

OS DESEQUILÍBRIOS DA ECONOMIA INTERNACIONAL: UMA ANÁLISE CRÍTICA DO DEBATE RECENTE ¹

ANDRÉ MOREIRA CUNHA²,
DANIELA MAGALHÃES PRATES³
ANDRÉ MARTINS BIANCARELI⁴

Resumo: neste trabalho, se analisa a economia política dos desequilíbrios internacionais nos termos da assim chamada Hipótese Bretton Woods II (HBW II). A HBW II sugere que o sistema financeiro internacional está experimentando a emergência de um novo regime Bretton Woods de taxas de câmbio fixas em nível global, permitindo aos Estados Unidos financiarem seus elevados déficits externos a um baixo custo e por um longo período de tempo. Conseqüentemente, o endividamento externo crescente dos EUA não seria objeto de preocupação imediata. Explora-se os argumentos dos autores da HBW II e de seus críticos e, na tradição da economia política, tenta-se especular sobre as possíveis implicações dos desequilíbrios correntes sobre os países periféricos.

Palavras-chave: economia política dos desequilíbrios internacionais, Bretton Woods, estratégias de desenvolvimento, controles de capitais.

Abstract: in this paper we analyze the political economy of international payments imbalances in the spirit of the so called Bretton Woods II Hypothesis (BW II). The BW II hypothesis suggests that the international financial system is experiencing today the reemergence of a new Bretton Woods regime of global fixed exchange rates, allowing United States to finance its large current account deficit at a low cost for a long time. Consequently, the U.S. growing external indebtedness poses few immediate concerns. We explore the arguments of the BW II hypothesis's formulators and their critics, and in a political economy perspective we try to speculate about the possible implications of the current international imbalances over the peripheral countries.

Key Words: political economy of international imbalances, Bretton Woods, developments strategies, capital controls

JEL Classification: P16, P51, F02

¹ Recebido em 06/01/2007. Liberado para publicação em 08/02/2007.

² Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador do CNPq. E-mail: amcunha@hotmail.com. Agradeço ao apoio de pesquisa do bolsista PIBIC-CNPq, Henrique B. Renck.

³ Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e Diretora Adjunta do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE/Unicamp. E-mail: daniprates@eco.unicamp.br.

⁴ Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE/Unicamp e Doutorando do IE/Unicamp. E-mail: andremb@eco.unicamp.br

Introdução

Desde meados de 2003, economistas acadêmicos e analistas de mercado têm se debruçado sobre uma série de aparentes desequilíbrios e “anomalias” da economia internacional. O principal desequilíbrio seria o elevado déficit em conta corrente dos EUA, que passou de um patamar abaixo de 2% do PIB, no começo dos anos 1990, para 4%, no final da década, atingindo cerca de 6% em 2005 e 2006⁵. No atual ciclo político de retomada da hegemonia republicana, o déficit externo vem sendo acompanhado por déficits fiscais também crescentes, dados os significativos estímulos de redução de impostos e ampliação de gastos ocorridos depois de 2001. A volta dos chamados “déficits gêmeos” tem colocado em debate a qualidade (no futuro) da dívida pública norte-americana, cujo nível corrente se aproxima velozmente de patamares mais típicos das economias periféricas⁶. Em uma perspectiva mais ampla, verifica-se que as famílias e empresas também apresentam níveis recordes de endividamento⁷, o que caracterizaria a emergência de uma situação de elevada fragilidade financeira do tipo *minskyana*.

A contrapartida para a ampliação da posição devedora líquida dos EUA estaria no aumento da posição credora do resto do mundo, implicando exportação de poupança por parte de outras economias centrais e, também, de economias periféricas – residindo aqui uma novidade no período que se inaugura com a crise asiática de 1997⁸. Países estruturalmente superavitários, especialmente em conta corrente, como

⁵ É interessante notar que o déficit médio entre 1990 e 1998 foi de 1,6% do PIB. Tal posição externa começou a se deteriorar mais rapidamente a partir 1999, quando o déficit médio superou a casa de 4% do PIB. Estimativas dos autores com base nos dados do BEA (Bureau of Economic Analysis) e da “The Economist” reportados pelo IPEADATA – www.ipeadata.gov.br.

⁶ “A medida mais ampla do total da dívida dos Estados Unidos com o resto do mundo – a posição líquida de investimentos internacionais ou *PLI* – aumentou de 5% do PIB em 1997 (US\$ 360 bilhões) para um valor esperado de 28% do PIB (US\$ 3,3 trilhões) até o final de 2004. Equivalendo a 280%, a taxa de dívida sobre exportações dos EUA está atingindo rapidamente patamares das economias latinas mais problemáticas, como Argentina e Brasil. Sem ajustes mais profundos o endividamento externo líquido dos EUA está no caminho para atingir 50% do PIB e cerca de 500% das receitas de exportação em 2008.” (Roubini & Setser, 2005b:9 - essa e demais citações foram traduzidas por nós). Roubini & Setser (2005b) estimam que, ainda em 2005, os EUA se tornem pagadores líquidos de juros para o resto do mundo.

⁷ Papadimitriou *et al* (2005) realizam uma análise detalhada do endividamento norte-americano a partir de um referencial teórico que valoriza a tradição keynesiana-*minskyana*.

⁸ Bernanke (2005) analisa os desequilíbrios das contas externas dos EUA assumindo que há um problema global de “excesso de poupança” (*global saving glut*). Para o então diretor do FED, a economia norte-americana seria passiva nesse processo. Tal excesso de poupança se originaria, principalmente de: (i) questões demográficas dos países centrais (envelhecimento

Japão, China, Coreia do Sul, outras economias asiáticas emergentes, os países da região do euro, exportadores de petróleo e, desde 2003, os latino-americanos, têm aplicado suas reservas cambiais (resultantes das intervenções nos mercados cambiais para evitar a valorização de suas respectivas moedas) em ativos financeiros denominados em dólares norte-americanos⁹. Os Bancos Centrais dos países asiáticos têm desempenhado um papel de destaque nesse processo. Aqui já podemos localizar algumas das questões que estão dividindo os analistas da economia internacional. Há aqueles que consideram os crescentes déficits dos EUA um elemento potencialmente desestabilizador de uma conjuntura global que se revela excepcionalmente favorável desde 2003¹⁰. Há, porém, os que enxergam um elemento positivo nos déficits, que estariam dinamizando o crescimento de regiões periféricas¹¹.

Entre o primeiro grupo¹², cresce o consenso de que o ajuste para os “desequilíbrios” globais passaria por um realinhamento de moedas, no qual os países asiáticos, notadamente a China, deveriam aceitar uma maior flexibilidade em suas taxas de câmbio. A valorização da moeda chinesa viria a se somar à apreciação de outras moedas, como o euro, permitindo uma depreciação mais significativa da taxa de câmbio real e efetiva do dólar o que, por sua vez, garantiria uma acomodação dos desajustes comerciais bilaterais, pelo aumento das exportações líquidas dos EUA.

Os países que estão sendo pressionados para absorver os novos ajustes cambiais, e aqui o caso chinês segue na linha de frente, argumentam que a origem dos “desequilíbrios” estaria não em suas políticas macroeconômicas “defensivas” ou “mercantilistas”, mas sim no baixo nível de poupança norte-americana – o que é um eufemismo para o “excesso de gasto”. Por essa ótica, a correção viria de um ajuste

da população); (ii) do aumento do preço do petróleo (o que geraria uma transferência de renda para os países exportadores dessa importante *commodity*); e (iii) das estratégias defensivas dos países periféricos nesse período (pós-crise asiática) de crises financeiras e volatilidade dos mercados, caracterizadas pela geração de superávits em conta corrente e acúmulo de reservas. Stephen Roach, estrategista do Morgan Stanley e um dos mais festejados analistas da economia internacional, contesta a tese de Bernanke, argumentando que, de acordo com as estimativas mais recentes do FMI, a poupança global não teria aumentado significativamente no período recente. Seu ligeiro aumento (de 23% na média do período 1983-2000, para 25% em 2004) teria acompanhado a elevação dos investimentos. Por isso ele se questiona “onde está o excesso de poupança?”. Ver “*What Global Saving Glut?*”, July, 2005, disponível no site: www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20050705-tue.html#anchor0. Capturado em julho de 2005.

⁹ De agora em diante, trataremos o dólar norte-americano somente como “dólar”.

¹⁰ Alguns exemplos nesse sentido são Roubini & Setser (2005), Eichengreen (2004), Frankel (2005) e Summers (2004).

¹¹ Dooley *et al.* (2003, 2004b, 2004c) e Dooley & Garber (2005).

¹² Ver, dentre outros, Bergsten (2004), Bergsten & Williamson (2004) e IMF (2005).

fiscal do governo dos EUA e de um aumento da poupança privada¹³. Diante de tal consideração, respeitados analistas norte-americanos vêm se refugiando na tese de que há um problema global de “excesso de poupança” que busca abrigo em ativos denominados em dólares, de modo que os EUA seriam passivos nesse processo¹⁴. Por qualquer linha de argumentação, ao se considerar os desequilíbrios um problema a ser corrigido em um horizonte relativamente próximo, abre-se espaço para a avaliação dos possíveis impactos de um ajuste global. Dentre outros aspectos, há uma ênfase nos efeitos esperados: (i) de um aperto fiscal nos EUA capaz de promover a redução dos gastos públicos e privados, o que afetaria negativamente as exportações de terceiros países; (ii) de mudanças súbitas e/ou mais intensas do que o projetado pelas expectativas correntes dos investidores nos preços de importantes ativos financeiros, especialmente a partir da elevação nos juros curtos e longos dos EUA¹⁵ (iii); o que poderia ampliar a aversão ao risco dos investidores internacionais e, assim, reverter o ciclo recente de liquidez para os países periféricos (que, aliás, começou a desinflar em maio de 2006). O ajuste nos mercados de ativos financeiros poderia ocorrer em função da perda de confiança no dólar, dadas as estratégias de recomposição de portfólio dos detentores dos instrumentos de dívida emitidos nos EUA.

Entre os otimistas, o estabelecimento de um jogo de soma positiva entre o devedor em última instância, os EUA, e os países exportadores emergentes, poderia dar longa vida ao processo de (re)localização de parte significativa da produção industrial mundial, do centro para a periferia, notadamente para a região do Pacífico Asiático. Com isso, tais regiões emergentes poderiam crescer de forma acelerada, incorporando seus contingentes populacionais ainda à margem dos setores modernos. Em contrapartida, a poupança financeira gerada pelo processo de crescimento via *drive* exportador seria reciclada pelos mercados financeiros dos países centrais, especificamente dos EUA, mais robustos e confiáveis que os mercados locais dos países periféricos. Todavia, esse jogo não inclui todos os países periféricos. Os ganhos na absorção de capitais e novas tecnologias e a inserção nos mercados

¹³ O debate aqui retoma os contornos verificados na primeira metade dos anos 1980, quando os EUA pressionavam Japão e Alemanha para assumirem o ônus do ajuste dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. A desvalorização coordenada do dólar, depois do Acordo do Plaza, foi uma das respostas mais evidentes da tensão política da época.

¹⁴ Bernanke (2005) expôs esse argumento de forma contundente. Dooley & Garber (2005) o tomam como um elemento acessório em sua análise da hipótese Bretton Woods II.

¹⁵ Cá está uma das aparentes “anomalias” dos mercados financeiros globais. O *conundrum* da taxa de juros norte-americana foi explicitado por Stephen Roach em “*The Real Interest Rate Conundrum*”, January, 18, 2005 – Morgan Stanley Global Economic Forum (www.morganstanley.com). Trata-se da questão dos reduzidos níveis da taxa real de juros e do aparente descolamento dos movimentos de elevação das taxas curtas do FED (policy rate dos Fed Funds) com respeito às taxas longas dos T-bonds.

consumidores mais dinâmicos têm se concentrado em poucos “países vencedores”. Em geral, os resultados verificados até agora do processo de liberalização econômica, especialmente na dimensão financeira, sinalizam para o aumento da instabilidade e não para o crescimento sustentável¹⁶.

A partir deste pano de fundo, o presente trabalho se propõe a analisar, desde uma perspectiva crítica, o debate resumido nesses parágrafos introdutórios. Para nós torna-se central compreender os possíveis desdobramentos da atual conjuntura internacional sobre as perspectivas de desenvolvimento das economias periféricas em geral, e do Brasil em particular. Por isso, trabalhamos a partir da tradição da economia política, que procura integrar os aspectos da hierarquia e assimetria de poder entre os distintos agentes na análise dos fenômenos econômicos. Desde logo, rejeitamos as interpretações reducionistas que limitem o escopo das análises à busca de se identificar a lógica do comportamento dos agentes individuais, munidos de cálculos “racionais” e “maximizadores” de uma certa função custo-benefício.

Os argumentos estão organizados em três partes. Após essa breve introdução, explora-se a linha de raciocínio que vem sendo denominada de “hipótese Bretton Woods II” (HBW II, de agora em diante). A partir dela, procura-se aprofundar os termos do debate corrente sobre os potenciais desequilíbrios na economia internacional. Nesta seção, os principais elementos de nossa própria interpretação são enunciados. No item seguinte, busca-se avaliar o desempenho recente de um certo conjunto de economias em desenvolvimento, localizadas na Ásia e na América Latina. Especula-se sobre os possíveis desdobramentos da conjuntura internacional sobre tais regiões emergentes. Seguem algumas considerações finais.

2. Uma Análise Crítica da Hipótese Bretton Woods II

Nesta seção procura-se realizar uma análise crítica da assim chamada “hipótese Bretton Woods II”. Após o resumo das idéias centrais dos seus formuladores e das críticas colocadas por analistas do *establishment* acadêmico e de mercado, recoloca-se os temas propostos por esse debate em uma perspectiva crítica que, seguindo a tradição da economia política internacional, busca identificar os aspectos hierárquicos de poder que conformam as relações econômicas. Com isso, procura-se abrir caminho para o esforço subsequente de localizar os desafios impostos aos países periféricos em geral, e ao Brasil em particular, por essa aparente “nova” ordem internacional em conformação. A alternativa é pensar na reposição das estruturas de poder que tornam as relações entre estados e mercados mais assimétricas do que o verificado no período de vigência do Acordo de Bretton Woods

¹⁶ Ver, dentre outros, Strange (1998), Eatwell & Taylor (2000), Prasad *et al.* (2003), Cepal (2004).

e, assim, mais próximas à experiência do capitalismo de recorte liberal da *pax britânica* do final do século XIX, início de século XX. Assim, as eventuais semelhanças entre o Bretton Woods original e esse “revivido” poderiam ser mais de aparência do que de essência.

2.1 A Hipótese Bretton Woods II

Em uma série de trabalhos recentes – que têm se tornado referência no debate em torno da sustentabilidade das contas externas norte-americanas e, portanto, da posição do dólar como divisa-chave –, Dooley *et al.* (2003, 2004, 2004b, 2004c) e Dooley & Garber (2005) argumentam que a estrutura do sistema financeiro internacional, neste início de século XXI, assemelha-se àquela que se seguiu à implementação do Acordo de Bretton Woods. Em uma nova relação centro-periferia, os países periféricos se dividiriam em dois grupos: os do tipo “conta corrente”, que priorizam o *drive* exportador, atrelando suas moedas ao dólar e adotando estratégias de gestão dos fluxos de capitais marcadamente defensivas, dada a presença de controles de capitais e (sobre) acúmulo de reservas internacionais; e os do tipo “conta capital”, marcados por um maior grau de abertura financeira e de uma menor ênfase no estabelecimento de políticas macroeconômicas que priorizem o *drive* exportador. Tipicamente, as economias asiáticas estariam no grupo “conta corrente”, reproduzindo as estratégias que, no pós-guerra, permitiram aos países da Europa Ocidental e ao Japão realizar o *catching-up* com os EUA. Já os países latino-americanos foram enquadrados no grupo “conta capital”.

Para estes autores, os elevados déficits em conta corrente dos EUA não seriam, necessariamente, uma ameaça à economia mundial. Pelo contrário, o excesso de importações de bens e serviços (que representa a contrapartida de superávits dos parceiros comerciais dos EUA) se constituiria em um importante estímulo na demanda mundial. Em contrapartida, para que a posição financeira externa norte-americana seja sustentável, a compra de ativos financeiros por não residentes deve exceder as aquisições norte-americanas de ativos financeiros do resto do mundo em uma proporção equivalente aos seus déficits externos em conta corrente. Esta condição seria alcançada graças à relação simbiótica entre os EUA e as economias periféricas superavitárias: enquanto estas economias estiverem acumulando ativos denominados em dólares seria possível manter o equilíbrio nas contas externas dos EUA e o papel do dólar como uma divisa-chave .

Os formuladores da HBW II partem de alguns fatos estilizados que estariam caracterizando a economia internacional dos últimos anos. Em primeiro lugar, verificar-se-ia a emergência de um grupo cada vez maior de países que estão atrelando suas moedas ao dólar – através de regimes de câmbio administrado, como a

China – de modo a viabilizar estratégias de crescimento com base no *drive* exportador. Como será detalhado mais adiante, as economias asiáticas vêm seguindo esse padrão, que se manifesta em elevados superávits em conta corrente. Nos últimos dois anos, em uma conjuntura muito particular, várias economias latino-americanas, usualmente caracterizadas por absorverem poupança externa, também passaram a apresentar superávits em transações correntes. Os EUA emergem como o emissor da divisa-chave e fonte da intermediação das poupanças geradas nos países superavitários, estando disposto a aceitar um elevado déficit em conta corrente. Tais aspectos seriam complementados por uma inversão do sentido teoricamente esperado – pela teoria convencional – dos fluxos de capitais que, ao invés de se direcionarem para os países em desenvolvimento, vão desses para os países centrais ou, mais especificamente, para os EUA. O quadro global de excesso de poupança estaria pressionando para baixo as taxas de juros. Por sua vez, os países que adotam regimes de câmbio flexível e que não estão intervindo nos mercados cambiais, assistem a um movimento de apreciação de suas moedas. Conforma-se um quadro de forte tensão em vários mercados, reais e de ativos financeiros. O cerne do atual debate estaria na análise dos limites desse arranjo centrado no crescimento da demanda norte-americana por mercadorias cuja produção tem se deslocado para regiões periféricas, que por sua vez financiam os EUA pela aquisição de ativos financeiros denominados em dólar.

Para Summers (2004), um dos críticos da HBWII, qualificou a conjuntura atual como um “balanço de terror financeiro”, dados os riscos de um ajuste abrupto dos mercados, por uma perda de confiança no dólar, e, portanto, na qualidade dos instrumentos de dívida emitidos nos EUA. Para este autor, ajustes na carteira de investidores desconfortáveis com o perfil de retorno e risco dos ativos financeiros norte-americanos, especialmente sua dívida longa, ou a “fuga para o euro” por parte dos Bancos Centrais asiáticos, poderiam provocar uma severa crise financeira de proporções globais¹⁷. Em uma perspectiva um pouco menos preocupada com o curtíssimo prazo, mas atenta ao acúmulo crescente de desequilíbrios, autores como

¹⁷ Para compreender este argumento, é preciso recorrer à teoria da paridade de juros, de acordo com qual a atratividade dos ativos norte-americanos teria uma relação direta com sua remuneração – no caso de Títulos do Tesouro, tal fato vincula as diversas taxas de juros dos instrumentos da dívida pública à dinâmica de um mercado cada vez mais internacionalizado (Braga & Cintra, 2004) – e com a expectativa de apreciação do dólar. No contexto atual de déficits gêmeos crescentes, cria-se uma pressão sobre o dólar e/ou a taxa de juros (ou as várias taxas de juros) nos EUA, que podem desestabilizar o mercado financeiro internacional, causando tanto um aumento na liquidez disponível para a aquisição de ativos denominados em outras moedas, e que possuem taxas de retorno mais elevadas, quanto o movimento contrário, de “retorno ao dólar”, quando do aumento no seu vetor rentabilidade-risco (Roubini & Setser, 2005, 2005b, IMF 2005).

Eichengreen (2004), Bergsten & Williamson (2004) e Roubini & Setser (2005) alertam que os limites para a expansão do endividamento norte-americano tornam-se cada vez mais estreitos. Os Bancos Centrais asiáticos estariam compondo uma carteira de investimentos capaz de gerar prejuízos elevados no futuro, em um cenário de desvalorização acentuada do dólar, o que poderia estimular em algum momento a decisões de recomposição de investimentos que levaria em conta critérios de mercado, de rentabilidade e risco.

Diante de tais argumentos Dooley & Garber (2005) – ecoando os argumentos originais de Dooley *et al.* (2003, 2004, 2004b, 2004c) – sustentam a posição de que há mais interesses vinculados à manutenção do atual *status quo* do que incentivos a ajustes de portfólio que sigam a lógica de maximização de algum vetor rentabilidade-risco. Isto porque, os Bancos Centrais asiáticos, especialmente o chinês, seguiriam desejando sustentar a política de rápido crescimento de suas economias baseado no *drive* exportador. Tal estratégia “desenvolvimentista” se imporia a qualquer outro determinante por um horizonte de tempo de pelo menos uma década, sendo necessariamente complementada por medidas não convencionais de intervenções nos mercados cambiais, controle dos fluxos de capitais e a aquisição “irracional” de ativos financeiros (denominados em dólares) que têm um baixo retorno corrente e um potencial elevado de prejuízo futuro.

Nesse ponto é importante lembrar que aqueles críticos da HBW II consideram que Dooley *et al.* valorizariam em excesso o papel dos controles de capitais, da manipulação das taxas de câmbio e do acúmulo defensivo de reservas associados à estratégia “conta corrente” dos países asiáticos, e subestimariam a gravidade da deterioração das contas externas dos EUA. Não à toa tem se denominado as políticas asiáticas de “mercantilistas”, em uma conotação claramente pejorativa (Bergsten, 2004). Tão grave quanto a questão da deterioração da conta corrente dos EUA seria a manipulação dos Bancos Centrais asiáticos que sustentariam artificialmente o valor de suas moedas, não deixando que os fluxos cambiais positivos se ajustassem via “preços”, vale dizer, pela apreciação das moedas locais. Isto geraria uma forte pressão sobre as moedas de países que jogariam de acordo com as regras de mercado, como os europeus, canadenses e australianos. Em uma outra vertente de argumentação, Davidson (2003) sugere que a economia internacional tenderia para um equilíbrio com desemprego, na medida em que o sobre-acúmulo de divisas pelos asiáticos reduziria a demanda agregada potencial.

Em nossa perspectiva, apesar da relevância dos argumentos contrários à interpretação de Dooley *et al.*, outras dimensões da HBWII devem ser objeto de crítica. Em primeiro lugar, Dooley *et al.* abstraem diferenças fundamentais entre o regime de Bretton Woods e o sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Críticos, como Eichengreen (2004), ressaltam algumas dessas

diferenças, como o ambiente de livre mobilidade de capitais, mas deixam de lado outros aspectos essenciais, como a mudança da natureza da moeda-chave. Como destacam Serrano (2002 e 2004) e Teixeira¹⁸, uma especificidade fundamental do sistema atual em relação ao de Bretton Woods consiste na natureza exclusivamente fiduciária do dólar, que deixou de estar vinculado a qualquer mercadoria real. Naquele regime, embora o dólar assumisse a função da moeda internacional, o padrão monetário estava vinculado ao ouro, o que acabava impondo restrições ao funcionamento da economia americana.

Isto porque, como esclarece Serrano (2004), no sistema de Bretton Woods, a despeito dos EUA poderem financiar qualquer déficit global no balanço de pagamentos – dado o papel do dólar como moeda-chave e assim, meio de pagamento internacional –, a necessidade de manter a conversibilidade em ouro impunha dois limites: em primeiro lugar, este país deveria evitar déficits em conta corrente, pois estes, ao resultarem no aumento do passivo externo líquido e, assim, das obrigações externas conversíveis em ouro, poderiam implicar redução das reservas deste metal e, no limite, o questionamento do papel do dólar como moeda-chave. Em segundo lugar, dada a necessidade de manter fixo o preço oficial do ouro em dólar, os EUA não podiam mudar a taxa de câmbio do dólar em relação às demais moedas e, assim, aumentar a competitividade das suas exportações mediante a desvalorização da sua moeda¹⁹. Já no sistema contemporâneo – que podemos denominar de padrão dólar flexível e fiduciário – os déficits crescentes em conta corrente não imporiam qualquer restrição de balanço de pagamentos à economia norte-americana.

Ou seja, no padrão dólar flexível e fiduciário a assimetria entre o país emissor da moeda-chave e os demais países (centrais e periféricos) é ainda maior²⁰ e o grau de autonomia de política deste país é praticamente total. Para Serrano (2004), é altamente improvável que a posição do dólar como moeda internacional seja

¹⁸ Como ressalta Guttman (1993), a literatura convencional tem uma visão muito limitada da dinâmica do sistema monetário internacional, pois negligencia um dos seus elementos fundamentais – a forma da moeda internacional – em função da sua própria concepção limitada da moeda.

¹⁹ Serrano (2002) denominou de “Dilema de Nixon” a impossibilidade de os EUA desvalorizar o dólar sem ameaçar a sua posição como moeda internacional no âmbito do sistema de Bretton Woods. Esta desvalorização foi se relevando cada vez mais necessária ao longo do governo deste presidente, devido à redução progressiva dos superávits comerciais e em conta corrente americanos (contrapartida do sucesso da estratégia de reconstrução e desenvolvimento do Japão e dos países capitalistas europeus conduzida pelos EUA no pós-guerra, no contexto da guerra-fria).

²⁰ Outra assimetria, apontada por Serrano (2004), que não temos espaço de explorar, é o pequeno impacto inflacionário de uma desvalorização do dólar nos EUA. Já nos demais países, não emissores da moeda internacional, depreciações cambiais tem efeito mais expressivos sobre o nível de preços internos.

questionada nos próximos anos. É importante resumir o argumento, ao nosso ver pertinente, deste autor. Em relação o papel do dólar como meio de pagamento internacional, como os EUA são o maior mercado do mundo, não aceitar dólares como pagamento significaria ser excluído deste mercado; além disso, pelo menos um terço do déficit em conta corrente deste país é gerado por exportações do exterior de filiais das multinacionais americanas, que não recusarão pagamentos em dólares. As demais funções como moeda internacional – unidade de conta e de denominação dos contratos e reserva de valor em âmbito internacional – reforçam ainda mais aquela posição: (i) os EUA é o único país capaz de reduzir o serviço financeiro da sua dívida externa através da redução das taxas de juros domésticas, já que esta dívida é denominada em dólar; por sua vez, a desvalorização induzida por essa redução contribuiria para a queda do déficit comercial; (ii) como o mercado financeiro americano é o mais líquido e profundo, seus ativos financeiros e, especialmente, a dívida mobiliária constituem os principais instrumentos demandados enquanto reserva de valor pelos investidores internacionais; se os governos e/ou agentes privados de um ou vários países iniciassem um movimento de venda dos seus ativos em dólares, as respectivas moedas se valorizariam em relação ao dólar – o que significaria perda de competitividade das exportações no mercado americano e perdas patrimoniais para os detentores de dívida externa americana (devido à redução do seu valor em moeda local)²¹.

Em segundo lugar, a relação estabelecida pelos autores da HBWII entre o financiamento do déficit em conta corrente americano pelos países asiáticos, a aquisição de ativos financeiros americanos por esses países e a sustentação do valor do dólar desconsidera algumas mediações importantes, quais sejam: o financiamento deste déficit (um *fluxo*) envolve pagamento à vista em dólar ou mediante instrumentos de crédito de curto prazo (*commercial papers*), denominados em dólar e aceitos pelos exportadores asiáticos (dado o papel do dólar como meio de pagamento e unidade de conta internacional); a manutenção das paridades das moedas asiáticas em relação ao dólar ocorre devido à política cambial de intervenção no mercado de câmbio e aquisição do excesso de liquidez em moeda estrangeira pelas respectivas autoridades monetárias, voltadas para a manutenção das respectivas taxas de câmbio; a aquisição de ativos financeiros americanos, como os títulos do tesouro americano, é

²¹ Para Serrano (2004), o dólar perderia seu papel atual somente se ocorresse um movimento coletivo de venda de ativos em dólar razoavelmente coordenado entre os diversos países, o qual geraria preços internacionais em dólar mais elevados e pressões inflacionárias nos EUA. Todavia, além deste tipo de movimento ser improvável nas condições geopolíticas atuais, o papel do dólar como moeda internacional seria erodido somente se este choque externo gerasse um processo inflacionário duradouro e crônico nos EUA e nos preços internacionais em dólar (também improváveis dada a baixa resistência salarial e inércia inflacionária neste país).

uma decisão de alocação da *riqueza*, seja das reservas internacionais dos governos, seja das reservas privadas em moeda estrangeira dos exportadores asiáticos; ao decidirem pela aquisição desses ativos e não de ativos denominados em outras moedas, como o euro (dado a função do dólar de reserva de valor internacional), os asiáticos influenciam a formação da taxa de câmbio dólar/euro e não da taxa de câmbio do dólar em relação a suas moedas.

Finalmente, a tipologia “*trade-account*” versus “*capital-account*” também é problemática. Por um lado, nem todos países asiáticos enquadram-se nesta primeira estratégia, ancorada em controles de capitais e regimes de câmbio administrado. A Coreia, por exemplo, ampliou seu grau de abertura financeira após a crise asiática (Noland, 2005) e tem adotado um regime de câmbio flutuante menos intervencionista que os demais países da região. Por outro lado, as estratégias latino-americanas também têm se diferenciado. Enquanto a Argentina tem adotado controles de capitais e evitado a apreciação do peso num contexto de ingresso de fluxos de capitais de curto prazo, o Brasil aprofundou recentemente seu grau de abertura financeira. Dado o contexto de ampla mobilidade de capitais a adoção de uma política monetária excessivamente restritiva em 2005 resultou numa intensa valorização do real

Mas, apesar destas limitações da HBWII, ao nosso ver a defesa de Dooley *et al.* da “estratégia asiática” fornece um importante elemento para a compreensão das alternativas que se apresentam para as demais economias periféricas, especialmente a economia brasileira. Isto porque a melhor forma de racionalizar as políticas macroeconômicas defensivas dos asiáticos no período que se seguiu à crise financeira de 1997-1998, além do já tradicional *drive* exportador, é a desconfiança que suas autoridades passaram a ter dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados. Vale dizer, a manutenção de uma trajetória de crescimento com estabilidade passaria por se evitar a reprodução de uma situação de excessiva abertura financeira com mecanismos regulatórios frágeis, e ampliação de posições passivas de curto prazo. Esta questão será desenvolvida na próxima seção.

2.1. A Economia Política das Relações Internacionais: Estados *versus* Mercados

A HBW II sugere uma crescente convergência dos regimes cambiais dos países periféricos para sistemas de câmbio fixo e/ou administrado gravitando em torno da moeda norte-americana, o que configuraria um “bloco do dólar”. O nexo *drive* exportador e acúmulo de ativos financeiros denominados em dólares estaria no centro das políticas macroeconômicas dos países mais bem-sucedidos na implementação de estratégias de crescimento – as economias asiáticas – e, por isso, tenderiam a serem emuladas por outros países periféricos. A viabilidade daquela

estratégia seria tanto maior quanto menor a determinação dos fluxos financeiros de um certo país pela lógica privada dos cálculos de rendimento e retorno (Dooley & Garber, 2005). Vale dizer, conforme analisado anteriormente, o controle estatal dos fluxos financeiros seria uma peça central para a sustentabilidade do atual “desequilíbrio” global.

Uma das características centrais do Acordo de Bretton Woods foi exatamente a utilização disseminada de controles de capitais. Havia, desde as discussões prévias ao Acordo, tanto por parte dos norte-americanos, liderados por Dexter White, quanto pelos ingleses capitaneados por Keynes, uma consciência de que os controles de capitais seriam necessários para minimizar os efeitos desestabilizadores das finanças privadas. A memória da instabilidade dos anos 1930 ainda era muito viva, e a necessidade de ampliar as margens de manobra para que os Estados pudessem realizar políticas de pleno emprego constituía-se em um imperativo político em tempos que se avizinhavam à guerra fria (Block, 1977, Eichengreen, 1996).

Nos termos do parágrafo anterior, a argumentação de Dooley *et al.* revela-se em conformidade com uma constatação usual dos autores que se inspiram na tradição da economia política para analisar as relações internacionais²², qual seja, a de que há uma tensão permanente entre a busca por autonomia decisória das forças de mercado e os imperativos políticos de sustentação de certos arranjos sociais. Como sugeriu Polanyi (1944) a instabilidade social gerada pela tentativa de autonomização da esfera econômica conduz à necessidade da regulação estatal. No período do entre guerras, a falência da ordem liberal da *Pax* Britânica colocou em xeque a influência da *haute finance*. No mundo do imediato pós-guerra, perdeu força a perspectiva ideológica de que os mercados seriam auto-reguláveis, e as finanças privadas estabilizadoras. Mas, é importante mencionar a mudança de hegemonia no campo das idéias, com a vitória da defesa da regulação dos mercados, somente teve implicações práticas devido às condições geopolíticas. Como destaca Serrano (2004), apesar de a proposta (utópica) de Keynes na conferência de Bretton Woods não ter sido aceita, o período da “idade de ouro” do capitalismo foi organizado de acordo com as idéias de Keynes graças ao contexto da guerra fria, que fez os EUA operarem o sistema monetário e financeiro internacional em prol do crescimento dos demais países centrais. Todavia, desde meados dos anos 1970, após o desmonte de parte da arquitetura original do Acordo de Bretton Woods, e com mais intensidade, a partir do final dos anos 1980, estamos assistindo ao retorno de uma ordem liberal nas finanças

²² Helleiner (1994), Belluzzo & Coutinho (1996), Strange (1998), Eatwell & Taylor (2000), Brenner (2002), dentre outros, trabalham com distintas matrizes teóricas dentro da tradição da economia política. Ver também os diversos ensaios dos professores Luiz g. M. Belluzzo, Maria da Conceição Tavares, Carlos Medeiros, Franklin Serrano, Carlos Braga, e outros nos livros organizados por Fiori (2003 e 2004) e Fiori & Tavares (1997).

internacionais. Desde então os movimentos de expansão e contração na liquidez internacional, que capturam os países periféricos em ciclos recorrentes de “crescimento com endividamento”, têm sido marcados por episódios recorrentes de crises financeiras, cujo potencial desorganizador vêm gerando as mais diversas reações.

Na segunda metade dos anos 1990, as crises em “conta capital” ou crises do século XXI, inauguradas no México em 1994, Ásia, 1997, seguidas de vários outros episódios²³, levaram o *establishment* oficial e privado a se ocupar daquilo que ficou conhecido como “reformas na arquitetura financeira internacional”. Ao se identificar as causas da instabilidade na baixa qualidade das instituições e das políticas econômicas dos países emergentes, procurou-se direcionar o esforço “reformista” na identificação, aprimoramento e disseminação de parâmetros regulatórios capazes de melhor orientar as decisões dos *players* dos mercados financeiros, com destaque para regras prudenciais de regulação dos sistemas financeiros domésticos, transparência das informações contábeis e políticas macroeconômicas *market friendly*. Buscou-se readequar o papel das instituições multilaterais, especialmente o FMI. Ao invés de “pacotes de socorro” em grande escala, potencialmente criadores de risco moral, FMI e Banco Mundial passaram a enfatizar suas funções de supervisores e disseminadores de *best practices*²⁴.

É interessante notar que no período de maior instabilidade e contração na liquidez para os emergentes, entre 1998 e 2002, vários analistas sugeriam²⁵ que a economia mundial caminhava perigosamente para uma situação semelhante à vivida nos anos 1930. A “exuberância irracional” no mercado bursátil norte-americano, os episódios recorrentes de crises financeiras nos países periféricos e a aparente impotência das instituições multilaterais em debelar a “crise”, foram abrindo espaço para um crescente dissenso dentro do *establishment* no que se refere à análise teórica e política da globalização, especialmente em sua dimensão financeira. Estudos realizados no âmbito do próprio FMI²⁶ sinalizavam claramente que o processo de liberalização financeira nos países em desenvolvimento não havia atingido as expectativas otimistas que emanavam da sabedoria convencional. A liberalização não havia garantido o crescimento sustentável e a estabilidade macroeconômica,

²³ Os casos mais notórios, depois da crise asiática, foram: a crise russa e a falência de um importante fundo *hedge* norte-americano – o *Long Term Capital Management* –, em 1998, a crise cambial brasileira de 1999, e as crises da Argentina e Turquia, além de uma série de episódios de menor visibilidade fora dos meios especializados, com destaque para a crise no pagamento dos *Brady bonds* do Equador, a instabilidade na Ucrânia, Paquistão e Venezuela.

²⁴ Para uma análise crítica ver Ocampo & Uthoff (2004) e Epstein (2005).

²⁵ Um exemplo notório é Paul Krugman (1999), que vislumbrava um cenário de retorno à “economia da depressão”.

²⁶ Para uma síntese, ver Prasad et al. (2003).

conforme as promessas do final dos anos 1980 e início dos anos 1990. Mas sim, instabilidade, na forma de ciclos curtos de crescimento, alimentados pela abundante liquidez externa, que se traduziam em aumento do consumo doméstico, elevação dos preços dos ativos financeiros, apreciação cambial, deterioração das contas externas e, quando da reversão do ciclo financeiro exogenamente determinado, profundas crises financeiras. No seu rastro, a fragilização dos tecidos político, social e econômico, além de dívidas a serem reestruturadas.

O fantasma da instabilidade atormentou o núcleo do *establishment* oficial. Ente 2001 e 2003, a Vice-Diretora gerente do FMI, Anne Krueger, liderou uma cruzada para a criação de um mecanismo estatutário internacional para equilibrar as relações entre credores e devedores quando da necessidade da reestruturação de dívidas soberanas. Na ótica dos investidores privados tais mecanismos são considerados quase heréticos. A defesa usual da livre negociação uniu a *haute finance* de Wall Street e o Tesouro dos EUA. A proposta de Krueger foi abortada e substituída pelo incentivo à disseminação do uso de cláusulas de ação coletiva²⁷ contratos dívida soberana, bem como a criação de um Código de Boa Conduta que deveria pautar o comportamento dos investidores (Ocampo & Uthoff, 2004, Epstein, 2005). Eram evidentes as tensões entre o poder do dinheiro globalizando e as iniciativas em regulá-lo em uma esfera institucional internacional. Reproduziu-se, em certa medida, o mesmo confronto vivido por Keynes e White quando da formatação do Acordo de Bretton Woods. Não deixa de ser irônico, também, o fato de que, em 1997, tentou-se reformar os estatutos do FMI, com o intuito de eliminar os resquícios legais que garantiam aos países membros do Fundo adotar medidas voltadas ao controle dos fluxos de capitais. Pelo contrário, se queria que o FMI tivesse a obrigação estatutária de promover a liberalização financeira. A crise asiática abortou esse intento e, como veremos na seqüência, despertou nos países da região o desejo de utilizar estratégias macroeconômicas e regulatórias defensivas. Tais estratégias são caracterizadas pelos formuladores da HBW II como sendo as que permitem acelerar o crescimento. Elas dependem de um forte pragmatismo na gestão dos fluxos financeiros e da taxa de câmbio, com a eventual introdução de limites para os interesses dos investidores privados, na forma de controles sobre entradas e saídas de capitais.

É importante lembrar que a oscilação entre fases de abundância e escassez de financiamento externo tem sido decisiva na situação econômica destes países ao longo dos últimos anos, e é central na definição das distintas fases de crescimento, principalmente para aqueles países que mais avançaram no processo de abertura financeira. Isto porque, a volatilidade dos fluxos de capitais, intrínseca ao contexto

²⁷ As CACs definem, *ex-ante*, que os investidores devem se submeter ao que uma certa maioria qualificada definir com sendo os termos de uma eventual reestruturação de dívida.

atual de globalização financeira, é ainda maior no caso dos fluxos direcionados para os “países emergentes”, não somente devido ao fato desses fluxos serem determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena e instável – aquela dos mercados financeiros internacionais globalizados, que depende, por sua vez, da fase do ciclo econômico e do patamar das taxas de juros dos países centrais –, mas também à sua forma particular de inserção nesses mercados. Apesar do crescimento do volume absoluto dos fluxos de capitais direcionados para esses países nos anos 1990, a sua participação nos fluxos globais ainda é marginal, o que os torna mais vulneráveis às mudanças nas expectativas dos investidores estrangeiros, uma vez que a venda das moedas e ativos financeiros emitidos por esses países tem efeitos igualmente marginais sobre a rentabilidade dos portfólios desses agentes. Assim, a posição financeira externa das economias periféricas é particularmente sensível aos movimentos exogenamente determinados de expansão e contração da liquidez nos mercados financeiros dos países centrais, bem como ao perfil de composição das carteiras dos seus investidores. Movimentos de “fuga para qualidade”, provocados por um aumento na aversão ao risco dos investidores e/ou na ampliação das taxas de retorno de papéis de maior qualidade emitidos no centro do sistema provocam fortes oscilações nos mercados financeiros domésticos dos países em desenvolvimento.

Nesse contexto, e retornando aos termos da discussão subjacente a HBW II, para Dooley *et al.*, uma crise de confiança no dólar só poderia ser evitada caso o resto do mundo siga disposto a financiar o “crescimento liderado pelo consumo” dos EUA e, assim, seus déficits em transações correntes. Esse cenário não só seria possível no curto prazo, como poderia se estender ainda por um longo tempo. Caberia aos bancos centrais asiáticos o papel de financiar os desequilíbrios externos dos EUA. O interesse na manutenção da aquisição de ativos denominados em dólares, especialmente de títulos emitidos pelo Tesouro norte-americano, apesar de sua baixa remuneração e do crescimento na posição devedora (fiscal e externa) daquele país, estaria fundamentada em dois elementos de caráter aparentemente estrutural. O primeiro seria o desejo, inclusive no caso japonês, de seguir priorizando o crescimento baseado nas exportações. O segundo fator estaria associado aos impactos da crise financeira de 1997-1998 sobre o padrão de financiamento dos asiáticos e suas estratégias macroeconômicas. Teria se criado uma sensível rejeição ao modelo de sobre-endividamento com base em poupança externa, cuja apreciação real das moedas domésticas e a inflação nos preços dos ativos financeiros e não-financeiros foram os sub-produtos que mais teriam contribuído para a fragilização financeira anterior à crise. As novas prioridades seriam a sustentação do valor real das taxas de câmbio frente ao dólar, o que implica na adoção de regimes cambiais duros, como nos casos de China, Malásia e Hong Kong ou, no caso dos países que adotam regimes de câmbio flutuante (Japão, Coreia, Índia, Taiwan, Tailândia e Indonésia), na

forte intervenção das autoridades monetárias que passaram a reciclar os resultados dos superávits em conta corrente e dos ingressos líquidos de capitais privados, transformando-os em reservas oficiais. O incremento destas, por sua vez, traduziria uma busca aparentemente intencional de reduzir o grau de exposição das diversas economias aos ciclos financeiros externamente determinados, denominados pelo FMI (IMF, 2003) de ciclos “*feast or famine*”.

Nos parágrafos anteriores, procuramos destacar que há uma tensão entre “Estados” e “Mercados”, na qual os detentores privados de riqueza buscam ampliar suas margens de manobra para a livre alocação dos seus recursos em detrimento de objetivos outros que não seus cálculos de maximização. Tal realidade por vezes se choca com os interesses dos estados nacionais, que podem trabalhar a partir de uma ótica distinta. Aspectos como a “segurança nacional”, a “estabilidade política” quando da existência de regimes de organização social alternativos e concorrentes, como no período da guerra fria ou, ainda, o “desenvolvimento”, podem levar à conformação de arranjos institucionais que limitem o poder privado. O período do Acordo de Bretton Woods pode ser caracterizado como o de tentativa de ampliar o espaço das políticas de promoção do pleno emprego, em detrimento da plena liberdade da circulação da riqueza privada, ao passo que o auge do padrão-ouro e os anos recentes de globalização sinalizam em um sentido contrário àquele. A HBW II, apesar das suas limitações, torna-se polêmica e, ao mesmo tempo, instigante para quem pensa a economia política das relações internacionais, pois ela admite que a aceleração do crescimento entre os países do tipo “conta corrente” pressupõe uma eventual limitação da livre circulação do capital. Seus formuladores afirmam que o arranjo de financiamento dos déficits “gêmeos” norte-americanos é sustentável exatamente pelo fato de que ele não seguiria a lógica privada de maximização de um vetor retorno-risco por parte dos bancos centrais asiáticos, que vêm sustentando, no fluxo, a posição externa dos EUA. É claro que eventuais desequilíbrios de estoques provocados pelos detentores privados da dívida norte-americana podem induzir a ajustes desestabilizadores nos mercados financeiros internacionais²⁸. Esse fato nos impõe a tarefa de olhar para a conjuntura atual e especular sobre os eventuais desdobramentos dos desequilíbrios externos correntes. É o que fazemos na seqüência desse trabalho.

3. Implicações Potenciais Para as Economias Periféricas: a conjuntura e algumas hipóteses

²⁸ Tal fato é admitido por Dooley & Garber (2005). Sobre esses riscos, ver também Macedo (2006).

Antes de avançarmos em uma análise sobre os impactos potenciais da conjuntura internacional associada a HBW II, acreditamos ser importante recordar que os países da Ásia e da América Latina guardam a experiência comum de estarem realizando, desde meados dos anos 1950, esforços de acelerar seus processos de modernização econômica e social. Até o final dos anos 1970, o crescimento latino-americano e asiático se deu nos marcos mais gerais da implementação de estratégias nacional-desenvolvimentistas, com distintos graus de abertura comercial e inserção do capital estrangeiro. Depois da crise da dívida externa, no começo da década de 1980, a trajetória daqueles dois grupos de países tornou-se cada vez mais divergente. Enquanto os latinos estagnavam, os asiáticos apresentavam um fôlego redobrado, agora sob os ventos de uma economia internacional cada vez mais globalizada. Assim, em uma perspectiva de mais longo prazo²⁹, pode-se hoje verificar com maior clareza que os países asiáticos tiveram mais sucesso em combinar crescimento sustentado, melhoria nas condições de vida em geral de suas populações – com destaque para a redução da pobreza e os avanços em áreas sociais como educação, saúde, saneamento, etc., que se traduzem em maior desenvolvimento humano – e uma relativa estabilidade macroeconômica. Ao contrário, no caso latino-americano – aqueles três elementos – crescimento econômico, homogeneização social e estabilidade – mostraram-se menos harmônicos ao longo do tempo.

Assim, em contraste com o caso asiático pode-se lembrar que as economias latino-americanas cresceram aceleradamente no pós-guerra, especialmente nos anos 1960 e 1970, porém acumulando desequilíbrios externos, monetários e fiscais que redundaram em mais de uma década de instabilidade macroeconômica e baixo crescimento – a “década perdida” dos anos 1980. O crescimento veio acompanhado de elevada concentração de renda³⁰, traduzindo-se em instabilidade política e fragilidade social. Nos anos 1990, os processos de desinflação e as reformas estruturais marcadas pela abertura econômica e pelas privatizações, permitiram o alcance do controle inflacionário e de uma posição fiscal relativamente menos frágil. Porém, o continente não logrou recuperar o crescimento sustentado. Os ciclos curtos de expansão e retração foram determinados pela existência de condições externas mais ou menos favoráveis no que tange ao financiamento, demanda externa e preços de *commodities* (Cepal, 2004). Por conta disso, a renda cresceu em média 1,7% ao ano entre 1980 e 1990, e 2,9% entre 1990 e 2002. Para se colocar em perspectiva, a economia mundial cresceu, nos mesmos sub-períodos, 3,3% e 2,7%, as economias do leste asiático, 7,5% e 7,3%, e as do sul da Ásia, 5,5% e 5,4%. Para o mesmo período

²⁹ Detalhes e demais referências em Jomo (2001).

³⁰ Estudo recente do Banco Mundial (Ferranti *et al.*, 2003) explora as origens da desigualdade na América Latina (AL). Reporta-se que o coeficiente de Gini médio dos anos 1990 foi de 0,522 na AL, 0,342 na OCDE e 0,412 na Ásia.

(1990-2002) o UNDP (2004) reporta um crescimento do PIB *per capita* mundial de 1,2% ao ano. A América Latina cresceu 1,3% ao ano, o Leste Asiático 5,4% ao ano, e o Sul da Ásia 3,2% ao ano. Os países mais avançados da OCDE cresceram 1,7% ao ano. Ou seja, comparando-se com o nível de renda dos países capitalistas centrais, os latinos experimentaram um processo de “*falling-behind*” no último quarto de século, mesmo com o equacionamento do problema inflacionário e com as reformas liberalizantes, ao passo que a Ásia, apesar da crise financeira, manteve um vigoroso “*cathing-up*”.

As economias asiáticas têm demonstrado um renovado dinamismo nesses anos que se seguiram à crise financeira de 1997 e 1998. Após a abrupta interrupção de uma trajetória até então sustentada de crescimento com estabilidade econômica e avanços significativos em áreas sociais, a maioria dos países da região logrou experimentar uma vigorosa recuperação já a partir de 1999, com um interregno em 2001 e 2002 em função da retração da economia norte-americana e, por decorrência, em um desempenho desfavorável no mercado mundial de bens eletrônicos (World Bank, 2004b, 2005, ADB, 2005, IIF, 2005). Em 1998, o PIB retraiu-se em 13,1% na Indonésia – que precisou de quase cinco anos para recuperar o nível de renda pré-crise – 10,5% na Tailândia, 7,4% na Malásia, 6,9% na Coreia e 0,6% nas Filipinas. Desde então, voltou a se expandir em um ritmo superior à média mundial, entre 5% e 8% em média ao ano, dependendo do grupo de país considerado, especialmente se há a inclusão da China. Em particular, os anos de 2003, 2004 e 2005 marcaram não somente uma expansão forte do produto com, simultaneamente, a manutenção de resultados bastante expressivos nas contas externas. O superávit global do balanço de pagamentos regional chegou à casa dos US\$ 200 bilhões em 2003, e US\$ 312 bilhões de 2004³¹. Neste ano verificou-se um expressivo superávit da conta financeira, a qual se somou o resultado em conta corrente já superior a US\$ 100 bilhões/ano em média nos últimos três anos.

Tal desempenho externo merece uma atenção especial, pois ele marca uma diferença fundamental do período que antecedeu à crise financeira refletindo, também, o esforço de redução da vulnerabilidade externa na região. Desde o início dos anos 1990, os países asiáticos vêm tentando lidar com as pressões oriundas de um ambiente internacional marcado pela crescente abertura econômica, especialmente dos mercados financeiros, e pela recorrência de episódios de ampliação e contração da liquidez financeira oriunda dos países avançados. Em resposta a esse fato, alguns países, como Coreia, Indonésia, Tailândia, Malásia, ampliaram o grau de abertura financeira desde o final dos anos 1980. Assim, até a crise os países da região absorveram, em média, algo entre 3% e 4% dos respectivos

³¹ Estimativas do Banco Mundial (World Bank, 2005: 27), que excluem o resultado de Hong Kong.

produtos em poupança externa. A contrapartida disso foram os elevados déficits em transações correntes.

Com níveis internos de poupança já elevados, a ampliação da liquidez doméstica alimentada pelo crédito externo gerou um *boom* de investimentos reais e financeiros que contribuiu para o acúmulo de fragilidades financeiras e reais. A inflação nos preços dos ativos financeiros, o excesso de investimento em setores produtivos, especialmente no complexo eletrônico (o que contribuiu para a queda nos preços dos produtos eletrônicos no período que antecedeu à crise), a ampliação do endividamento do setor privado (de curto prazo e denominado em dólares), e a redução da rentabilidade em diversos setores produtivos, compuseram o quadro que deu margem a uma crescente vulnerabilidade, explicitada quando da crise cambial iniciada na Tailândia, e que logo contaminou os demais países da região, com destaque para o caso coreano, cuja estrutura econômica era (e é) muito mais profunda e desenvolvida que vários de seus vizinhos do leste e, principalmente, do sudeste asiático.

Entre 1997 e 2001, a região digeriu a crise ampliando exportações o que permitiu, salvo na retração do mercado eletrônico, em 2001, resultados excepcionais em transações correntes. Já na conta capital, verificou-se uma saída líquida de recursos. Verificou-se uma queda no ritmo de expansão dos investimentos, mesmo no caso chinês. O crescimento dependeu fortemente de políticas fiscais e monetárias mais acomodatórias e do *drive* exportador. É importante destacar que os superávits em transações correntes mais do que compensaram os déficits nos fluxos de capitais permitindo uma persistente recomposição dos níveis de reservas externas. A partir de 2002, o resultado global do balanço de pagamentos – que passou de 3,1% em 2001, para 9,3% do PIB, em 2004 – e o nível de recomposição das reservas – que é a contrapartida contábil daquele resultado – passaram a ocorrer de uma forma que não encontra precedentes na história recente da economia internacional (World Bank, 2005).

A China tem sido o motor do cada vez mais intenso processo de integração comercial e financeira da região asiática. Em termos mais amplos, o crescimento chinês respondeu por ¼ da expansão do comércio mundial em 2002 e 2003, e por cerca de 15% em 2004, um ano marcado por uma sensível recuperação da demanda mundial. O efeito-China tem se manifestado no aumento na demanda internacional de *commodities*³², o que contribuiu para uma forte expansão nos preços dos produtos agrícolas e minerais nos últimos três anos. Aqui, quando se toma em perspectiva o

³² Para se tomar um dos exemplos mais expressivos, basta lembrar que a China foi responsável por 1/5 da demanda mundial por produtos minerais em 2004, e que o crescimento anual de sua demanda esteve na casa dos 16% entre 1997 e 2004, o que representou 60% da demanda mundial (World Bank, 2005: 22).

comércio intra-regional, deve-se ressaltar a complementaridade entre a estrutura produtiva e comercial da China com os demais países da região. Assim, por exemplo, no setor agropecuário a China é exportadora de produtos temperados para os países da ASEAN, enquanto importa produtos tropicais. Este fato vem garantindo a viabilização do acordo de cooperação que visa criar uma área de livre comércio China-ASEAN, a ser implementada entre 2010 e 2015. Nesse processo, foram reduzidos os impostos de importação dos produtos primários de origem agropecuária para níveis entre 0% e 5%. O comércio nesse setor vem crescendo a um ritmo de 15% ao ano entre tais países (World Bank, 2005).

Países com estruturas produtivas mais complexas que a China, como Japão, Taiwan e Coréia, vêm se tornando fontes importantes de suprimento de máquinas e equipamentos que dão sustentação a um ritmo intenso de ampliação dos investimentos no setor produtivo industrial. A demanda chinesa por matérias-primas e equipamentos fica patente no fato de suas importações passaram de uma média mensal de US\$ 20 bilhões no começo de 2002, para mais de US\$ 50 bilhões/mês no final de 2004, início de 2005. Para se colocar em perspectiva, a China importa em um mês e meio o que o Brasil importa em um ano. Segundo as estimativas do Banco Mundial, entre 2002 e 2004, as importações chinesas foram responsáveis por metade do crescimento das exportações dos demais países da região (World Bank, 2005:17). Por outro lado, a presença cada vez mais forte das exportações chinesas em terceiros mercados tem se revelado um importante desafio tanto para os países que apresentam vantagens comparativas semelhantes às chinesas, pela abundância relativa de mão-de-obra barata, quanto para países como a Coréia que dependem sensivelmente do *drive* exportador em manufaturados mais sofisticados³³.

Na América Latina o triênio 2003-2005 caracterizou-se de uma significativa recuperação econômica com respeito à retração verificada nos anos anteriores. O ano de 2004, em especial, foi um dos melhores do último quarto de século. Depois de 1997, 2004 foi o único ano nas últimas duas décadas em que as principais economias latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Venezuela e México) cresceram, simultaneamente, acima dos 3% - um valor inferior à média mundial estimada pelo FMI (IMF, 2005) em cerca de 3,5%. Ademais, em contraste com o padrão histórico do continente, tal crescimento não veio acompanhado de deterioração dos resultados da conta corrente. Pelo contrário, verificou-se um superávit de 1,1% do PIB da região, valor três vezes superior ao verificado em 2003. Um pouco mais da metade daquele resultado foi gerado pelo Brasil. Além disso, a inflação está sob controle, as taxas de juros são moderadas e declinantes na maior dos países e os resultados fiscais positivos (Cepal, 2005, IMF, 2005).

³³ Rajan (2005) analisa os aspectos de complementaridade e concorrência entre China e os demais países da região.

É importante destacar que tal desempenho se deu a partir do boom exportador (em 2004, por exemplo, as exportações da AL cresceram 22%, ante um crescimento de 19% das importações, segundo da Cepal). Tal resultado está diretamente associado a uma conjuntura externa que se mostrou excepcionalmente favorável tanto no âmbito do comércio como das finanças internacionais. De um lado, verificou-se o crescimento sincronizado da economia mundial – 5,3% em 2004 (taxa recorde desde 1976) e de 4,8% em 2005 (IMF, 2006). No âmbito dos países em desenvolvimento, o crescimento estimado é ainda maior – 7,6% em 2004 (taxa mais elevada em 30 anos) e 7,2% em 2005 – associado ao dinamismo da Ásia, liderado pela China, à recuperação da América Latina e a manutenção de um bom momento na Europa do Leste. Essas taxas excepcionais de crescimento tiveram como um dos seus desdobramentos a expansão, igualmente recorde, do volume do comércio mundial – que cresceu 10,4% em 2004 e 7,3% em 2005 (IMF, 2006).

Todavia, não há como compreender o ciclo comercial recente e seu impacto sobre a América Latina, sem levar em conta os valores do comércio mundial, cujas taxas de expansão superaram, significativamente aquelas do volume: 16,6% em 2003, 21,3% em 2004 e 13% em 2005. Isto porque uma característica fundamental deste ciclo consiste no comportamento dos preços, especialmente das *commodities* agrícolas, minerais e energéticas (cuja participação na pauta exportadora da região foi de 43% em média no período 1994-2003, contra o percentual de somente 20% no Leste Asiático³⁴). A evolução do índice de preços das *commodities*, calculado pelo *Commodity Research Bureau* (Reuters-Jefferies CRB), evidencia a excepcionalidade histórica do momento vivido a partir de 2003: o patamar atingido no início de 2006 é três vezes superior ao período base de 1982 e se situa cerca de 30% acima do maior pico anterior, no terceiro trimestre de 1997.

Os principais condutores desta alta histórica foram as *commodities* energéticas (petróleo e derivados) e metálicas, que respondem por parte significativa da pauta exportadora da região, que se beneficiou, assim, de uma melhora dos termos de troca.³⁵ Quanto aos seus principais determinantes, se destacam, por um lado, as condições macroeconômicas globais favoráveis, não apenas no que se refere à recuperação do ritmo da economia mundial, mas também à evolução e patamares de preços-chave como a taxa de juros americana (que incentivavam a demanda por este tipo de ativo por parte de fundos de investimento e demais aplicadores, inflando uma

³⁴ Cálculos dos autores feitos a partir dos dados do Banco Mundial, disponíveis no *World Development Indicators*, database online.

³⁵ A Unctad (2005) calculou os ganhos de termos de troca pelos países latino-americanos entre 2002 e 2004. Os números revelam que Peru, Chile e Venezuela obtiveram os maiores ganhos, dada a concentração da sua pauta exportadora em *commodities* metálicas (cobre, principalmente) e petróleo.

bolha especulativa, além de reduzirem o custo de carregamento dos estoques) e a taxa de câmbio do dólar (que, então em processo de depreciação frente ao euro e ao yen, tornava as commodities, cotadas nesta moeda, mais barata aos demandantes japoneses e europeus). Por outro lado, o efeito-China, decorrente do seu espetacular dinamismo dependente de alto conteúdo importado e, principalmente, de sua entrada na OMC em 2001, que representava uma mudança estrutural nas relações do país com o comércio global, impactando diretamente os mercados de commodities.

4. Considerações Finais

Quando se observa a evolução histórica do sistema capitalista é possível identificar períodos de emergência de uma certa “ordem” institucional capaz de regular (até certo ponto) os conflitos de poder entre os diversos atores sociais, tanto esfera pública quanto na privada. Àqueles períodos seguem momentos de crise e busca de reordenamento (Block, 1977). A tradição da economia política, que engloba distintas escolas do pensamento econômico e, em uma perspectiva mais ampla, correntes de pensamento de outras áreas das ciências sociais com a política e a sociologia (Gilpin, 2001), parte do pressuposto que o sistema de mercado não é capaz de gerar *a priori* ou de forma autônoma uma situação de estabilidade ou “equilíbrio” social. As unidades decisórias estão em permanente confronto e interdependência. O processo de criação de riqueza não é necessariamente harmonioso nem capaz de garantir uma distribuição equitativa dos frutos do progresso material. Há uma divisão internacional do trabalho que separa os países centrais dos periféricos. Tal divisão tem se revelado significativamente rígida, com poucos países periféricos ascendendo ao núcleo do sistema. Portanto, temas como assimetria de poder, estratégias alternativas de desenvolvimento, conflitos entre formas distintas de organização capitalista, etc., têm pautado o trabalho de autores que pertencem a uma fértil tradição do pensamento social crítico.

O final do século XX testemunhou profundas alterações geopolíticas e geoeconômicas que estão, ainda hoje, condicionando os espaços de autonomia relativa dos “Estados” e dos “Mercados”. No plano político, o fim da guerra fria e o desmonte da antiga URSS e do “bloco socialista”, reforçou a tendência de (re)emergência de políticas de recorte liberal. Isso se traduziu em um longo movimento, iniciado nos anos 1980, que atingiu tanto os países capitalistas centrais quanto os periféricos, e que se caracterizou pela crescente desregulamentação dos diversos setores econômicos, pela redução do papel do Estado na economia e pela abertura dos mercados. Ademais, muitos quiseram dar por encerrada a idéia da possibilidade de existência de regimes sociais alternativos ao capitalismo liberal do tipo anglo-saxônico. Nessa perspectiva, cresceu o poder relativo dos detentores

privados de riqueza em implementar estratégias de acumulação capazes de submeter e remodelar as políticas dos Estados Nacionais. Tal nova (des)ordem assemelha-se neste aspecto àquela existente no final do século XIX, início do século XX, quando havia pouco espaço para a implementação de políticas econômicas que fossem de encontro aos interesses das finanças privadas e, assim, da manutenção da estabilidade das moedas e do orçamento equilibrado. Rompeu-se, já a partir de 1973, a ossatura institucional herdada do pós-guerra e que, sob o trauma da instabilidade econômica e política do entre-guerras e com a ameaça do avanço comunista, deu luz no plano internacional ao Acordo de Bretton Woods e, em nível nacional, às políticas desenvolvimentistas e de “bem-estar” social.

No plano geoeconômico a globalização está moldando uma nova economia internacional. Parcelas significativas da capacidade produtiva mundial têm se deslocado do centro para a periferia, movidos pela lógica privada de racionalização de custos e maximização da rentabilidade. Algumas economias periféricas, notadamente na Ásia, vêm se beneficiando desse processo. Parte crescente do comércio é do tipo intra-firma, em “cadeias hierarquizadas de valor” sob o comando de empresas multinacionais. Se a produção dissemina-se pelo globo, os centros decisórios e, portanto, os centros de poder que determinam os padrões tecnológicos, financeiros e mercadológicos, permanecem fortemente concentrados nos países centrais. Tal fato torna-se ainda mais relevante quando se leva em conta que os avanços tecnológicos associados às revoluções na microeletrônica e biotecnologia estão criando as formas de produzir do futuro, os novos produtos, setores e demandas sociais e, ao mesmo tempo, viabilizando a crescente integração da economia internacional. Os ciclos de liquidez capturaram as economias periféricas, criando condições reais para os ajustes deflacionários dos anos 1990 e alimentando *mini-booms* de crescimento. Geraram, também, uma elevada instabilidade e crises financeiras recorrentes. No final do século XX, muitos acreditavam que o sistema internacional estava sob uma tensão equivalente àquela que antecedeu a crise de 1929. De fato, a deflação no preço dos ativos financeiros nos EUA e os enormes estímulos fiscais e monetários do período 2001-2003 evitaram uma crise de proporções mais graves. Desde meados de 2003 a economia internacional vem demonstrando estar recuperada dos momentos de maior instabilidade. A liquidez financeira voltou aos níveis pré-crise asiática e sob o estímulo dos EUA e da China, o crescimento da renda, comércio e preços de *commodities* vêm apresentando resultados excepcionalmente favoráveis.

Tais transformações estruturais e seus desdobramentos conjunturais mais recentes acirraram, ao invés de atenuar, as assimetrias profundas no sistema capitalista, bem como os desequilíbrios macroeconômicos entre seus principais pólos irradiadores de dinamismo. Os impactos da nova estrutura e das diversas conjunturas

sobre os países periféricos também são marcantes. Nossa atenção volta-se sempre para o caso latino-americano em geral, e brasileiro, em particular. Procuramos mostrar, ao longo do presente trabalho, que o debate em torno da sustentabilidade dos déficits externos dos EUA e, assim, dos desequilíbrios de pagamentos internacionais, pode se dar em uma perspectiva mais ampla. Na ótica da economia política a HBW II nos oferece a possibilidade de dialogar com as fraturas do pensamento do *establishment* acadêmico, oficial e privado. Isto porque há naquela hipótese a assunção de que alguns países asiáticos, que perseguem estratégias macroeconômicas e de regulação dos fluxos de capitais mais autônomas com respeito aos interesses dos investidores que operam em um mercado financeiro internacional globalizado e desregulamentado, têm apresentado um desempenho superior aos demais países, especialmente os latino-americanos. No mínimo isso nos autoriza a pensar que aquelas estratégias pouco convencionais aos olhos do atual consenso teórico e político não estão impedindo o crescimento com estabilidade. Infere-se, também, ser possível manter, ainda por um longo período de tempo, um arranjo por muitos apontado como potencialmente desestabilizador da economia internacional, qual seja: o papel dos EUA como demandante em última instância da produção das regiões emergentes e, assim, fonte de estímulo e dinamismo para os países mais integrados com sua economia. Em contrapartida, os EUA aceitariam um nível crescente de endividamento, a ser sustentado pela atuação dos bancos centrais dos países periféricos e credores (e também pelas aquisições dos agentes privados, dado o papel do dólar e dos títulos da dívida pública americana como reserva de valor internacional), cuja lógica desenvolvimentista lhes permitiria aceitar a retenção em carteira de ativos (denominados em dólares) com um vetor rentabilidade-risco pouco satisfatório.

Em suma, na América Latina em geral, e no Brasil em particular, a opção pela manutenção de um elevado grau de abertura financeira, nos marcos de uma inserção comercial internacional que não se alterou estruturalmente, sinaliza para uma maior exposição relativa a mudanças adversas na conjuntura internacional. Alguns países asiáticos, pelo contrário, incorporaram a dura lição da crise de 1997 e 1998 e seguem com uma política defensiva no plano financeiro, de crescente coordenação na esfera regional e de incorporação de tecnologia e canais de comercialização na dimensão produtiva e na inserção externa. Seguem, assim, melhor equipados para os diversos desdobramentos possíveis da conjuntura atual.

Referências bibliográficas

ADB . *Asian Development Outlook 2005: promoting competition for long term development*. Manila: Asian Development Bank, 2005.

- BELLUZO, L.G. M., COUTINHO, L. Desenvolvimento e Estabilização Sob Finanças Globalizadas. *Economia e Sociedade*, nº 7. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 1996.
- BERGSTEN, F. *The IMF and Exchange Rates*. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate. May 19. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004. Disponível em: www.iie.com (acessado em 31/05/2004).
- BERGSTEN, F., WILLIAMSON, J. *Overview: Designing a Dollar Policy*. In BERGSTEN, F., WILLIAMSON, J (eds.). *Dollar Adjustment: How far? Against what?* Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.
- BIS. *75st Annual Report*. Basle: Bank of International Settlement, June, 2005.
- BLOCK, F. *The Origins of International Economic Disorder*. Berkeley: University of California Press, 1977.
- BRAGA, J. C. S., CINTRA, M. A. M. . Finanças Globalizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano. In FIORI, J.L. (org.) *O Poder Americano*. Petrópolis, Ed. Vozes, 2004.
- BRENNER, R. *Boom and the Bubble. The US in the World Economy*. London: Verso Press, 2002.
- CECON. *Boletim Política Econômica em Foco*, (diversos números). Campinas, Instituto de Economia.
- CEPAL. *Desarrollo Productivo en Economías Abiertas*, Santiago: Comisión para América Latina y Caribe, 2004.
- _____. *Notas de la Cepal*, n. 38. Santiago: Comisión para América Latina y Caribe, 2005.
- DAVIDSON, P. *The Future of International Financial System*. Conference on the Future of Economics, Cambridge University, September, 18, 2004.
- DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. *An essay on the revived Bretton Woods System*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper n. 9971).
- _____. *The Revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.332), 2004.
- _____. *Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.626), 2004b.
- _____. *The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper n. 10.727), 2004c.
- DOOLEY, M. P., GARBER, P. *Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System*. Brookings Panel on Economic Activity, Mar 31-Apr 1, 2005 (http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/papers.htm).
- EATWELL, J., TAYLOR, L. *Global Finance at Risk*. New York: The New Press, 2000.

- EICHENGREEN, B. *Globalizing Capital: a history of the international monetary system*. Princeton: Princeton University Press, 1996. (edição brasileira da Editora 34, São Paulo, 2000).
- _____. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. NBER Working Papers 10.497. Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2004.
- EPSTEIN, G. (ed.). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, Edward Elgar, 2005.
- EPSTEIN, G; GRABEL; I; JOMO, K. S. *Capital management techniques for development countries in the 90s: seven success stories and lessons for the future*. Disponível em: <http://www.networkideas.org>, 2003.
- FIORI, J.L. *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis, Vozes, 2003.
- _____. *O Poder Americano*. Petrópolis, Vozes, 2004.
- FIORI, J.L, TAVARES, M.C.T. *Poder e Dinheiro*. Petrópolis, Vozes, 1997.
- GILPIN, R. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton: Princeton University Press, 2001.
- GUTTMANN, R. *International monetary reforme*. Papier présenté dans un séminaire au CEDI/Université Paris-Nord, June, 1993. (Trabalho não publicado).
- IIF. *Regional Overview: Asia*. Washington, DC: Institute of International Finance, 2005.
- IMF. *World Economic Outlook*, april. Washington: International Monetary Fund, 2006.
- _____. *Global Financial Stability Report*, march. Washington: International Monetary Fund, 2003.
- _____. *World Economic Outlook*, september. Washington: International Monetary Fund, 2005.
- IPEA. *Boletim de Conjuntura* (diversos números). Brasília: Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas. (www.ipea.gov.br)
- KRUGMAN, P. *Uma Nova Recessão? O Que Deu de Errado?* São Paulo: Campus, 1999.
- MACEDO, A. C. A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global. *Política Econômica em Foco* n. 7, boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp (seção II).
- MATHIESON, D. J; SCHINASI, G. *International Capital Markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, July, 2001
- NOLAND, M. *South Korea's experience with international capital flows*, Institute for International Economics, January, 2005.
- OCAMPO. J.M., UTHOFF, A. (comp.). *Governabilidad y Integración Financiera*. Santiago: Comisión para America Latina y Caribe, 2004.
- PAPADIMITRIOU, D.B., SHAIKH, A., SANTOS, C. H., ZEZZA, G. *How Fragile is the U.S. Economy?* Strategic Analysis, march. New York: The Levy Economic Institute of Bard College, 2005 (www.levy.org).

- POLANYI, K. *The Great Transformation*, 1944 (tradução para o português da Editora Elsevier, 9ª ed., 2000).
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M. A.. *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, 2003. (www.imf.org)
- RAJAN, R. Foreign Direct Investment and the Internalization of Production in Asia-Pacific Region: issues and policy conundrums. *Asia-Pacific Trade and Investment Review*, v.1, n.1, abril, 2005.
- ROUBINI, N., SETSER, B. *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*, New York University, fev 2005 (capturado em fevereiro de 2005 no site: <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>).
- _____. *The Sustainability of the U.S. External Imbalances*. CES Ifo Forum, May, 2005b (capturado em junho).
- SERRANO, F. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao Padrão dólar flexível. Fiori, J. L. (org.) *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes, 2004, p. 179: 224
- _____. Do ouro imóvel ao dólar flexível, *Economia e Sociedade*, v.11, n.2 (19), Campinas.
- STRANGE, S. *Mad Money: when markets outgrow governments*. The University of Michigan Press, 1998.
- SUMMERS, L. H. *The United States and the Global Adjustment Process*. Speech at the Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture. Washington, DC: Institute for International Economics.
- TEIXEIRA, Aloísio. O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, p. 1-13, dez., 2000.
- UNCTAD. *World Investment Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2003.
- _____. *Trade and Development Report*. United Nations Conference on Trade and Development, 2004.
- WILLIAMSON, J. Is Brazil Next? *International Economics Policy Briefs*, august. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002.
- WORLD BANK. *AEP Regional Overview*, april. Washington: World Bank, 2005.