

INSTABILIDADE E CRISES NOS ANOS 90: A REAÇÃO CONSERVADORA*

André Moreira Cunha**
Daniela Magalhães Prates***

1. Introdução

A década de 90 do séc. XX caracterizou-se pela exacerbação da tendência intrínseca de instabilidade – potencial e real - no *modus operandi* das economias capitalistas. A globalização financeira¹, em um contexto de crescente desregulamentação dos mercados, reintroduziu preocupações quanto ao retorno da “economia da depressão” (KRUGMAN, 1999), em uma clara alusão à profunda ruptura econômica e social causada pela crise de 1929. Torna-se cada vez mais difícil enquadrar essa instabilidade no mundo de certezas do *mainstream* da economia. Contudo, não se pode negar a realidade das crises recorrentes. Em trabalhos anteriores (CUNHA & PRATES, 1999a e 1999b; CUNHA, 1999 e 2001) procurou-se explorar essa crescente contradição, expressa tanto na teoria convencional, quanto nas proposições de política econômica, especialmente dos organismos multilaterais.

* Versão modificada e atualizada do artigo “Instabilidade Financeira nos anos 90: a reação conservadora”, *Anais da II Jornada de Economia Política do Capitalismo Contemporâneo – XXVII Encontro Nacional de Economia ANPEC*.

** Professor da Unisinos e Doutorando pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (amcunha@hotmail.com)

*** Pesquisadora da Diretoria de Economia do Setor Público da Fundação do Desenvolvimento Administrativo de São Paulo (DIESP/Fundap) e Doutoranda pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (dprates@fundap.sp.gov.br).

¹ A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (CHESNAIS, 1996).

Retomando a “trilha” destes trabalhos, este artigo pretende aprofundar e atualizar algumas destas questões. Procura-se argumentar que o aprofundamento da instabilidade financeira internacional, especialmente após as crises dos países “emergentes”² de 1997/98, tem gerado dois tipos de reação: uma teórica, com a emergência de uma terceira geração de modelos de crises cambiais, capazes de enquadrar essa crescente instabilidade, expressa em fenômenos como os comportamentos de manada, as súbitas reversões nos fluxos de capitais em mercados cujos fundamentos eram considerados consistentes pelos investidores, etc., e; outra política, associada às mudanças nas proposições de política econômica dos organismos multilaterais após 1997/98, que têm se concretizado em iniciativas de reforma da arquitetura financeira internacional.

O artigo está organizado da seguinte forma: (i) inicialmente, procura-se descrever os principais determinantes e características do processo de globalização financeira; (ii) apresenta-se os novos modelos de crises cambiais, que procuram inserir os novos fatos estilizados derivados da globalização financeira; (iii) analisam-se as mudanças nas proposições de política econômica dos organismos multilaterais após 1997/98 e, em que medida, estas proposições têm se concretizado em iniciativas de reforma da arquitetura financeira internacional; (iv) nas considerações finais, procura-se argumentar que estas proposições e iniciativas têm um viés conservador e restringem ainda mais os graus de liberdade dos países periféricos no manejo das políticas econômicas nacionais.

² O termo “país emergente”, que origina-se de “mercado emergente”, passou a ser utilizado pela imprensa especializada, organismos multilaterais e pela academia, para se referir aos países periféricos (ou em desenvolvimento) que implementaram as reformas recomendadas pelo “Consenso de Washington” e receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais nos anos 90. Assim, o grupo “país emergente” constitui um sub-grupo dos países periféricos, não incluindo, por exemplo, os países africanos e parte da América Latina e da Ásia, que ficaram marginalizados do processo de globalização financeira.

2. Globalização Financeira, Instabilidade e Crise

A globalização financeira, que se consolidou ao longo dos anos 80, constitui um desdobramento das tendências já presentes no sistema financeiro internacional a partir emergência do euromercado, nos anos 60, e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes, em 1973. Ao contrário do defendido por vários analistas, este processo não foi um resultado inexorável das pressões das forças de mercado em prol da liberalização e/ou dos avanços tecnológicos nas áreas de telecomunicações e de informática. Apesar do papel desempenhado por esses fatores, no sentido de facilitar e/ou acelerar a emergência do ambiente de finanças globalizadas, seu determinante principal foi o conjunto de decisões políticas dos países centrais e, principalmente, dos EUA a partir do final dos anos 60, com o objetivo de assegurar a supremacia do dólar no sistema monetário e financeiro internacional

Como destaca STRANGE(1986), em sua análise precursora do processo de globalização financeira (nos termos da autora, do “capitalismo cassino”), dois tipos de decisões foram essenciais para o surgimento e a consolidação desse processo: as decisões negativas (ou não-decisões) — que se referem à não-interferência dos governos nos mercados — e as decisões positivas — intervenções mediante regras ou recursos financeiros para influenciar ou restringir os mercados. Dentre as decisões negativas, destacam-se: a ruptura unilateral pelo governo americano do acordo de Bretton Woods; a incapacidade ou imobilidade dos governos dos países desenvolvidos em estabelecer um novo sistema monetário internacional naquele período, e; a não-ação do governo inglês frente ao desenvolvimento do euromercado. Dentre as decisões positivas, que impulsionaram e viabilizaram a globalização financeira, pode-se citar as políticas de liberalização e abertura financeiras implementadas pelos EUA e Inglaterra na segunda metade da década de 70, e pelos demais países desenvolvidos nos anos 80.

HELLEINER (1994) reforça e atualiza os argumentos de STRANGE

(1986). Esse autor efetua uma análise detalhada do papel desempenhado pelos Estados Nacionais — principalmente pelos EUA, Inglaterra e Japão, “as potências hegemônicas atual, decadente e emergente”, respectivamente — na emergência das finanças globais. Dentre as ações e não-ações (as decisões políticas positivas e negativas, nos termos de Strange) em prol dessa emergência, Helleiner enfatiza as intervenções dos governos do G-7, apoiados pelo BIS e/ou FMI, nas crises internacionais de 1974, 1982 e 1987 — as quais foram essenciais para evitar sua transformação em crises sistêmicas — e o papel central desempenhado pelo BIS na reemergência das finanças globais, tanto no sentido de facilitar e estimular a cooperação entre os Bancos Centrais desde os anos 60, quanto de servir, a partir de 1974, como um fórum de discussões para a criação de instrumentos voltados para a prevenção destas crises, como o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias.

O conjunto de transformações financeiras, subjacente ao processo de globalização, surge nos EUA e passaram a contaminar os demais países e o sistema financeiro internacional devido à posição do dólar como moeda-chave, associada, a partir dos anos 70, ao poder financeiro dos EUA, apoiado na importância dos bancos americanos neste sistema e na dimensão do seu mercado financeiro doméstico (FREITAS, 1997; CINTRA, 1997). Essas transformações, intrinsecamente interligadas, podem sintetizadas nos termos de desregulamentação e/ou liberalização monetária e financeira, securitização das dívidas, institucionalização das poupanças³ e proliferação de novos instrumentos financeiros, com destaque para os derivativos.

³ A desregulamentação ou liberalização monetária e financeira refere-se à diminuição dos controles governamentais sobre os mercados monetários e de capitais, a securitização à transformação dos empréstimos bancários (ativos não-negociáveis) em títulos (ativos negociáveis) e à proliferação de diversas modalidades de títulos ao portador emitidos por empresas, instituições financeiras e governos, e a institucionalização das poupanças à concentração da riqueza financeira nos portfólios dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos) (FREITAS, 1997).

Essas transformações na dinâmica financeira internacional têm resultado numa tendência crescente de homogeneização das formas institucionais e dos padrões de regulação dos sistemas financeiros domésticos (CANUTO & LIMA,1999). As fronteiras tradicionais entre instituições bancárias e não bancárias⁴ estariam perdendo relevância diante do avanço das inovações financeiras e da integração dos mercados, contraface do processo de desregulamentação e abertura financeiras. Uma decorrência desse movimento é a forte expansão da participação das instituições não-bancárias nos sistemas financeiros domésticos⁵. Esse fenômeno, que ficou conhecido como “desintermediação financeira” (CINTRA & FREITAS,1998) marca tanto a gestão dos recursos financeiros pessoais, quanto a busca de fontes alternativas de financiamento por parte das empresas⁶. Contudo, essa desintermediação não significa a ausência de intermediação. Implica, na verdade, uma diversificação das fontes de

⁴ As especificidades institucionais de cada país tenderam a separar ou não esse conjunto de atividades. Nos EUA, o *Glass-Steagall Act*, de 1933. Os bancos comerciais mantiveram seu espaço de atuação limitado à operação dos instrumentos de crédito, não podendo trabalhar, por exemplo, com seguros e outros tipos de poupança institucionalizada. O padrão de financiamento típico da economia norte-americana sempre caracterizou-se por uma maior ênfase na utilização do mercado de capitais. Já Europa Continental e o Japão organizaram seus capitalismo nacionais em torno de uma vinculação orgânica entre bancos e indústria, reproduzindo nesta fronteira institucional, as funções típicas dos mercados de capitais. Da mesma forma, especialmente na Europa, as fronteiras entre instituições bancárias e não bancárias, nunca foram tão marcadas quanto nos EUA. A presença do banco múltiplo e dos bancos de investimento atesta aquelas características (CANUTO & LIMA, 1999).

⁵ Se tomarmos o caso norte-americano, reconhecidamente caracterizado pelo maior desenvolvimento dos mercados financeiros, nota-se uma forte redução na participação dos bancos no gerenciamento dos ativos financeiros pessoais. Em 1980, os bancos respondiam por 50% destes recursos. Em 1995, eram responsáveis por somente 18% dos ativos pessoais. Em um movimento simetricamente oposto, as instituições não-bancárias detinham cerca de 18% destes ativos em 1980 e 42% em 1995 (IMF,1998c)

⁶ A participação das emissões de títulos de dívida por parte de empresas privadas tem crescido expressivamente. Em 1998, o volume líquido de emissões de títulos de dívida foi de US\$ 678 bilhões. Através destes instrumentos, pode-se captar recursos diretamente no mercado internacional de capitais,. Deste total, as emissões de corporações representaram 19% ou US\$ 127 bilhões, as emissões do setor público, 27%, e de instituições financeiras, 54%. Em 1993, o total de emissões foi de US\$ 189 bilhões. As emissões corporativas representaram somente 3.4%, ou seja, US\$ 6.6 bilhões (BIS,1999).

captação e aplicação de recursos financeiros, com o aumento da importância dos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras, etc.)⁷.

A expansão das finanças internacionais pode ser melhor percebida pela magnitude dos valores envolvidos (IMF,1998c). Em 1995, somente os ativos dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos etc.) dos países do G7 atingiam o montante de US\$ 20 trilhões ou 110% do seu PIB conjunto, ou ainda, algo em torno de 2/3 do PIB mundial. Na década de 90, esses ativos vêm crescendo a uma taxa média de 13% ao ano, cinco vezes mais do que o crescimento médio anual do produto. Em 1975, as transações internacionais com ações e títulos de dívida representavam 4% do PIB nos EUA, 2% no Japão e 5% na Alemanha. Em 1997, esses valores subiram para, respectivamente, 213%, 96% e 253%. A emissão de ações no mercado internacional tem crescido aceleradamente para alguns países, atingindo, entre 1990 e 1997, um incremento de mais de 6.000% na Alemanha e Itália, 2000% no Canadá, 200% nos EUA e 65% no Japão. O *turnover* diário no mercado cambial, que representava US\$ 188 bilhões em 1986, chegou à casa de US\$ 1,2 trilhões em 1995, e US\$ 1,5 trilhões em 1998 (IMF,1999b). Nos mercados de derivativos, nota-se uma expansão ainda mais significativa, considerando-se os preços nocionais. Assim, em 1997 estima-se em US\$ 12 trilhões o valor nocional das operações nos mercados futuros e de opções de câmbio, o que representou 2.5 vezes o valor de 1992 e 17 vezes o valor de 1987. Em 1996, o valor principal nocional dos mercados OTC⁸ (taxas de juros, *swaps* cambiais, opções de juros etc.) era de US\$

⁷ Estes investidores - instituições financeiras não bancárias que gerenciam as poupanças institucionalizadas - normalmente não comprometem seus patrimônios em suas operações, ainda que possam comprometer o patrimônio dos fundos que administram. E tendem a trabalhar mais com títulos de dívidas negociáveis e ações, o que amplia o grau de flexibilidade em suas operações, tanto na busca de maior rentabilidade, quanto na diluição do risco.

⁸ O BIS divide as estatísticas dos mercados de derivativos em dois grandes blocos: (i) os instrumentos negociados diretamente nos mercados - *exchange-traded instruments*; (ii) e os instrumentos negociados nos mercados de balcão - *over the counter* (OTC).

24 trilhões, 30 vezes mais que o montante estimado em 1987, ou, para colocar em perspectiva, quase equivalendo ao PIB mundial de 1997, estimado em US\$ 30 trilhões. Em uma pesquisa mais recente, estimou-se em US\$ 72 trilhões o valor nocional dos mercados OTC (IMF,1999b).

Contudo, a expansão na liquidez financeira internacional tem uma contra-face cada vez mais nítida: uma crescente instabilidade, que tem gerado uma tensão permanente sobre os mercados de câmbio e sistemas financeiros, especialmente nos “mercados emergentes”. Essa instabilidade é inerente ao contexto de crescente internacionalização e integração das finanças e predominância das operações com títulos negociáveis, no qual os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras — e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais — e de um mercado a outro — mercados de capitais e de crédito — resultando em fortes flutuações nos preços dos ativos e das taxas de câmbio (AGLIETTA,1995). Os protagonistas nesses mercados são os fundos mútuos e de pensão, os grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas. Em condições de incerteza radical, esses agentes são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação convencional sobre o comportamento dos preços e são os formadores de convenções. Suas estratégias são mimetizadas pelos demais investidores de menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços. Assim, esses mercados não atendem aos requisitos de eficiência, pois podem existir estratégias ganhadoras, acima da média, derivadas de assimetrias de informação e poder (BELLUZZO & COUTINHO,1996). Os comportamentos de manada também estão associados à estrutura de incentivos dos administradores de fundos. Se um gestor de um fundo particular é o único a tomar uma decisão equivocada, perdendo uma oportunidade de lucro que todos aproveitam, sua instituição receberá uma “punição” do mercado. De forma contrária, se a estratégia revela-se incorreta *ex post*, mas é adotada por todo o mercado, o erro é coletivo e as perdas gerais podem ser amenizadas por uma operação de resgate — como ocorreu de fato na crise do México de 1994 (GRIFFITH-JONES,1996).

Em síntese, a globalização financeira apresenta-se com uma dupla face: de um lado, ampliou o volume das operações, flexibilizou seus instrumentos e acelerou o tempo de transmissão das informações relevantes; de outro, resultou na emergência de um contexto de instabilidade financeira, expressa em crises recorrentes, cujos impactos deletérios são consideráveis, principalmente nos países periféricos.

3. A Quadratura do Círculo: reação no plano da teoria

A instabilidade sistêmica enquanto elemento estrutural das economias capitalistas é um ponto em comum em diversas interpretações não ortodoxas, especialmente na tradição de autores como Keynes e Minsky. Em trabalhos anteriores procurou-se mostrar como as recentes crises cambiais, em especial a crise asiática, permitiu um avanço nos argumentos associados à teoria da fragilidade financeira, para um contexto de mobilidade de capitais (CUNHA & PRATES, 1999a e 1999b). Aqui, pretende-se enfatizar, de forma não extensiva⁹, como os autores ortodoxos vêm incorporando os fatos estilizados associados à crescente instabilidade em seus modelos de crise financeira¹⁰, movimento que CUNHA(2001) e PRATES(2001) denominaram de “cheia do *mainstream*”¹¹ na literatura convencional sobre crises financeiras.

⁹ Em sua tese de doutoramento PRATES(2001) está desenvolvendo uma rigorosa revisão crítica da evolução recente do pensamento convencional sobre crises financeiras.

¹⁰ Este artigo considera crise financeira em um sentido amplo, que inclui crises cambiais, crises bancárias e crises de balanço de pagamentos (ver UNCTAD,1998; IMF,1998^a; AZIZ et.al.,2000). As crises cambiais ocorrem quando há um ataque especulativo contra a paridade de uma moeda doméstica, que force sua desvalorização ou gere intervenções governamentais pesadas (vendas de reservas e/ou aumento substancial da taxa de juros para defesa da paridade. As crises bancárias estão associadas à suspensão da conversibilidade dos passivos bancárias que se segue a “corridas bancárias” efetivas e/ou potenciais, levando à necessidade de intervenções estatais para provisão de liquidez. A literatura tem denominado de crises gêmeas os episódios nos quais crises cambiais e bancárias ocorrem de forma simultânea, detonando mecanismos perversos de retro-alimentação (KAMINSKY & REINHART,1995).

¹¹ Esta feliz expressão do Professor Mário Possas (POSSAS,1995) sugere uma expansão do núcleo duro do programa de pesquisa neoclássico para temas que tradicionalmente faziam parte da agenda de diversas correntes heterodoxas. No campo da pesquisa sobre as crises financeiras, pode-se notar que os autores convencionais têm trabalhado, cada vez mais, com modelos que procuram incorporar fatos estilizados que destacam a natureza instável dos mercados financeiros.

Tradicionalmente a literatura convencional sobre crises cambiais assentava-se em duas famílias de modelos, uma enfatizando os aspectos fiscais, e outra os dilemas de política econômica. Na primeira geração dos modelos canônicos de crise cambial, inaugurada por KRUGMAN(1979), uma certa paridade mostrava-se insustentável diante de um ataque especulativo, motivado pela crença de que os níveis de endividamento público seriam incompatíveis com o comprometimento da Autoridade Monetária com a taxa de câmbio. Explicavam-se, assim, as sucessivas crises cambiais com fuga de capitais dos países periféricos, no final dos anos 70, início dos 80. Permitia-se, também, a construção de proposições de política econômica, que enfatizavam a necessidade de disciplina fiscal para o equilíbrio do balanço de pagamentos. No início dos anos 90, em um mundo de muito maior mobilidade de capitais, os ataques contra a libra e a lira motivaram o surgimento de uma nova geração de modelos (OBSTFELD,1994 e 1996). Afinal, não se tratavam mais de economias periféricas com uma história de negligência fiscal e monetária. Assim, passou-se a racionalizar a crise a partir da exploração dos dilemas de política econômica: manter a taxa de juros elevada para sustentar o compromisso cambial *versus* rejeitar o custo recessivo derivado da primeira opção, reduzindo a taxa de juros e abandonando a paridade.

Contudo, tanto os modelos de primeira quanto os de segunda geração, não foram capazes de internalizar adequadamente os fatos estilizados que vêm marcando a sucessão de crises cambiais dos países “emergentes” da década de 1990: a volatilidade e a reversão súbita dos fluxos de capitais, desvinculada dos fundamentos; o caráter incompleto e assimétrico das informações; as incertezas associadas à política econômica, ensejando a ocorrência de equilíbrios múltiplos; os comportamentos de manada de investidores com carteiras fortemente alavancadas; o efeito-contágio; o risco moral derivado tanto das ações dos governos locais, quanto dos pacotes de socorro internacionais; a inadequação dos processos de abertura financeira na periferia; entre outros.

Esta insuficiência dos modelos convencionais tem sido reconhecida pelos próprios economistas do *mainstream* da Economia. Nesse sentido, CALVO(1998) ressalta que as crises cambiais nos mercados emergentes, ao longo dos anos 1990, revelaram características até então pouco desenvolvidas neste modelos, com destaque para: (i) a existência de uma significativa entrada de capitais, anterior às crises; (ii) a conformação de uma complexa rede de interação entre os setores financeiro e não financeiro, investidores internacionais, bancos e governos soberanos; (iii) e a rapidez e profundidade da contração do nível de atividade. Seu modelo procura mostrar a possibilidade da ocorrência de crises mesmo na ausência de déficits em conta corrente. Estes seriam responsáveis pelo grau de complexidade da resolução das crises. Ademais, enfatiza que a presença de governos soberanos representaria a explicitação de um componente amplificador da incerteza no cálculo prospectivo privado, por criar um prêmio de risco significativo para a especulação em torno da antecipação da evolução de variáveis relevantes passíveis de serem influenciadas pelas regras – explícitas ou não – da política local. Em combinação com a entrada maciça de capitais este elemento seria definidor de crises do tipo profecia auto-realizável. Isto porque a fragilidade das regras e das instituições, especialmente nos mercados emergentes, ampliaria os custos fixos associados ao cálculo da rentabilidade dos projetos de investimento. Esta depende de fatores como as políticas fiscal, monetária e cambial, cuja alteração abrupta poderia transformar projetos rentáveis *ex ante*, em investimentos geradores de prejuízos. Com isso, informações macroeconômicas e políticas, mesmo que adquiridas de fontes confiáveis e no tempo adequado, perderiam poder de predição, de modo que a lucratividade prospectiva dos investimentos tenderia a responder, de forma mais intensa, a fatores idiossincráticos, como rumores e “novidades” de mercado¹². Com custos fixos relativamente mais elevados, induz-se, entre

¹² No caso da crise asiática, KAMINSKY & SCHMUKLER (1999) procuraram analisar a reação dos investidores às “notícias de mercado”. A maior parte das flutuações no mercado acionário, entre 1997 e 1998, teriam se originado de “*bad news*” domésticas. Por outro lado, constatou-se que, em muitos momentos, os investidores reagiram de forma exagerada, denotando comportamentos aparentemente “irracionais”, do tipo “manada”.

os investidores, a adoção “racional” do comportamento de manada. O efeito contágio seria racionalizado da mesma forma, ou seja, pelo mimetismo no escrutínio das condições econômicas de países vistos como semelhantes pelos investidores (CALVO&MENDOZA,1997). Assim “... os custos de aprendizado sobre um certo país são ampliados pela existência de governos soberanos que não estão amarrados a regras políticas claras, tornando o país vulnerável a crises financeiras auto-realizáveis.” (CALVO,1998:16)

O modelo de CALVO(1998) integra o que têm se denominado de “terceira geração” de modelos de crises cambiais, que constituem, na realidade, modelos de “crises gêmeas”, uma vez que as crises dos “mercados emergentes” nos anos 90 caracterizaram-se, na sua maioria, pela simultaneidade entre crises cambiais e bancárias¹³. Os primeiros modelos de terceira geração surgiram logo após a crise dos países do sudeste asiático, que eram aclamados pela sua extraordinária capacidade de combinar fundamentos macroeconômicos estáveis com elevado crescimento, sustentado por mais de duas décadas. Assim, evidentemente seu caso não se enquadraria nos modelos de primeira e segunda gerações. Estes modelos (CORSETTI *et alli*,1998 e KRUGMAN,1998) procuraram racionalizar a crise, atacando as idiosincrasias do padrão de intervenção estatal, ou seja, o “modelo asiático”: em um contexto de “capitalismo de compadres”, os agentes internos e externos tomavam suas decisões de endividamento e investimento, em função de uma crença de que suas posições patrimoniais seriam sustentadas pelo Estado Isto distorceria os sinais de mercado, o que teria implicado em decisões equivocadas de alocação de recursos. A euforia especulativa alimentada por um crescente influxo de capitais, encontrava seu culpado último: o Estado¹⁴.

¹³ Uma exceção é a crise cambial brasileira de 1999, que não foi acompanhada por uma crise bancária.

¹⁴ Assim no modelo de terceira geração de CORSETTI *et alli* (1998) resgata-se a raiz fiscal da crise. Mesmo que não houvesse nenhum desequilíbrio corrente nas contas públicas, na presença de governos que acenassem para o socorro a agentes privados com problemas patrimoniais, existiria uma espécie de “déficit fiscal escondido”, antecipado pelo agentes quando dos ataques especulativos. Conseguisse uma forma sofisticada de recolocar o Estado como o responsável pela crise. Porém, aqui pesariam mais os desajustes institucionais, derivados da ineficiência da regulação do sistema financeiro em conjunto com um padrão espúrio de relações entre Estado e Mercado.

BURNSIDE et. al.(2000) enfatizam o problema das garantias implícitas na determinação do excesso de investimentos e de assunção de risco, nos termos destacados por KRUGMAN (1998) e CORSETTI et. al.(1998) para o caso asiático. Em seu modelo, os bancos viabilizam seu *funding* tomando empréstimos no exterior, realizando suas operações ativas em moeda nacional. As garantias estimulariam o endividamento para além dos níveis que ocorreriam em sua ausência e, simultaneamente, desencorajariam a adoção de *hedge* para a minimização do risco cambial. A crise auto-realizável deriva da percepção, por parte dos agentes relevantes, de que com a ocorrência de uma desvalorização o passivo contingencial do governo – associado às garantias – transformar-se-ia, de fato, em déficits fiscais, comprometendo, também, as reservas internacionais. Racionaliza-se, assim, o fato estilizado de que os países asiáticos não possuíam problemas fiscais correntes, passíveis de detonar uma crise de balanço de pagamentos nos termos de KRUGMAN(1979).

DOOLEY(1997) também desenvolveu um modelo que enfatiza a relação entre as mecanismos de garantia governamental (implícitos ou explícitos) e os fluxos de capitais. Neste modelo, denominado pelo autor de “*insurance model*”, o ingresso de capitais e o *boom* na intermediação financeira doméstica são partes integrais de um ataque especulativo totalmente antecipado contra as reservas do governo (como nos modelos de primeira geração). O conflito de política surgiria em função do desejo de um governo sujeito a uma restrição de crédito (*credit constrained*) de manter reservas como uma forma de auto-seguro e, simultaneamente, de garantir os passivos financeiros dos residentes. A disponibilidade deste seguro criaria um diferencial de rendimento favorável às obrigações emitidas pelos residentes dos países emergentes (bancos e empresas não-financeiras) estimulando um ingresso bruto de capitais privados, que se manteria até o momento em que o estoque de reservas do governo se igualasse às suas obrigações contingentes (*contingence insurance liabilities*). Neste momento, ocorreria o ataque especulativo antecipado: os investidores venderiam os ativos garantidos ao governo, esgotando as reservas. Mas, uma das pré-condições para que esta sequência ocorra é o relaxamento da restrição de crédito do governo. Dois fatores teriam

reduzido esta restrição nos anos 90: em primeiro lugar, a queda das taxas de juros internacionais em 1989 que teria gerado um “*insurance fund*” para os mercados emergentes devido aos seus efeitos positivos sobre o estoque de dívida externa; em segundo lugar, os pacotes de salvamento ao México, Argentina e Tailândia teriam sinalizado aos investidores que estes países teriam acesso a linhas de créditos oficiais (governos do G-7 e organismos multilaterais), que passariam assim a integrar o “*insurance fund*”. Vale mencionar que o modelo de Dooley oferece igualmente uma explicação para o efeito-contágio: uma operação de resgate reduziria os recursos oficiais disponíveis e, assim, o “*insurance fund*” necessário para financiar outras operações semelhantes, reduzindo a rentabilidade esperada dos investimentos nos mercados emergentes e, com isso, resultando num resgate de recursos destes mercados de forma geral.

Já SCHNEIDER & TORNELL(2000) desenvolveram um modelo para explicar as crises gêmeas em um quadro de *boom* creditício, no qual os bancos — o principal elo de ligação entre o *funding* externo e o setor produtivo doméstico — estão expostos a dois tipos de distorções que determinariam, em última instância, o crescimento excessivo do crédito, a apreciação cambial e a auto-realização das crises: a existência de mecanismos (explícitos ou não) de proteção aos investidores – uma falha governamental - e a imperfeição dos contratos (*enforceability*) – uma falha de mercado. Estes autores procuram integrar, em um único arcabouço, a percepção de que distorções das políticas governamentais e das decisões privadas podem determinar as crises. Além disso, seu modelo explicita o comportamento assimétrico dos setores de comercializáveis e não comercializáveis, onde este segundo tenderia a crescer mais antes da crise, sendo mais fortemente atingido pela reversão cíclica e demorando mais para recuperar-se. Além de apresentarem as evidências empíricas deste fato, marcadamente presentes nas crises dos anos 1990, os autores lembram que, especialmente no caso asiático, os bancos estavam fortemente expostos ao setor de não comercializáveis¹⁵.

¹⁵ MISKHIN (1996 e 1998) já havia destacado esta regularidade empírica como sendo um dos elementos que caracterizam os sistemas bancários dos países em desenvolvimento.

Estes autores mostram como os bancos, a partir de recursos captados no mercado internacional, financiam as empresas domésticas, em um contexto no qual existem garantias governamentais - no caso de crise sistêmica - e imperfeições nos contratos¹⁶. Com a presença de garantias tornar-se-ia lucrativo para os bancos especularem sobre a taxa de câmbio. O subsídio implícito associado à proteção governamental funcionaria como um substituto para os colaterais dos tomadores domésticos, incentivando a busca de mais *funding* externo. Em condições “normais” a demanda de crédito do setor de não comercializáveis seria limitada pela existência de colaterais. O ritmo de crescimento dos seus investimentos produtivos dependeria da capacidade de geração de renda dos investimentos passados e da antecipação da evolução futura da demanda de bens finais. A liberalização financeira e a existência de garantias governamentais ampliariam a fronteira possível de recursos da economia. Esta remoção artificial da restrição orçamentária “normal” seria tão mais grave na medida em que prevalecesse uma forte concentração setorial – nos setores não-comercializáveis – dos empréstimos. Através das dívidas assumidas pelos bancos, o risco cambial converte-se, potencialmente, em risco de crédito sistêmico. Se os bancos ampliam a oferta de crédito, cria-se, de forma endógena, o risco cambial, tornando a economia vulnerável a crises auto-realizáveis. Assim, bastaria a existência de um estoque elevado de dívidas denominadas em divisas para precipitar a crise.

Dois elementos devem ser destacados no modelo de SCHNEIDER & TORNELL(2000). Em primeiro lugar, os autores assumem a existência de fragilidade financeira ao suporem que a probabilidade *ex ante* da ocorrência de crises é diferente de zero. Isto implica que os tomadores finais não são indiferentes ao endividamento em moeda estrangeira e

¹⁶ SCHNEIDER & TORNELL (1999) já haviam desenvolvido um modelo que incorporava, em um único arcabouço, os problemas das garantias implícitas e imperfeição nos contratos. Porém, diferentemente de SCHNEIDER & TORNELL (2000), trabalha-se com choques exógenos na determinação da crise e foca-se no comportamento dos preços de ativos cuja oferta está fixa.

moeda local. Da mesma forma, com a existência de garantias implícitas, o maior risco associado à assunção de dívidas em moeda estrangeira torna-se o elemento definidor da expansão do crédito a partir de *funding* externo e, portanto, da construção de uma ambiente de fragilidade financeira. Em segundo lugar, a crise só é possível, nos termos descritos anteriormente, com a presença simultânea das garantias governamentais e da imperfeição dos contratos.

Os autores deixam claro que a existência de garantias e imperfeições nos contratos não são características exclusivas dos países em desenvolvimento. Todavia, a regulação prudencial, não incorporada no modelo, é apontada como determinante da redução na assunção excessiva de risco. Neste sentido, os países desenvolvidos, por terem uma regulação prudencial mais sólida, seriam capazes de minimizar a probabilidade de ocorrência de crises do tipo profecias auto-realizáveis. Da mesma forma, a implicação normativa deste argumento, está diretamente vinculada à realização de reformas institucionais que reduzam as distorções governamentais e de mercado.

Outros autores têm procurado destacar os movimentos especulativos dos investidores estrangeiros e os aspectos irracionais das crises recentes. RADALET & SACHS(1998) procuram demonstrar que os países asiáticos teriam sido vítimas do pânico de especuladores incapazes de avaliar corretamente a sua solidez prospectiva. Assim, se, por um lado, havia problemas nítidos de liquidez externa - cujo indicador seria a razão entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, em deterioração -, por outro lado, aqueles países seriam perfeitamente solventes no longo prazo. Caso os credores internacionais não tivessem entrado em pânico, buscando resgatar suas posições, em um típico comportamento de manada, a crise poderia ter sido amenizada com uma negociação de reescalonamento das dívidas. Por isso mesmo é que os autores criticaram a política de estabilização do FMI: juros altos só comprometeriam ainda mais a fragilidade das estruturas patrimoniais de bancos e corporações não financeiras. Contudo, estes autores, apesar de

ênfatarem o papel do pânico dos investidores externos na eclosão da crise, acabam concluindo que a vulnerabilidade das economias ao pânico financeiro decorreria de fragilidades internas, essencialmente o crescente endividamento de curto prazo em moeda estrangeira, e a reação em cadeia somente teria ocorrido devido a erros de política econômica. O pânico dos investidores, provocado por diversos fatores “acidentais”, que variaram de país a país (falência de bancos e/ou corporações, incerteza política, contágio, etc), apenas teria “detonado” a crise. Políticas internas apropriadas poderiam ter evitado a sua eclosão.

CHANG & VELASCO(1998b) formalizaram a relação entre a crise asiática e o problema da liquidez a partir da adaptação do modelo de DIAMOND & DYBVIK(1983) sobre fugas bancárias para economias abertas num ambiente de mobilidade de capitais. Nessas economias, a iliquidez internacional resultaria da diferença entre o conjunto de obrigações reais e potenciais em divisas e a capacidade de arregimentar, no curto prazo, recursos cambiais para fazer frente àqueles compromissos. A liberalização financeira e o estímulo originado da estabilidade nominal do câmbio, permitiram o excesso de endividamento a prazos de maturação cada vez mais curtos. Somando-se às garantias de empréstimos em última instância pelas autoridades monetárias, criou-se o cenário da crise. Nesse contexto, o processo de corrida bancária é gerado por uma crise de confiança dos credores internacionais e intermediários financeiros. Esta crise tem um caráter de profecia auto-realizável, na medida em que a desconfiança dos investidores gera um movimento coletivo de fuga para a liquidez devido a falhas de coordenação. A análise de CHANG & VELASCO(1999) é mais sofisticada e rigorosa do que a de RADELET & SACHS(1998), no que se refere às causas do pânico financeiro (falhas de coordenação e não fatores acidentais), mas os principais condicionantes do excessivo endividamento externo de curto prazo continuam sendo os fatores internos aos países: a liberalização financeira somada ao regime de câmbio fixo ou quase fixo num contexto de existência de empréstimos em última instância pelas autoridades monetárias teriam estimulado o endividamento externo de curto prazo pelas instituições bancárias e não-bancárias.

Vale mencionar que o FMI e o Banco Mundial incorporaram vários argumentos dos novos modelos nos seus últimos relatórios. O FMI tem admitido que a globalização financeira alterou a própria natureza das crises financeiras, ao ampliar a possibilidade de contágio entre regiões cujos *links* comerciais e, mesmo, financeiros, não seriam tão significativos (IMF, 1999a)¹⁷. O crescimento das poupanças institucionais e a proliferações de instrumentos de proteção e especulação, teriam criado um duplo constrangimento: por um lado, permitiram e estimularam – pela busca dos diferenciais de rentabilidade - a integração dos mercados emergentes nas carteiras dos investidores dos países desenvolvidos; por outro, reduziram, na ótica dos investidores, os *pay offs* associados à busca de informações relevantes sobre cada um dos ativos-país que compõem seus portfólios (argumento desenvolvido por CALVO & MENONZA, 1997). Como desdobramento lógico, argumenta-se (IMF, 1999) que comportamentos de “seguir o líder” seriam perfeitamente racionais, mesmo que implicando ciclos de *booms and busts*. Para o FMI (IMF, 1999c), a base objetiva para as crises do tipo “profecia auto-realizável” derivar-se-ia dos seguintes fatores: (i) as redes de proteção financeira, criadas ao longo das últimas décadas, estariam diminuindo a percepção correta do risco, entre os investidores; (ii) as novas técnicas de gerenciamento de risco, tornariam o mercado mais sensível à mudança de parâmetros chave, ou seja, novas informações e/ou reavaliação de riscos específicos; (iii) além disso, haveria um nítido aumento do prêmio de liquidez, especialmente nos momentos de maior *stress* nos mercados, o que se manifestaria no aumento das chamadas marginais; (iv) os instrumentos derivativos estariam ampliando a possibilidade de alavancagem dos agentes envolvidos nas operações financeiras, sem que isso expresse-se, automaticamente, nas suas posições patrimoniais. Se

¹⁷ Em 1998, o FMI analisou 53 países, para o período 1975-97, mapeando 158 episódios de crises cambiais – identificados pela construção de um índice de pressões nos mercados cambiais, que leva em conta as mudanças nas taxas de câmbio e as perdas de reserva e/ou aumento dos juros para amortizar os ataques especulativos – e 54 crises bancárias – identificadas por eventos *ex-post* como fechamento, estatização e/ou fusões forçadas de instituições, corridas bancárias ou elevados pacotes de auxílio de liquidez pelo governo (IMF, 1998a).

todos os agentes relevantes utilizam técnicas similares para compor seus portfólios e testar sua rentabilidade, recorrentemente, e se há um contexto de crescimento da liquidez global, riscos subavaliados e forte alavancagem das instituições financeiras e investidores, cria-se espaço para realocações dos investimentos que guardam uma baixa correlação com o movimento dos fundamentos econômicos.

O Banco Mundial também passou a reconhecer os efeitos potencialmente perversos dos fluxos recentes de capitais e do comportamento especulativo dos investidores estrangeiros nos relatórios posteriores à crise da Ásia (WORLD BANK,1998). No relatório de 1998/99, o Banco afirma que a despeito “*da disponibilidade pública de grande volume de informações relevantes, o ágio de risco dos bônus da Tailândia antes da crise não refletiam essa informação*” e que mesmo “*com a posterior disponibilidade de certas informações novas (...) a revisão dos adicionais de risco parece ter sido maior do que a que poderia ser explicada apenas por este fato. Recordando Keynes, ao comparar os mercados de valores com os concursos de beleza, parece que os participantes do mercado estavam preocupados não com os valores fundamentais, mas sim com o que os outros pensavam.*” (World Bank,1998: 89-90).

4. De Volta Para o Futuro: a reação política

O debate em torno da reestruturação do sistema financeiro internacional (SFI) remonta aos anos 70, quando o colapso de *Bretton Woods* e a instabilidade gerada pelo novo ambiente de taxas de câmbio flutuantes e progressiva liberdade dos movimentos de capitais, estimulou a formulação de várias propostas de reforma deste sistema por economistas de diferentes matrizes teóricas (BAER,1995). Todavia, o aprofundamento da instabilidade, a partir das crises asiática, russa e brasileira, e da falência do fundo americano *Long Term Capital Management*, representou um ponto de inflexão nesse debate.

Nesse contexto, mesmo os economistas do *mainstream* passaram a defender propostas mais ousadas de reforma, antes restritas aos meios acadêmicos heterodoxos - como controles sobre os fluxos de capitais – e próprios organismos multilaterais passaram a admitir a necessidade de aperfeiçoar a “arquitetura financeira internacional”, cujas fragilidades tornaram-se mais do que evidentes após esta crise¹⁸. Tanto no *World Economic Outlook* (WEO), relatório semestral do FMI publicado em setembro de 1999 (IMF, 1999c), quanto no relatório anual do Banco Mundial de 1999 (World Bank, 1999) um capítulo é dedicado a propostas de prevenção e resolução das crises financeiras recentes, que não se circunscrevem a recomendações de políticas de âmbito nacional, como a correção dos desajustes macroeconômicos e/ou das fragilidades institucionais.

No relatório do FMI (IMF, 1999c), o capítulo 5 resume as propostas do *Executive Board* do Fundo, discutidas ao longo de 1998/99 e apoiadas pela comunidade internacional, que envolvem seis iniciativas interdependentes para o fortalecimento da arquitetura do sistema financeiro internacional. Vale mencionar que no *WEO*, de maio de 1998 — no qual o FMI faz uma avaliação da crise asiática e reconhece, pela primeira vez, o papel do comportamento curto-prazista dos investidores estrangeiros na eclosão das crises financeiras dos mercados emergentes¹⁹ —, a maioria dessas propostas já havia sido apresentada. No entanto, as diferenças de detalhamento e ênfase nos dois relatórios são notórias: enquanto no *WEO*, de maio de 1998, as recomendações são resumidas num quadro (Box 3, pgs. 10 a 12) e chamadas de “reformas para reduzir o risco e severidade das crises”, no *WEO*, de outubro de 1999, um capítulo denominado “*Strengthening the architecture of the international financial system*” é dedicado ao detalhamento das propostas e pela

¹⁸ Para uma análise detalhada das alternativas de reestruturação do sistema financeiro internacional, ver: UNCTAD (1998, 1999, 2001).

¹⁹ “*External factors also played a role. Large capital flows to emerging markets were driven, to an important, degree, by an underestimation of risks by international investors, as they searched for higher yields during a period when investment opportunities appeared less profitable in Japan and Europe owing to sluggish economic growth that necessitated low interest rates*” (IMF, 1998a: 3)

primeira vez é reconhecida explicitamente a necessidade de reformar o sistema financeiro internacional (SFI). Ao que tudo indica, essa mudança reflete, além do avanço das discussões dentro do FMI, o renascimento do debate no meio acadêmico sobre a reforma do SFI (agora, com a denominação de “arquitetura financeira internacional”, provavelmente para dar uma aparência de novo a um tema que já vem sendo discutido nos meios heterodoxos desde o colapso do sistema de Bretton Woods).

A primeira iniciativa diz respeito à promoção da transparência e da *accountability*, mediante o desenvolvimento e disseminação de padrões internacionais ou códigos de *good practice* e o aperfeiçoamento do *Special Data Dissemination Standard* (SDDS)²⁰, principalmente em relação às informações sobre reservas internacionais e dívida externa dos países.

A segunda proposta refere-se ao fortalecimento dos sistemas financeiros e das práticas de supervisão do mercado, considerado elemento essencial da nova arquitetura. A importância de sistemas financeiros robustos, com mecanismos de supervisão e regulamentação prudencial eficientes, passou a ser enfatizada pelo FMI após a crise mexicana, de 1994/95. Particularmente no *WEO*, de outubro de 1996, um capítulo específico analisa as relações entre os mercados financeiros e a performance econômica dos países em desenvolvimento. Até então, os *WEO* (IMF, 1992a, 1992b, 1993, 1994) destacavam somente a importância da estabilidade macroeconômica e das demais reformas estruturais (abertura comercial, desestatização) para que os países em desenvolvimento usufruam os benefícios da globalização.

A terceira proposta refere-se à necessidade de “prestar mais atenção” na ordem da liberalização da conta de capital. Os controles temporários sobre os ingressos de capitais são considerados válidos, enquanto o ajuste macroeconômico e/ou o fortalecimento do ambiente

²⁰ O *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), instituído em 1996, constituiu um padrão de “*good practice*” para a disseminação dos dados econômicos e financeiros dos países membros do fundo.

institucional não forem atingidos. O Fundo também reconhece que há evidências de que esses controles tendem a melhorar o perfil dos ingressos. Já os controles sobre as saídas de capitais são objeto de maior controvérsia. A maioria dos diretores concordou que esses controles não constituem um instrumento efetivo numa crise; pelo contrário, podem contribuir para aumentar a severidade do ajustamento e afetar o acesso futuro dos países a fontes voluntárias de crédito. No entanto, alguns diretores ponderaram que “em uma crise, a reimposição de controles sobre as saídas de capitais – junto com um envolvimento apropriado do setor privado e no contexto de um amplo esforço de ajuste – poderia desempenhar um papel útil.” (*idem*).

Assim como a proposta de fortalecimento dos sistemas financeiros domésticos, a discussão sobre a validade de controles sobre fluxos de curto prazo e sobre a sequência da liberalização da conta de capital é retomada pelo FMI após a crise mexicana de dezembro de 1994. O *WEO*, de outubro de 1994, já trata dessa questão, mas de forma ambígua e pouco enfática²¹. Somente no *WEO*, de outubro de 1995 (IMF, 1995b), quase um ano depois da eclosão da crise mexicana, uma seção é dedicada à discussão da liberalização financeira externa, na qual a necessidade de cumprimento de certos pré-requisitos para que a liberalização dos movimentos de capitais seja bem sucedida é destacada²².

²¹ “Moreover, restricting capital inflows will limit potentially significant longer-term benefits for investment and growth (...) Countries that experience large capital inflows, in particular short-term inflows, may need to tighten restrictions until their economies are better able to cope with pressures on financial and exchange markets. It would, however, be inappropriate to use capital controls as a substitute for measures to address underlying macroeconomic imbalances (...) Even when there are no policy imbalance prior to the capital inflows, and the inflows themselves lead to imbalances, restrictions may not be appropriate unless the inflows are primarily of a short-term and speculative nature. When inflows are less volatile and expected to augment domestic investment a combination of exchange rate appreciation and fiscal tightening would generally appear to be the best policy response to safeguard macroeconomic stability.” (IMF, 1994: 61).

²² “While the prerequisite for capital account liberalization are desirable in their own right, a country that have made little progress toward macroeconomic stability and strengthening domestic financial markets need to be cautious about removing barriers to capital flows (...)” “Although freedom of capital movements will promote growth and improve allocation of resources over the longer term, liberalization of capital movements can be undertaken gradually (...) However, restriction on capital movements should not be viewed as a substitute for stronger adjustments efforts...” (IMF, 1995b).

A quarta proposta, talvez a mais inovadora, refere-se ao maior envolvimento do setor privado na prevenção e resolução das crises, o qual seria fundamental para garantir um processo de ajustamento mais ordenado, limitar o risco moral, fortalecer a disciplina de mercado e auxiliar os devedores dos mercados emergentes a se protegerem da volatilidade e do contágio. Dois tipos de medidas são sugeridas: (a) medidas *ex ante* — linhas contingentes de crédito privado, alongamento dos prazos das linhas de crédito interbancárias a partir da introdução de *call options* nos contratos, emissão de “*structured notes*”, nas quais o serviço da dívida variaria contra-ciclicamente; e garantias oficiais, (b) e, *ex post*, como a rolagem negociada da dívida externa, que ocorreu no caso da Coreia.

A quinta proposta enfatiza a necessidade de adotar regimes cambiais adequados. O Fundo adverte que o regime de câmbio fixo estimula o endividamento externo e a subestimação do risco cambial (como observado na Ásia), mas também aponta que a adoção do regime de câmbio flutuante não evita, por si só, a assunção excessiva de riscos.

Finalmente, a sexta e última proposta diz respeito à redefinição dos princípios que regem a ação do FMI na prevenção e resolução das crises, no sentido de reduzir o problema de *moral hazard* no mercado financeiro internacional, que teria sido reforçado após os pacotes de salvamento (*bail-outs*) nas crises do México, Ásia e Rússia (IMF, 1999c e SMALHOUT, 1998a).

O Relatório do Banco Mundial (WORLD BANK, 1999) também dedica um capítulo à discussão de formas de prevenção das crises, no qual reconhece que a volatilidade dos mercados cambial e financeiro no final dos anos 90 esteve diretamente vinculada a duas modalidades de fluxos de capitais, os investimentos estrangeiros de portfólio e os empréstimos bancários de curto prazo, e que a reversão dos fluxos, associada seja a ataques especulativos, seja ao efeito-contágio, pode ter efeitos perversos inclusive sobre sistemas financeiros robustos. Na visão

do Banco Mundial, a resposta política a esse dilema deve envolver uma seqüência adequada de reformas financeiras que garanta aos países em desenvolvimento a manutenção da estabilidade e a absorção dos benefícios da integração nos mercados internacionais de capitais.

Quatro propostas de política são feitas, duas das quais também são recomendadas pelo FMI: o aperfeiçoamento da regulamentação dos sistemas financeiros domésticos, e; a adoção de uma seqüência apropriada na liberalização da conta de capital²³. As duas propostas adicionais são: em atração de investimentos externos de longo prazo mediante a construção de um ambiente econômico saudável, o que inclui investimento em capital humano, eliminação de distorções nos mercados domésticos, liberalização comercial, criação de um regime estável de direitos e obrigações dos investidores (privatização, compromisso com as regras da OMC, etc.), e; uma maior cooperação internacional e regional na implementação das políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial) e na área de regulamentação bancária, a qual deveria incentivar a constituição de redes regionais de prevenção e resolução das crises (diante do potencial de contágio dentro das regiões)²⁴.

Nesses dois relatórios, os recuos em termos de proposições de política ficam explícitos. A perseguição de sólidos fundamentos econômicos e o fortalecimento da supervisão e regulamentação bancária (parte integrante da segunda onda de reformas estruturais, que passou a ser recomendado como aspecto fundamental de prevenção das crises após a crise do México e, principalmente, dos países do sudeste asiático)

²³ No Relatório do Banco Mundial a discussão sobre a seqüência da liberalização financeira está mais detalhada. Um aspecto mencionado, que não consta do Relatório do FMI, é a necessidade de desenvolvimento do mercado de ações: transparência, informações acuradas, códigos legais sobre os direitos dos acionistas, regras de *disclosure*. Mercados desenvolvidos atraem investidores estrangeiros e contribuem para a estabilidade dos fluxos de capitais

²⁴ Um embrião dessa proposta pode ser encontrado no relatório de 1997 (cujo título é “O Estado num mundo em transformação”), no qual um capítulo trata da importância da ação coletiva internacional (WORLD BANK, 1997)

continuam sendo peças-chave das proposições de política de ambas as instituições. Mas, pela primeira vez, o FMI e o Banco Mundial reconheceram de forma clara e explícita que as crises cambiais não estão vinculadas somente a desajustes internos dos países em desenvolvimento, mas também ao funcionamento inadequado e ineficiente do mercado financeiro internacional — reavaliação que se tornou inevitável após as sucessivas crises cambiais que atingiram países com diferentes situações macroeconômicas, estruturais e institucionais.

O raciocínio subjacente é que este funcionamento inadequado e ineficiente teria sido provocado, em grande parte, pela insuficiência e/ou falta de transparência das informações sobre a situação macroeconômica (contas externas, fiscais, etc.) e por problemas institucionais dos sistemas financeiros domésticos, que teriam induzido a tomada de decisões incorretas por parte dos bancos e investidores internacionais, num contexto de deficiências na infra-estrutura institucional, as quais constituíram obstáculos ao ajuste do sistema após a revisão destas decisões. Contudo, a falta de transparência e a falhas institucionais não teriam sido as únicas responsáveis pelas crises. Dois problemas adicionais são enfatizados. Por um lado, reconhece-se que os bancos internacionais e os investidores institucionais foram negligentes na concessão de recursos para os mercados emergentes e no monitoramento dos riscos potenciais envolvidos. Por outro lado, afirma-se que parte dessa negligência foi decorrência do problema de *moral hazard*, associado à expectativa de que o FMI e os governos dos países centrais socorreriam os países em caso de crises de liquidez ou solvência (como de fato ocorreu nas crises mexicana, asiática e russa).

Várias das propostas resumidas acima já estão sendo implementadas. O FMI têm liderado os esforços voltados para a correção das assimetrias de informação e das falhas institucionais. Além do apoio ao desenvolvimento de padrões internacionais nas áreas de sua direta responsabilidade (disseminação de dados, transparência das políticas monetária, fiscal e financeira), mediante o aperfeiçoamento do SDDS, o

Fundo têm estimulado a adoção de códigos de *good practice* nas demais áreas, em conjunto com outras instituições: com o BIS, na área de supervisão bancária; com a OCDE, nas áreas fiscal e de governança corporativa; e, com a *International Accounting Standards Committee* (IASC) no que diz respeito aos procedimentos de auditoria e contabilidade (ADAMS *et al.*, 1998).

O Fundo também está envolvido na resolução do problema do risco moral, uma vez que este problema pretende ser solucionado mediante duas iniciativas que se auto-reforçam, na concepção dos proponentes das mudanças: a redefinição da linhas de atuação do FMI e o envolvimento do setor privado na resolução das crises. Esta redefinição ainda não foi concluída, mas algumas mudanças já foram implementadas. Nesse sentido, o Fundo aprovou, em abril de 1999, uma nova linha de crédito, a *Contingent Credit Lines (CCL)*, direcionada para países com situação macroeconômica saudável, mas que podem enfrentar futuros problemas de balanço de pagamentos em função do efeito-contágio. A concessão dos recursos desse linha também estará sujeita a outras condicionalidades. Para obtê-la, o país deve estar implementando políticas consideradas consistentes; seu desempenho econômico precisa ser considerado positivo na avaliação anual do FMI, que também apreciará os avanços na adoção dos padrões internacionais de boa conduta; o membro deve fazer parte do SDDS; o país deve ter relações construtivas com o credores privados e ter feito progressos no sentido de limitar sua vulnerabilidade externa mediante o manejo do seu endividamento externo e das reservas internacionais (IMF,1999c).

Quanto ao maior envolvimento do setor privado na prevenção e resolução das crises, o qual seria igualmente fundamental para limitar o risco moral, além de contribuir para o fortalecimento da disciplina de mercado, os avanços foram limitados. Dentre o conjunto de medidas sugeridas pelo WEO de 1999, somente a rolagem negociada da dívida externa, que ocorreu no caso da Coréia, têm sido adotada, na forma de reestruturação dos contratos de dívida sob livre negociação (UNCTAD,2001).

Já o problema do comportamento negligente dos bancos internacionais pretende ser resolvido a partir da reformulação das novas regras de adequação de Capital do acordo da Basileia de 1988. Estas regras permitiram e, inclusive, estimularam, a concessão excessiva de créditos de curto prazo aos países do sudeste asiático e à Rússia, ao atribuírem uma baixa ponderação de risco aos créditos interbancários internacionais (FREITAS & PRATES,2001a). Um dos objetivos da nova proposta para a adequação de capital mínimo divulgada em junho de 1999 pelo Comitê de Supervisão Bancária do BIS, *A new capital adequacy framework*, é exatamente aperfeiçoar o marco institucional de modo a evitar a excessiva tomada de risco por parte dos bancos internacionais (BASLE COMMITTEE,1999).

A nova proposta — que já passou por uma rodada de negociações, a qual resultou num novo documento divulgado em janeiro de 2001 — deve ter seu formato definitivo divulgado no início de 2002 e baseia-se em três pilares disciplinares, que se auto-reforçam: reformulação dos critérios de requerimento de capital mínimo; redefinição da supervisão da adequação de capital, e; fortalecimento da disciplina de mercado no monitoramento da adequação de capital, mediante maior transparência e comparabilidade das informações. No que se refere ao primeiro pilar, são propostos dois critérios alternativos²⁵ para fixação do montante de capital que os bancos precisam deter contra seus ativos: (1) a utilização dos *ratings* de crédito externo (*credit external ratings*) elaborados pelas agências privadas de classificação de risco; (2) a adoção de *ratings* internos (*internal ratings based approach*), elaborados pelos próprios bancos e sujeitos à aprovação das autoridades domésticas de supervisão (BASLE COMMITTEE,2001)²⁶. O Comitê prevê que, inicialmente, a maioria

²⁵ No acordo de 1988, ainda em vigor, cada ativo deve ser incluído em uma das cinco categorias de risco definidas pelo Comitê da Basileia, que depende do tipo do tomador (corporações privadas, bancos e soberanos) e do fato do país ser membro ou não da OCDE.

²⁶ Para uma análise detalhada da nova proposta de adequação de capital do Comitê da Basileia, um dos pilares da “reforma” da arquitetura financeira internacional, e seus efeitos prováveis sobre os fluxos de capitais para os países periféricos ver: FREITAS & PRATES (2001a) e GRIFFITH-JONES & SPRATT (2001).

dos bancos devem adotar os *ratings* externos, pois somente os grandes bancos internacionais terão condições de desenvolver e adotar sofisticados sistemas de avaliação dos riscos. Contudo, sua intenção é que estes sistemas sejam adotados progressivamente pela maioria dos bancos, e para isso incentivos explícitos e implícitos estão incluídos no novo acordo (GRIFFITH-JONES & SPRATT, 2001).

5. Considerações Finais: a reação conservadora e seus efeitos sobre os países periféricos

Tradicionalmente, a teoria econômica convencional interpretava os episódios de crises cambiais nos países periféricos como resultado de fragilidades nos fundamentos – econômicos e/ou institucionais. A noção, explícita ou implícita, de que os mercados são eficientes e os agentes econômicos perfeitamente racionais, fundamenta esta percepção. Contudo, a ampliação da instabilidade financeira a partir nos anos 1990 tem forçado a utilização, cada vez mais ampla, de argumentos e hipóteses que flexibilizam os supostos usuais dos modelos convencionais.

Os recentes avanços teóricos dos modelos de crises cambiais (ou gêmeas) têm permitido a incorporação de fatos estilizados que têm caracterizado a economia internacional no contexto atual de globalização financeira. Porém, é possível perceber um viés conservador nas proposições de política dos organismos multilaterais, reformuladas após as crises de 1997-98 (que têm se concretizado em iniciativas de “reforma” da arquitetura financeira internacional), as quais se apoiam, em grande medida, nas análises teóricas da “cheia do *mainstream*” na literatura sobre crises financeiras. É neste ponto que a tendência de convergência teórica transforma-se em divergência política. A “heterodoxia” associada aos novos modelos convencionais fica restrita, em grande medida, à análise teórica e empírica. Do ponto de vista normativo, tende-se a manter a defesa da livre mobilidade de capitais e da homogeneização institucional como forma de reduzir as incertezas políticas em um ambiente financeiro

liberalizado²⁷. Em outras palavras, os “recuos políticos” têm um objetivo claro: a manutenção da tendência de globalização financeira, que é vista como irreversível. Como ressalta o FMI, o fortalecimento da arquitetura financeira seria necessário para “*garantir que os benefícios potenciais da globalização atinjam todos os países membros do fundo*” (IMF,1999c:42). Nas palavras do Banco Mundial: “*A mobilidade internacional de capital está aqui para ficar (...) Os desafios que os policymakers defrontam, nos países em desenvolvimento, é de como navegar através deste mundo integrado financeiramente.*” (WORLD BANK,1999:85).

Por um lado, a ênfase no aumento da transparência em relação à situação macroeconômica e financeira dos países e a adoção de códigos de “boa prática” decorre da crença de que a redução das assimetrias de informações e das falhas institucionais minimizará o risco de tomada de decisões incorretas pelos agentes privados, tornando, assim, o mercado mais eficiente num contexto financeiro liberalizado. Ademais, nesse contexto, a “disciplina de mercado” tornar-se-á mais eficaz, na medida em que o setor privado passará a discriminar os países que não aderirem às novas práticas (BLANDEN,1999). No mesmo sentido, as novas regras de adequação de capital propostas pelo Comitê da Basileia constituem um instrumento adicional de reforço desta disciplina. Os novos critérios de requerimento de capital (*ratings* externos ou sistemas de controle de risco internos) transferem para as instituições privadas (agências de *ratings* e bancos internacionais, respectivamente) o poder de avaliar a capacidade de pagamento dos devedores. Ademais, o novo acordo defende explicitamente, no seu terceiro pilar, o fortalecimento do papel do mercado no monitoramento da adequação de capital, mediante maior transparência e comparabilidade das informações.

²⁷ É importante ressaltar que, apesar da simultaneidade das duas reações – teórica e política – e das relações existentes entre elas – como o embasamento teórico fornecido pelos novos modelos às novas proposições de política dos organismos multilaterais – a “reação política” está subordinada às relações de poder no sistema capitalista mundial, ou seja, aos interesses dos países centrais e, principalmente, da potência hegemônica, os EUA.

Por outro lado, mediante as novas condicionalidades dos pacotes de ajuda dos órgãos multilaterais, impõe-se aos países periféricos reformas institucionais que, em tese, seriam capazes de minimizar os riscos de crise pela supressão das assimetrias de informação. Nesse sentido, a nova linha de crédito do FMI, a “*Contingent Credit Line*”, apesar de constituir um instrumento de prevenção de crises, funciona como mais uma forma de pressão do FMI sobre estes países, já que a sua concessão não está livre de condicionalidades, como mencionado na seção anterior. Pelo contrário, os países periféricos devem se sujeitar, agora, a “lições de casa” muito mais amplas, que envolvem, além das políticas macroeconômicas, a regulamentação e supervisão dos sistemas financeiros, a adoção dos códigos de *good practice*, etc.

O reforço do papel da “disciplina de mercado” e dos mecanismos tradicionais de intervenção sobre os países periféricos (a partir da criação de linhas de crédito contingentes), e a imposição de princípios universais e homogêneos de regulação financeira sugerem o fortalecimento da tendência de institucionalização dos padrões de gestão da riqueza vigentes nos países centrais, especialmente nos EUA. Com isso, reduzem-se os graus de liberdade para a condução de estratégias alternativas de integração à economia internacional e de políticas anti-cíclicas²⁸. Esta é uma derivação normativa possível de análises que sugerem ser a presença de governos soberanos, especialmente nestes países, um fator central na determinação de crises financeiras, conforme destacado na seção III. Por isso mesmo, “blindagens institucionais” que visem reduzir o risco país dos “mercados emergentes” aparecem, de forma explícita ou não, nos argumentos e políticas que pretendem manter, mesmo com reformas marginais, o ambiente de liberalização plena das finanças internacionais.

O viés conservador das proposições de política e das iniciativas recentes de “reforma” arquitetura financeira internacional é destacado,

²⁸ Sobre os efeitos deletérios das iniciativas recentes de reforma da arquitetura financeira internacional sobre a soberania nacional dos países periféricos, ver: FREITAS & PRATES (2001b).

igualmente, pela UNCTAD, no *Trade and Development Report 2001*, que realiza uma análise detalhada destas iniciativas. Como ressalta este relatório, a criação de parâmetros globais de comportamento para os governos nacionais (especialmente nos países devedores) não é um substituto perfeito para a criação de instituições reguladoras globais com capacidade efetiva de intervenção sobre as forças de mercado. Com as reformas conservadoras em curso, estabelece-se o seguinte dilema: “O sistema financeiro internacional continua sendo organizado em torno dos princípios do *laissez-faire*, e os países em desenvolvimento são aconselhados a aderirem ao objetivo de uma conta de capital aberta e conversível, e a restaurar os controles sobre os fluxos de capitais somente enquanto uma medida excepcional e temporária. Tudo isso tem estendido o alcance global dos mercados financeiros, sem um fortalecimento correspondente das instituições globais.” (UNCTAD,2001:62).

Assim, ao nosso ver, as iniciativas recentes de “reforma” da arquitetura financeira internacional”, lideradas pelas instituições multilaterais representantes dos interesses da potência hegemônica, FMI e Banco Mundial, conjuntamente com o BIS, podem ser interpretadas como decisões políticas positivas, nos termos de STRANGE(1986). Enquanto nos anos 80 e 70, diversas decisões negativas e positivas dos governos dos países centrais (principalmente dos EUA) e dos organismos multilaterais (com destaque para o BIS e o FMI) foram fundamentais para o desenvolvimento e consolidação do ambiente de globalização financeira, nos anos 90 o espaço para as decisões negativas (ou não decisões) tornou-se muito mais restrito em função da instabilidade financeira crescente, ao mesmo tempo em que as decisões positivas são cada vez mais necessárias para evitar a eclosão de crises sistêmicas, que podem ameaçar o processo de globalização financeira.

Referências

AGLIETTA, M. 1995. *Macroéconomie financière*. Paris: Édition La Découverte, 1ª edição.

ADAMS, C. et al. 1998. *International capital markets: developments, prospects and key policies issues*. Washington, D.C: International Monetary Fund, vol. 1.

ALMEIDA, J. S. G. DE & FREITAS, M. C. P. de. 1998. A regulamentação do sistema financeiro. *Texto para discussão* nº 63, Instituto de Economia, Unicamp, Campinas.

AZIZ, J.; CARAMAZZA, F. & SALGADO, R. 2000. Currency Crises: in search of common elements. *IMF Working Paper*, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund.

BAER, M. 1995. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Economia e Sociedade*, nº.4, Campinas: IE-Unicamp, p. 79-126, junho.

BASLE COMMITTEE on Banking Supervision. 2001. *The New Basel Capital Accord: an explanatory note*. Basle: Bank for International Settlements, January.

_____. 1999. *A new capital adequacy framework* Basle: Bank for International Settlements, June.

BLANDEN, M. 1999. More transparency, please. *The Banker*, May, pp. 22-25

BELLUZZO, L. G. de M. & COUTINHO, L. 1996. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade* nº 7. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.

BIS. 1999. *69th Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements.

BURNSIDE, C., EICHENBAUM, M. & REBELO, S. 2000. On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks. *NBER Working Paper* 7554. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

CALVO, G. A. 1998). Balance of payments crises in emerging markets. *NBER Conference on Currency Crises*, Cambridge, Mass., february 6 and 7 (mimeo).

CALVO, G. A.. & MENDONZA, E. G. 1997. Rational herding behavior and the globalization of securities markets. *Discussion Paper* n. 120, Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis.

CANUTO, O. & LIMA, G. T. 1999. Bancos Centrais e integração financeira no Mercosul: o marco geral. *Relatório de Pesquisa CEPAL-IPEA*, fevereiro. (mimeo)

CHANG, R. & VELASCO, A. 1998 The Asian Liquidity Crisis, *NBER Working Papers* n. 6796. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. 1998. orgs. *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP.

CINTRA, M. A. M. 1997. As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995). *Tese de Doutorado*, Instituto de Economia, Unicamp, novembro de 1997.

CHESNAIS, F. 1996. Introduction générale. in CHESNAIS, F. coord. *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996.

CORSETTI, G, PESSETI, P. & ROUBINI, N. 1998. Paper Tigers? A preliminary assessment of the Asian Crisis. *NBER-Bank of Portugal Seminar on Macroeconomics* (ISOM), Lisboa, 14 e 15 de junho (mimeo).

CUNHA, A. M. 2001. Crises financeiras: O que há de errado? (mimeo)

_____. 1999. A Crise Asiática: para além das explicações convencionais. *Ensaio FEE*, v.20, n.2, p.159-187. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística.

CUNHA, A. M. & PRATES, D. 1999a. Instabilidade Financeira nos Anos 90: a reação conservadora. *Anais da II Jornada de Economia Política do Capitalismo Contemporâneo – XXVII Encontro Nacional de Economia ANPEC*. Belém (PA), 7 a 10 de dezembro.

_____. 1999b. A Instabilidade Financeira nos Anos 90: implicações para as economias capitalistas periféricas. *Revista Análise Econômica*, n. 32, ano 17, setembro. Porto Alegre: Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS.

DAVIS, E. P. 1995. *Debt, financial fragility and systemic risk*, Oxford University Press, New York (primeira edição de 1992).

DIAMOND, D. W. & DYBVIK, P. H. 1983. Bank runs, Deposit Insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, vol. 1983, n. 31, pp. 401-419.

DOOLEY, M. 1997. A model of crises in emerging markets, *NBER Working Paper 6300*, National Bureau of Economic Research, december.

FREITAS, M. C. P. 1997. Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international. Villetaneuse: Université de Paris XIII/U.F.R. de Sciences Economiques et Gestion. *Thèse de Doctorat en Sciences Economiques*).

FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. 2001a. As novas regras de supervisão bancária do Comitê da Basileia e seus efeitos sobre os países periféricos. *Revista Análise Econômica*, no prelo.

_____. 2001b. As iniciativas recentes de reestruturação do sistema financeiro internacional e a soberania nacional dos países periféricos. *Revista de Economia Política*, no prelo.

GRIFFITH-JONES, S. & SRATT, S. 2001. *Will the proposed new Basel Capital Accord have a net negative effect on developing countries?*, Institute of Development Studies (IDS), University of Sussex (mimeo).

GRIFFITH-JONES, S. 1996. La crisis del peso mexicano. *Revista de la Cepal*, nº 60, Santiago.

HELLEINER, E. 1994. *States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca and London: Cornell University Press.

IMF. 1999. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, may.

_____. 1999b. *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Economic Issues*. Washington DC: International Monetary Fund, september.

_____. 1999c. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, september.

_____. 1998a. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, may.

_____. 1998b. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, october.

_____. 1998c. *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Economic Issues*. Washington DC: International Monetary Fund, september.

_____. 1998d. *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assesment*, december. Washington DC: International Monetary Fund.

_____. 1994. *World Economic Outlook and International Capital Markets*, december. Washington DC: International Monetary Fund.

_____. 1993. *World Economic Outlook and International Capital Markets*, december. Washington DC: International Monetary Fund.

_____. 1992a. *World Economic Outlook and International Capital Markets*, may. Washington DC: International Monetary Fund.

_____. 1992b. *World Economic Outlook and International Capital Markets*, september. Washington DC: International Monetary Fund.

KAMINSKY, G. & REINHART. 1995. The Twin Crises: the causes of banking and balance of payments problems. *IMF Discussion Papers*, n. 544, march. Washington DC: International Monetary Fund

KAMINSKY, G., SCHMUKLER, S. L. 1999. *What Triggers Market Jitters?* Washington, DC: World Bank. (mimeo)

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

_____. 1998. What Happened to Asia? (<http://web.mit.edu/www/DISINTER.html>)

_____. 1979. A model of balance of payments crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, v.11, n.3, august, p.311-325.

MISHKIN, F. S. 1998. International capital movements, financial volatility and financial instability. *NBER Working Paper*, 6390. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

_____. 1996. Understanding financial crises: a developing country perspective. *NBER Working Paper*, 5600. Cambridge, Massachusetts: no National Bureau of Economic Research.

OBSTFELD, M. 1996. Models of currency crises with self-Fulfilling features. *European Economic Review*, n.40, p. 1037-1047.

OBSTFELD, M. 1994. The logic of currency crises, *Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France*, n. 34.

POSSAS, M. L. 1995. A cheia do 'mainstream': comentários sobre os rumos da Ciência Econômica, *Boletim do Instituto de Economia Industrial (IEI)*, Rio de Janeiro.

PRATES, D. M. 2001. As crises financeiras dos Países "emergentes" nos anos 90: uma análise crítica do pensamento convencional. *Projeto de Doutorado*. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP (mimeo).

RADALET, S. & SACHS, J. D. 1999. What have we learned, so far, from the asian financial crisis? (mimeo)

RADALET, S. & SACHS, J. D. 1998. The onset of the East Asian financial crisis, *NBER Working Paper* 6680. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

SCHNEIDER, M. & TORNELL, A. 2000. Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises. *NBER Working Paper* 8060, december. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

_____. 1999. Lending booms and asset price inflation. (mimeo).

SMALHOUT, J. 1998. Can the IMF play the supercop.?, *Euromoney*, London: Euromoney Institutional Investor PLC, pp. 90-93, September.

STRANGE, S. 1986. *Casino Capitalism*. Oxford: Basil Blackwell

UNCTAD. 2001. *Trade and Development Report*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

_____. 1999. *Trade and Development Report*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

_____. 1998. *Trade and Development Report, 1998*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

WORLD BANK. 1999. *World Development Report*. Washington, DC: World Bank.

_____.1998. *World Development Report*. Washington, DC: World Bank.

_____.1997. *World Development Report*. Washington, DC: World Bank.

Resumo

Este trabalho procura destacar que o aprofundamento da instabilidade financeira internacional, especialmente após a crise asiática, tem gerando dois tipos de reação: uma teórica, com a emergência de uma nova geração de modelos de crise cambial, e; outra política, associada às mudanças nas proposições de política econômica dos organismos multilaterais após 1997/98, que têm se concretizado em iniciativas de reforma da arquitetura financeira internacional. Argumenta-se que, apesar de alguns avanços, o recorte geral destas reações é marcado pelo reforço do conservadorismo.

Palavras-Chave: instabilidade financeira, globalização, modelos de crises cambiais, países periféricos, reforma da arquitetura financeira internacional.

Abstract

The purpose of this article is to show that the deepening of international financial instability, especially after the Asian crisis, is generating two types of reaction: one theoretical, with the emergency of a new generation of models of exchange crisis, and, another one political, associated with the changes in the proposals of politics of multilateral organisms after 1997/98, that have been materialise in initiatives of reform of the international financial architecture. One argues that, although some improvements have occurred, these reactions are characterised by the reinforcement of the conservatism.

Key words: *financial instability, globalisation, models of exchange crisis, reform of the international financial architecture, developing countries.*