reduzir as assimetrias de informação na esfera global. Ali, as restrições políticas, analíticas e ideológicas impediram um “novo Bretton Woods”. O que acontecerá depois da crise financeira global ainda está em gestação. Há rupturas com as políticas do período neoliberal, mas ainda não parecem maduras as demais condições que dêem sustentação a reformas de maior fôlego.

## Referências

- ALLEN, F.; GALE, D. **Understanding financial crises**. Oxford: Oxford University Press, 2007.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de (Ed.). **Financial liberalization and economic performance in emerging countries**. New York: Palgrave Macmillan, 2008.
- AZIZ, J.; CARAMAZZA, F.; SALGADO, R. **Currency crises: in search of common elements**. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2000. (IMF Working Paper, WP/00/67).
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **77th Annual Report: 1 April 2006-31 March 2007**. Basel: BIS, 2007.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **78th Annual Report: 1 April 2007-31 March 2008**. Basel: BIS, 2008.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **81st Annual Report: 1 April 2010-31 March 2011**. Basel: BIS, 2011.
- BERNANKE, B. **Four questions about the financial crisis**. 2009. Disponível em: <<http://www.bis.org/fc.htm>>. Acesso em: 19 abr. 2009.
- BERNANKE, B. **The great moderation: remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meetings of the Eastern Economic Association**. Washington, D. C., February 20, 2004. [S. l.: s. n.], 2004.

BHAGWATI, J. The capital myth: the difference between trade in widgets and trade in dollars. **Foreign Affairs**, New York, v. 77, n. 3, p. 7-12, May/June 1998.

BIS ANNUAL RESEARCH CONFERENCE, 5., 2006, Brunnen. **Financial globalisation**. Basel: Bank for International Settlements, 2006.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. [S. l.]: International Monetary Fund, 2010.

BLOCK, F. **The origins of international economic disorder**. Berkeley: University of California Press, 1977.

BORDO, M. **The gold standard, Bretton Woods and other monetary regimes: an historical appraisal**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1993. (NBER Working Paper, n. 4310).

BOUGHTON, J. M. A new Bretton Woods? **Finance and development**, Washington, D. C., v. 46, n. 1, p. 44-46, Mar 2009.

BOUGHTON, J. M. **Why White, not Keynes?** Inventing the postwar international monetary system. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2002. (IMF Working Paper, 02/52).

CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. **Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors**. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 1992. (IMF Working Paper, n. 92/62).

CAPRIO, G.; HANSON, J. A.; LITAN, R. E. **Financial crises: lessons from the past, preparation for the future**. Washington, D. C.: Brookings Institution Press, 2005.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

COLANDER, D. *et al.* **The financial crisis and the systemic failure of academic economics**. Kiel: Kiel Institute for the World Economy, 2009. (Kiel Working Paper, n. 1489). Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/kiel/kieliw/1489.html>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL). **Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008**. Santiago de Chile: Cepal, 2008.

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 5, n. 2, p. 129-154, dez. 1996.

DAVIDSON, P. **Financial markets, money and the real world**. Northampton, Ma: Edward Elgar, 2002.

DAVIDSON, P. The future of international financial system. In: CONFERENCE ON THE FUTURE OF ECONOMICS, 2003, Cambridge. **Conference...** Cambridge: [s. n.], 2003.

DE CECCO, M. Origins of post-war payments system. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, v. 3, n. 1, p. 49-61, Mar 1979.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. **Financial liberalization and financial fragility**. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 1998. (Working Paper, 98/83).

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **International financial stability**. Frankfurt: Deutsche Bank, 2005.

EATWELL, J.; TAYLOR, L. **Global finance at risk**. New York: The New Press, 2000.

EDISON, H. J. *et al.* **Capital account liberalization and economic performance: a review of the literature**. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2002. (IMF Working Paper, 02/120).

EICHENGREEN, B. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. **Globalizing capital: a history of the international monetary system**. 2. ed. Princeton: Princeton University Press, 2008.

EICHENGREEN, B. **The global credit crisis as history**. 2009. Disponível em: <<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/new.html>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

EL-ERIAN, M. **When markets collide: investment strategies for age of global economic change**. New York: McGraw Hill, 2008.

FERGUSON, N.; SCHULARICK, M. "Chimerica" and global asset markets. **International Finance**, v. 10, n. 3, p. 215-239, 2007.

FERRARI FILHO, F. **Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes**. Porto Alegre: UFRGS, 2006.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. **Globalização financeira**. Petrópolis: Vozes, 2004.

FIORI, J. L. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 2003.

FIORI, J. L. **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. **Poder e dinheiro**. Petrópolis: Vozes, 1997.

GILPIN, R. **Global political economy**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001.

GREENSPAN, A. **Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York**, New York, 1997 (December, 2). [S. l.: s. n.], 1997.

GREENSPAN, A. **Testimony of Dr. Alan Greenspan, Committee of Government Oversight and Reform**, October 23, 2008. [S. l.: s. n.], 2008.

GREENSPAN, A. We will never have a perfect model of risk. **Financial Times**, Londres, 17 Mar 2008a.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HOBSBAWM, E. **A era dos extremos: o breve século XX (1914-1991)**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE (IIF). **Letter to the G-20**, March, 13, 2009. 2009. Disponível em: <[www.iif.com](http://www.iif.com)>. Acesso em: 19 abr. 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **IMF lending at a glance**. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/exr/map/lending/index.htm>>. Acesso em: abr. 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World economic outlook**: May 1998. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 1998.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World economic outlook**: September 2001. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World economic outlook**: September 2008. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World economic outlook**: September 2011. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2011.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World economic outlook database**: April 2011. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2011a. Disponível em: <[www.imf.org](http://www.imf.org)>. Acesso em: abr. 2011.

ISARD, P. **Globalization and the international financial system**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

KAMINSKY, G.; LIZONDO, S.; REINHART, C. **Leading indicators of currency crisis**. Washington, D. C.: IMF, 1998.

KEYNES, J. M. The international clearing union. In: HARRIS, S. E. (Org.). **The new economics: Keynes influence on theory and public policies**. New York: Alfred A. Knopf, 1950.

KEYNES, J. M. The International Monetary Fund, 1944. In: HARRIS, S. E. (Org.). **The new economics: Keynes influence on theory and public policies**. New York: Alfred A. Knopf, 1950a.

KINDLEBERGER, C. H. **Manias, pânico e crashes**. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

KINDLEBERGER, C. P. **The world in depression, 1919-1939**. Berkeley, CA: University of California Press, 1986.

KRUGMAN, P. **Uma nova recessão? O que deu de errado**. São Paulo: Campus, 1999.

LASTRA, R. M. The International Monetary Fund in historical perspective. **Journal of International Economic Law**, Oxford, v. 3, n. 3, p. 507-523, Sept 2000.

MADDISON, A. **The world economy: a millennial perspective**. Paris: OECD, 2001.

MIKESELL, R. F. **Revisiting Bretton Woods**. Annandale-on-Hudson: The Jeremy Levy Economics Institute, 1996. (Public Policy Brief, n. 24).

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis: a clarification. In: FELDSTEIN, M. (Ed.). **The risk of economic crisis**. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 158-166.

MISHKIN, F. **The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich**. Princeton: Princeton University Press, 2006.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global capital markets: integration, crisis and growth**. New York: Cambridge University Press, 2004.

OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. E. (Ed.). **Capital market liberalization and development**. New York: Oxford University Press, 2008.

PALLEY, T. Quantitative easing: a Keynesian critique. **Investigación Económica**, México, D. F., v. 70, n. 277, p. 69-86, Jul/Sept 2011.

POLANYI, K. **The great transformation**. New York: Farrar & Rinehart, 1944.



PRASAD, E. *et al.* **Effects of financial globalization on developing countries:** some empirical evidence. [S. l.]: IMF, 2003.

PRATES, D. M. A literatura convencional sobre crises financeiras nos países emergentes: os modelos desenvolvidos nos anos 90. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 359-385, 2005.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This time is different:** a panoramic view of eight centuries of financial crises. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2008. Disponível em: <<http://terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers.html>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

REINVENTING BRETTON WOODS COMMITTEE. **Building and international monetary and financial system for the 21<sup>st</sup> century:** agenda for reform. New York: RBWC, 2008. Disponível em: <<http://rbwf.org>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

RODRIK, D. **Blame the economists, not economics.** 2009. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/blame-the-economists--not-economics>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

RODRIK, D. **The death of the globalization consensus.** 2008. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrrik21>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. **Why did financial globalization disappoint?** 2008. Disponível em: <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrrik.academic.ksg/papers.html>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

ROGOFF, K. **Goodbye to the dollar?** 2008. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff41>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

SETSER, B. The shape of things to come. **Finance and Development**, Washington, D. C., v. 46, n. 1, p. 36-39, Mar 2009.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes:** fighting for britain, 1937-1946. London: MacMillan, 2000.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes 1883-1946:** economist, philosopher, statesman. London: MacMillan, 2003.

SOLOMON, R. **Money on the move:** the revolution in international finance since 1980. Princeton: Princeton University Press, 1999.

STIGLITZ, J. E. **A globalização e seus malefícios**. São Paulo: Futura, 2002.

STRANGE, S. **Mad money: when markets outgrow governments**. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1998.

TOBIN, J. Financial globalization. **World Development**, v. 28, n. 6, p. 1101-1104, 2000.

TOLOUI, R. **When capital flows uphill: emerging markets as creditors**. 2007. Disponível em:

<<http://europe.pimco.com/EN/Insights/Pages/WhenCapitalFlowsUphillEmergingMarketsasCreditors.aspx>>. Acesso em: jun. 2007.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (Unctad), 2011, Geneva. **Trade and Development Report, 2011**. New York: United Nations, 2011.

WOLF, M. Fim da regulação superficial. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 set. 2008.

WOLF, M. O resgate do Bear Stearns. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 mar. 2008a.

WORLD BANK. **Economic growth in the 1990s: learning from a decade of reform**. Washington, D. C.: World Bank, 2005.

WORLD BANK. **Global development finance: 2000**. Washington, D. C.: World Bank, 2000.

WRAY, L. R. **Lessons we should have learned from the Global Financial Crisis but didn't**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2011a. (Working Paper, n. 681).

WRAY, L. R. **The dismal state of macroeconomics and the opportunity for a new beginning**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2011. (Working Paper, n. 652).

XIAOCHUAN, Zhou. **Reform the international monetary system**. 2009. Disponível em: <<http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2009.