

Universidade de São Paulo
Instituto de Relações Internacionais
Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais

Diferenças no desempenho econômico dos países durante e após a crise
financeira de 2008-2009 fortalecem Bretton Woods 2?

José Mauro Cardoso Delella

Dissertação apresentada ao
Instituto de Relações Internacionais
da Universidade de São Paulo
para obtenção do título de Mestre em Relações Internacionais
Número USP: 1.075.184
Orientadora: Profa. Dra. Maria Antonieta Del Tedesco Lins

São Paulo
2012

Diferenças no desempenho econômico dos países durante e após a crise
financeira de 2008-2009 fortalecem Bretton Woods 2?

José Mauro Cardoso Delella

Dissertação apresentada ao
Instituto de Relações Internacionais da
Universidade de S. Paulo para obtenção
do título de Mestre em Relações Internacionais.

Orientadora: Profa. Dra. Maria Antonieta Del Tedesco Lins
Data: 24/01/2012

Diferenças no desempenho econômico dos países durante e após a crise
financeira de 2008-2009 fortalecem Bretton Woods 2?

José Mauro Cardoso Delella

Dissertação aprovada em ___/___/___.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Maria Antonieta Del Tedesco Lins (Orientadora)
Instituto de Relações Internacionais – Universidade de São Paulo – USP

Prof. Dr. Frederico Araujo Turolla
Fundação Getulio Vargas – FGV
Escola Superior de Propaganda e Marketing – ESPM

Profa. Dra. Adriana Schor
Instituto de Relações Internacionais – Universidade de São Paulo – USP

CONCEITO FINAL: _____

Agradecimentos

Num momento como este, é difícil agradecer apenas a alguns sem cometer a injustiça de omitir outros que também foram importantes, ainda mais por este trabalho referir-se a um tema que acompanho há tantos anos – e, por consequência, tive a oportunidade de conversar a respeito com inúmeras pessoas.

É inevitável, porém, agradecer aos colegas da primeira turma de Mestrado e Doutorado do IRI, assim como a toda a equipe do Instituto, professores e funcionários. A convivência com todos vocês marcou um dos melhores períodos de minha vida.

À FEA, onde tudo começou – e, por uma feliz ironia do destino, onde as aulas do Mestrado eram ministradas.

À minha equipe no Banco Itaú – Asset Management, certamente as pessoas com quem mais debati nestes anos. Fernanda, Marília, Adriana, Danilo, Silvia, Gina e de forma especial o amigo Rafael Bisinha, que além de tudo fez sugestões valiosas para este trabalho. Agradeço também ao Banco Itaú, onde passei 11 excelentes anos, na figura de meus ex-chefes, Alfredo Setubal e Carlos Henrique Mussolini. O Itaú me ofereceu oportunidades inestimáveis de desenvolvimento profissional e pessoal e me proporcionou chances que devo realmente agradecer.

Ao Leandro, que me ajudou com dados e notícias.

Aos meus pais, que me passaram uma formação muito rigorosa, que certamente tornou (e torna) minha vida bem mais difícil. Mas da qual muito me orgulho e quero transmitir também a meu filho.

À minha orientadora, Profa. Dra. Maria Antonieta Del Tedesco Lins, pela inestimável ajuda e excepcional boa vontade durante todo o curso.

À Adriana, a melhor mulher do mundo, com quem já estou e sou feliz há tanto tempo que é quase impossível me lembrar de quem eu era antes. E ao José Rodrigo, que chegou no meio dessa trajetória e é a razão da minha vida e o que me estimula a pensar no que ainda virá.

Para o Sr. José Nicola Delella

Resumo

O sistema de Bretton Woods 2 propõe a existência, nos dias atuais, de uma dinâmica semelhante à vigente até 1971, na qual os EUA continuam como economia central e os países asiáticos passam a ocupar o papel de nova periferia, com estratégias de desenvolvimento baseadas na competitividade de seu setor exportador de modo a construir um estoque doméstico de capital capaz de competir nos mercados internacionais. O debate sobre esse sistema ganhou relevância durante a década de 2000, associado às discussões sobre os desequilíbrios globais, e se intensificou com a crise de 2008-09.

As previsões feitas pelos críticos do arranjo de Bretton Woods 2, que anteviam um movimento de fuga dos ativos denominados em dólar e a desvalorização da moeda norte-americana, não se confirmaram. Ao contrário, nos momentos de maior aversão a risco, a demanda por títulos do Tesouro dos EUA cresceu significativamente. O desempenho econômico dos países alinhados ao sistema também foi aparentemente melhor do que a média global durante a crise, com menor desaceleração e retomada mais rápida, sendo a China frequentemente destacada como exemplo de sucesso econômico no período.

Este estudo tem como proposta avaliar em que medida o desempenho econômico dos países alinhados ao sistema de Bretton Woods 2 realmente diferiu daquele dos não alinhados, durante e logo após a crise. Conjuntamente, o estudo investiga se o desempenho na crise teria servido como incentivo a outros países para um alinhamento ao modelo e conclui que, embora tenha havido ações pontuais nesse sentido, as políticas que caracterizariam uma adesão mais evidente ao sistema de Bretton Woods 2 são ações de difícil compatibilização em países democráticos, com contas de capital relativamente abertas e objetivos conflitantes de política econômica, particularmente em momentos de crise.

Palavras-chave: Bretton Woods 2, Câmbio, Reservas Internacionais, Sistema Financeiro Internacional, Crise Financeira, China.

Abstract

The Bretton Woods 2 system proposes the existence, at the current time, of a system similar to that which was in force up until 1971, whereby the US remains as the central economy and the Asian countries assume the role of a new periphery, with development strategies based on their export sectors so as to build a domestic stock of capital capable of competing on the international markets. The debate over this system assumed greater importance during the 2000s, in connection with the discussions regarding global imbalances, and intensified during the financial crisis.

The predictions made by the critics of the Bretton Woods 2 system, who had foreseen that there would be a flight out of dollar denominated assets and a devaluation of the US currency, failed to come about. To the contrary, there was a marked increase in the demand for US treasury bills at times of increased risk aversion. The economic performance of those countries which were linked to the system was apparently better than the global average observed during the crisis, with less deceleration being registered along with faster recovery, with China frequently being pointed to as an example of economic success during this period.

The aim of this study is to determine to what degree the economic performance of the countries aligned with the Bretton Woods 2 system really differed from that of countries which were not aligned, both during as well as shortly after the crisis. In addition the study examines whether the performance during the crisis encouraged other countries to align themselves with the model and concludes that, although there were specific actions in this sense, policies which would characterize a clearer compliance to the Bretton Woods 2 system would be hard to reconcile in democratic countries, with relatively open capital accounts and conflicting economic policy objectives, particularly in times of crisis.

Keywords: Bretton Woods 2, Currency, International Reserves, International Financial System, Financial Crisis, China.

Sumário

Lista de Tabelas	8
Lista de Gráficos	8
Introdução	9
1 China: o principal exemplo de sucesso	12
2 Situando o debate	17
2.1 O Sistema Financeiro / Monetário Internacional	17
2.2 O sistema de Bretton Woods 2	22
2.3 Bretton Woods 2 – Principais Críticas e a Defesa de seus Autores	26
3 Medindo a <i>willingness</i> em participar de Bretton Woods 2	32
3.1 Avaliação do desempenho econômico no pós Crise: Países BW2 vs Não BW2 35	
3.1.1 <i>Definindo a amostra relevante de países</i>	35
3.1.2 <i>Grupo BW 2 foi melhor, mas a China fez a diferença</i>	36
3.2 A economia central: déficits ainda elevados	38
3.3 Avaliação do comportamento dos países na gestão de reservas e câmbio	40
3.3.1 <i>Evolução da relação Reservas / PIB</i>	42
3.3.2 <i>A evolução do câmbio real</i>	44
3.3.3 <i>Avaliação da volatilidade diária anualizada da taxa de câmbio</i>	46
3.4 Agregação dos Resultados	52
4 Conclusão	54
5 Referências Bibliográficas	58

Lista de Tabelas

Tabela 1: Ranking dos países por PIB PPP - 2010.....	13
Tabela 2: Ranking dos Países por Reservas Internacionais - Setembro de 2011	14
Tabela 3: Crescimento Anual do PIB – %	37
Tabela 4: Reservas Internacionais % do PIB – Grupos de Países	43
Tabela 5: Reservas Internacionais % do PIB – Países	44
Tabela 6: Variação Real do Câmbio % - Grupos de Países.....	46
Tabela 7: Evolução do Câmbio Real pós-Crise % - Países	46
Tabela 8: Comparação das volatilidades – por período	51
Tabela 9: Resumo dos Indicadores – por País.....	53

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Crescimento do PIB - Trimestre vs Igual Trimestre do Ano Anterior	38
Gráfico 2: EUA – Resultado em Transações Correntes – Dados acumulados em 12 meses – US\$ Milhões.....	39
Gráfico 3: EUA – Poupança pessoal % PIB	40
Gráfico 4: Reservas Internacionais % do PIB.....	42
Gráfico 5: Fluxo de Capitais para Países Emergentes – US\$ Milhões	49
Gráfico 6: Índice de Volatilidade da Bolsa de Nova York - VIX	51
Gráfico 7: Fluxo Privado para Países Emergentes – US\$ Milhões	52

Introdução

A crise financeira internacional, inicialmente motivada pelo crescimento explosivo da inadimplência do setor imobiliário nos Estados Unidos, mas posteriormente disseminada para outros setores da própria economia norte-americana e para grande parte dos países de todo o mundo por via, principalmente, dos canais do crédito e do comércio exterior, representou um importante ponto de inflexão da economia mundial neste início de século XXI.

O período que antecedeu a crise havia sido caracterizado por um crescimento do PIB global em patamares consistentemente superiores à sua média histórica e com baixas taxas de inflação, num cenário particularmente benigno, definido por alguns autores relevantes como “A Grande Moderação”.¹

Ainda durante aquele período, porém, questões relativas aos chamados “desequilíbrios globais” já ocupavam lugar central no debate macroeconômico.

Nesse sentido, conquistou particular destaque a sustentação dos elevados déficits em conta corrente nos Estados Unidos e a crescente relevância assumida pelas economias asiáticas – notadamente a China – em temas como crescimento econômico, volume de comércio e acumulação de reservas internacionais.

No texto intitulado “*An Essay on the Revived Bretton Woods System*”, Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber (2003) propuseram uma abordagem segundo a qual a estrutura dinâmica que prevalecia na economia mundial neste início de século XXI era semelhante à vigente durante o sistema de Bretton Woods, caracterizada pela existência de uma economia central com mercados de bens e capitais essencialmente sem controle e países periféricos com estratégias de desenvolvimento baseadas em moedas nacionais desvalorizadas, controles de câmbio, acumulação de reservas e o uso da região central como prestador de

¹ Olivier Blanchard e John Simon referiram-se a esse quadro de menor volatilidade no texto “*The Long and Large Decline in US Output Volatility*” (2001), mas o termo veio a se popularizar por intitular um pronunciamento de Ben Bernanke (2004), “*The Great Moderation*”, realizado à Eastern Economic Association.

credibilidade para seus próprios sistemas financeiros. Neste novo arranjo, denominado Bretton Woods 2, os Estados Unidos continuam a ocupar o papel de economia central, enquanto os países asiáticos passam a representar essa nova periferia, que baseia sua estratégia de crescimento na competitividade de seu setor externo com vistas à construção de um estoque doméstico de capital capaz de competir nos mercados internacionais.

De forma geral, as críticas a essa abordagem nos anos seguintes confundiram-se com a avaliação de não sustentabilidade de um sistema que não se baseia na coordenação entre os países participantes, sendo consequência de decisões individuais baseadas na expectativa de ganhos de curto prazo, mas que cria como contrapartida riscos e desequilíbrios macroeconômicos tão profundos.

Com a emergência da crise, essa agenda de críticas se intensificou, mas os autores do ensaio original retornaram ao debate, enfatizando sua avaliação de continuidade da predominância do chamado sistema de Bretton Woods 2 e argumentando que o que era previsto pelos críticos não se materializou durante a crise. Além disso, propuseram que o melhor desempenho econômico apresentado pelos países alinhados ao sistema nos momentos mais agudos da crise tenderia a servir, nos períodos seguintes, como estímulo para que outros países adotassem ações que os tornariam também mais alinhados, fortalecendo ainda mais o sistema.

Trata-se de uma agenda que apresenta relevância geopolítica inegável, principalmente quando levamos em consideração que a principal referência dentro do sistema de Bretton Woods 2 é exatamente a China.

É nesse contexto que se insere a proposta deste estudo: avaliar se a proposição de que a crise internacional não deveria afetar a preferência dos países Bretton Woods 2 por se manterem alinhados ao sistema e, ao contrário, se o sucesso econômico desses países em meio à crise tenderia a atrair novos países para esse arranjo, estaria ou não sendo comprovada pela evidência empírica.

A dissertação inicia-se com um texto introdutório apresentando especificamente o caso chinês, entendido como o principal referencial de sucesso dentre os países do arranjo. Posteriormente, é feita uma discussão teórica sobre a evolução do sistema financeiro e monetário internacional desde Bretton Woods, assim como é analisado o debate que se seguiu à divulgação do texto original sobre Bretton Woods 2. Por fim, é feita uma análise comparada entre os períodos anterior e posterior à crise com o objetivo de verificar se a proposição dos autores se confirmou.

1 China: o principal exemplo de sucesso

Um modelo econômico que combina elevada taxa de poupança doméstica, próxima a 50% do Produto Interno Bruto na média dos últimos anos,² e grande disponibilidade de mão de obra a preços competitivos tem permitido à China manter por um longo período taxas de crescimento muito superiores à média mundial, reduzindo de forma acelerada a distância que separa o país asiático das principais economias globais.

Dados oficiais do *China National Bureau of Statistics* apontam para um crescimento médio anual de 9,7% do Produto Interno Bruto chinês nos últimos vinte anos. Ou seja, desde 1990 a economia chinesa cresceu, em termos reais, nada menos do que 537%, dado que pode ser confrontado à expansão ao redor de 95% de todo o PIB mundial e de 70% dos países que compõem a OECD em igual período.³

A relevância da China como ator econômico pode ser comprovada também pela posição do país no ranking dos maiores por PIB. Segundo o PBoC (Banco Central chinês), o Produto Interno Bruto do país teria, em julho de 2010, formalmente superado o do Japão, chegando à segunda posição, abaixo apenas dos Estados Unidos. É importante observar, porém, que quando calculado pelo critério de Paridade do Poder de Compra (PPC), que mitiga os efeitos da desvalorização cambial do Yuan, a China já ocuparia o segundo lugar do ranking há alguns anos, inclusive pelos critérios de cálculo do FMI (Tabela 1).

²Questões relativas à acumulação de poupança pela China são discutidas por Prasad *et al* (2011).

³Dados oficiais FMI e OECD.

Tabela 1: Ranking dos países por PIB PPP - 2010

	US\$ bilhões
1. Estados Unidos	14.587
2. China	10.170
3. Japão	4.301
4. Índia	4.195
5. Alemanha	3.044
6. Rússia	2.812
7. Grã-Bretanha	2.234
8. França	2.194
9. Brasil	2.185
10. Itália	1.909

Fonte: Banco Mundial Database - Dados FMI

Em termos de produto per capita, a distância da China em relação aos países mais desenvolvidos é, evidentemente, bem maior. Segundo o FMI, o PIB por habitante chinês teria sido, em 2010, apenas o 93º maior, de um total de 182 países acompanhados pela instituição, correspondendo a pouco menos de 16% do norte-americano. Mas a magnitude de seu produto total, bem como o tamanho de seu comércio externo (que na somatória entre exportações e importações chegou próximo a US\$ 3,0 trilhões em 2010⁴), assim como a própria velocidade do crescimento, apontam para uma economia com crescente influência.

Os últimos anos mostraram inúmeras evidências que confirmam o aumento da importância da China na economia mundial. Da expansão na demanda por matérias-primas básicas (que ajudou a impulsionar os preços das *commodities* a seus mais elevados patamares nas últimas décadas) aos enormes superávits comerciais e à folgada liderança entre os emergentes no recebimento de Investimentos Externos Diretos, posteriormente reciclados através da compra de títulos de dívida pública norte-americanos, que colocam a China, por larga margem, como o país detentor do maior volume de reservas internacionais em todo o mundo (Tabela 2).

⁴ Dados oficiais divulgados pelo *China National Bureau of Statistics*.

Tabela 2: Ranking dos Países por Reservas Internacionais - Setembro de 2011

	US\$ Bilhões
1. China	3.197
2. Japão	1.138
3. União Europeia	886
4. Rússia	517
5. Arábia Saudita	456
6. Taiwan	401
7. Brasil	350
8. Índia	312
9. Coreia do Sul	305
10. Suíça	289

Fonte: IFS - Fundo Monetário Internacional

A relação definida por muitos autores como “simbiótica” entre Estados Unidos e China – na qual os norte-americanos financiam o endividamento resultante dos déficits em transações correntes através da venda de ativos financeiros aos asiáticos, e principalmente aos chineses, interessados em alocar seu excesso de poupança em mercados financeiros mais desenvolvidos – caracterizou a dinâmica da economia mundial nestes primeiros anos do século XXI, num processo que acompanhou a forte expansão da economia chinesa, com vários registros de crescimento superior a 10% do seu Produto Interno Bruto, e o conseqüente aumento da importância daquele país no cenário global. Esse processo simbiótico sino-americano foi debatido por muitos economistas, tendo destaque justamente o texto de Dooley, Garber e Folkerts-Landau (2003), que o define como um processo de Bretton Woods Revivido e também o de Bernanke (2005), que explica a manutenção da curva de juros nos Estados Unidos em patamares inferiores aos que seriam usualmente esperados exatamente como conseqüência dessa migração de poupança de países que têm sistemas financeiros mais frágeis em busca de melhores condições no mercado americano (*savings glut*).

Parece inegável que a história econômica chinesa nestas últimas décadas tem sido mesmo um grande sucess. Um evento recente tornou esse sucesso ainda mais

evidente – com o potencial, inclusive, de impulsionar a influência chinesa, em termos políticos e econômicos, sobre outros países: a resposta muito bem-sucedida da China aos efeitos deletérios da crise financeira global, que possibilitou ao país manter, com pequena variação, seu ritmo de crescimento, em meio à primeira contração nominal do produto global durante as últimas décadas.

Números oficiais divulgados pelo Fundo Monetário Internacional mostram que a economia chinesa apresentou taxa de crescimento de 9,2% no ano de 2009, contra uma queda de 2,3% para o agregado da economia mundial. Se considerarmos que o próprio FMI estima que a participação do PIB chinês sobre o total mundial é, ajustado pela Paridade de Poder de Compra, de 13,6% (contra 19,8% dos EUA, dados relativos a 2010), iremos concluir que a China, isoladamente, ofereceu uma contribuição positiva direta de pouco mais de um ponto percentual para o PIB global, ajudando de maneira significativa a reduzir a contração total registrada naquele ano.

E o efeito positivo do dinamismo da economia chinesa sobre o PIB mundial não se restringiu ao seu impacto direto. Países exportadores de matérias-primas básicas ou que apresentassem maior integração com a China, como a maior parte dos asiáticos, Austrália, Nova Zelândia e mesmo o Brasil, tenderam a mostrar sinais de recuperação mais rápidos e intensos do que a média, configurando um impacto positivo adicional, este indireto, sobre o nível de atividade global.

Como observamos, o sucesso econômico chinês não pode ser considerado propriamente uma novidade recente. Mas ter conseguido um desempenho tão destacadamente positivo num momento em que as condições gerais – e, em particular, nos países desenvolvidos – eram tão desfavoráveis tem o potencial de aumentar de maneira mais acelerada a influência chinesa em termos comerciais, econômicos, financeiros e também políticos.

Esse sucesso econômico, que começa a alterar a posição da China e de seus vizinhos asiáticos também em termos geopolíticos, pode justificar a preferência do

país em manter-se inserido no arranjo informal de Bretton Woods 2, a despeito dos riscos incorridos com a manutenção de tão expressivos volumes de reservas denominadas em dólares norte-americanos.

Assim, para além do desempenho econômico recente da China, a permanência desse arranjo informal durante a crise, permitindo que um movimento esperado de fuga da moeda norte-americana não acontecesse e mesmo sustentando sua posição internacional, é o objeto de estudo desta dissertação. Mais do que exclusivamente o caso chinês, merece atenção o potencial incentivo representado por esse sucesso chinês a outros países emergentes participarem desse arranjo de maneira mais efetiva.

2 Situando o debate

O colapso do sistema cambial de Bretton Woods (BW), em 1971, provocou mudanças significativas na ordem monetária internacional, processo que teve continuidade durante as décadas seguintes. Episódios de desordem cambial foram frequentes no período e deram origem, em algumas situações, a tentativas de coordenação em busca de acordos estabilizadores. No entanto, a característica principal dos arranjos pós BW é seu surgimento espontâneo, fundamentalmente como resultado de decisões individuais – e não tratados coletivos.

2.1 O Sistema Financeiro / Monetário Internacional

Segundo Eichengreen (2000, p. 23), “o sistema monetário internacional é a cola que mantém ligadas as economias dos diferentes países. Seu papel é dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas do balanço de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais em caso de abalos desestruturadores”.

Embora a referência dos acordos de Bretton Woods (1944) faça com que, tradicionalmente, o sistema financeiro internacional seja usualmente entendido como um conjunto de acordos entre autoridades e especialistas; esta não é a regra, mas a exceção. Frequentemente, esses arranjos surgiram espontaneamente, como resultados de decisões individuais de países condicionados pelas decisões anteriores de seus vizinhos e, ainda mais frequentemente, por herança histórica.

Ocorrido numa situação histórica peculiar – o final da Segunda Grande Guerra Mundial (II GM) – e inserido dentro de uma ampla reforma das instituições de governança global que marcou aquele período, o Sistema de Bretton Woods foi concebido em contraposição à situação vigente entre a primeira e a segunda guerras, na qual a ausência de regras relativas ao câmbio e ao comércio internacional, que decorreu do colapso do padrão-ouro, levou a um cenário de flutuações abruptas,

desvalorizações competitivas e políticas protecionistas, que consolidaram um sistema monetário instável e não-cooperativo e reduziram o comércio mundial em aproximadamente 70% em apenas 4 anos (entre 1929 e 1933).

Segundo Frieden (2006, p. 301), o espírito dos acordos de Bretton Woods era “integração econômica aliada à preocupação dos governos com suas bases eleitorais, mercados aliados a reformas sociais, e liderança norte-americana unida à cooperação ocidental”, explicitado nos *Articles of Agreement*, cujo objetivo precípua era a criação de uma estrutura que evitasse a repetição dos erros passados, notadamente os decorrentes de um regime cambial de flexibilidade irrestrita.

Cohen (2002) descreve as negociações que envolveram a conferência de Bretton Woods como centralizadas entre duas correntes de opinião – uma delas liderada pelo representante do Tesouro norte-americano, Harry Dexter White, e outra pelo representante britânico John Maynard Keynes. Segundo Cohen, embora todo o destaque à época tenha sido dado aos pontos de divergência entre as propostas – e a “vitória” do projeto de White, que confirmava a supremacia norte-americana no período, – a observação retrospectiva mostra que, nos pontos centrais, as propostas apresentavam muito mais similaridades do que diferenças.

Dentre os principais pontos de convergência, Cohen (2002) destaca a preferência por um modelo cambial intermediário entre o regime de fixação e a flexibilização total, a necessidade de criação de mecanismos que garantissem um suprimento adequado de reservas internacionais aos países signatários (no caso, a partir do estabelecimento de referências do valor do ouro em relação ao dólar, refletindo a preferência do negociador norte-americano), o compromisso em se evitar práticas restritivas em âmbito comercial e cambial e, por fim, a necessidade de criação de um fórum para cooperação internacional em temas monetários. Nota-se, portanto, a predominância de medidas que visavam a estimular a cooperação em temas cambiais e monetários.

Eichengreen (2000, p. 131), no entanto, aborda a questão por uma perspectiva diferente e afirma que havia uma divergência de fundo que era crucial: enquanto os norte-americanos buscavam prioritariamente um modelo que garantisse estabilidade monetária, a preferência britânica seria por um modelo que preservasse graus de liberdade na gestão de política monetária, sendo o sistema resultante – em que o ouro era a âncora definitiva do sistema, mas era facultado aos países manter suas moedas atreladas ao dólar – uma consequência da arbitragem entre essas diferentes preferências.

Soihet (2004, p. 4) defende que o sistema cambial de Bretton Woods se baseava na fixação de taxas de câmbio em relação ao dólar e de um preço fixo do ouro – US\$ 35 por onça-troy – fixado em termos da moeda norte-americana. Portanto, ainda que o objetivo fosse um modelo intermediário, a realidade é que o dólar foi ligado diretamente ao ouro e qualquer moeda de outro país que fosse associada ao dólar, indiretamente estaria associada ao ouro.

O período compreendido entre 1945, quando passam a vigor as instituições criadas em Bretton Woods e seu modelo cambial foi adotado, e 1971, quando foi abandonado, foi marcado por um alto grau de estabilidade econômica e taxas de crescimento mundial superiores a suas médias históricas. Convém lembrar, a propósito, que essa estabilidade deveu-se em parte ao fato de que os fluxos financeiros eram relativamente pequenos no período, especialmente na primeira fase de vigência de BW, em que Europa e Japão se encontravam em processo de recuperação pós-guerra e sua participação nos mercados era marginal.

Frieden (2008, p. 305) destaca que nos períodos que se seguiram a Bretton Woods, as economias do Ocidente industrial foram reconstruídas por meio de alianças entre nações, classes, partidos e grupos. Governos equilibravam integração internacional com autonomia nacional, competição global com eleições internas, livre mercado com democracia. O meio termo reinava nas esferas doméstica e

internacional. Os Estados Unidos removeram quase todas as suas barreiras comerciais, mas aceitavam a proteção europeia e a japonesa. Os europeus negociaram uma união econômica e política que respeitava as diferenças nacionais. Governos derrubavam barreiras ao comércio e aos investimentos internacionais, mas protegiam as empresas mais fracas. Trabalho e capital cooperavam para manter lucros e salários altos, trocando direitos dos trabalhadores por paz nos locais de trabalho. Socialistas e conservadores, democratas-cristãos e liberais seculares trabalhavam juntos para a construção do Estado moderno de bem-estar social.

Triffin (1965, p. 14) já argumentava, porém, que o arcabouço original de Bretton Woods era intrinsecamente frágil, pois, por um lado, a economia mundial não poderia ser permanentemente dependente dos déficits externos norte-americanos, que serviam como fonte de origem da moeda de reserva de valor internacional, e, em contrapartida, uma situação de oferta excessiva de dólares poderia comprometer a confiança na capacidade dos Estados Unidos honrarem seus compromissos, o que precipitaria um colapso do dólar. Além disso, Triffin (1965) também afirmava que os Estados Unidos poderiam prover reservas para uma economia global crescente apenas se os governos e bancos centrais europeus estivessem dispostos a abandonar às autoridades políticas, monetárias e bancárias norte-americanas sua soberania sobre a gestão e o uso de suas reservas. Nesse sentido, os países deveriam estar dispostos a “subscrever cegamente” os déficits futuros gerados pelos Estados Unidos, independentemente de sua magnitude e de suas motivações.

Eichengreen (2000, p. 142), por sua vez, afirma que a impossibilidade de os governos realizarem ajustes preventivos em seus balanços de pagamentos intensificou os conflitos entre os países, demonstrando a enorme dificuldade para se operar um sistema de câmbio fixo em face de capitais de extrema mobilidade.

Em 1971, na sequência de eventos de crises cambiais em outros países e da expansão significativa dos déficits em Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos, o

Presidente Nixon anunciou a suspensão “temporária” da conversibilidade dos dólares em ouro - numa decisão que é considerada o marco do colapso do Sistema cambial de Bretton Woods.

Yoon (2005, p. 182) mostra que os regimes de câmbio flutuante foram a escolha preferida pelos países após a ruptura do Sistema de Bretton Woods. De fato, foi a chamada *dirty floating* (ou flutuação suja, em que há flexibilidade na formação das taxas de câmbio pelo mercado, mas com intervenções por parte de governos e/ou bancos centrais) que predominou, numa escolha que visava reduzir a incerteza provocada por oscilações excessivas das taxas de câmbio. Convém lembrar, os países estavam saindo de um período longo de predomínio do câmbio fixo e, portanto, algum *fear of floating* poderia ser considerado justificável.⁵

É possível inferir, portanto, que o período de maior estabilidade e crescimento durante a vigência de Bretton Woods se deu enquanto era maior a distância entre as economias em reconstrução (Europa e Japão, notadamente, e os Estados Unidos) e também quando a mobilidade de capitais era relativamente pequena, o que contribuía para mitigar as pressões decorrentes de maior grau de volatilidade nos mercados cambiais. Portanto, no período inicial, a “periferia” do sistema era ocupada pela Europa e Japão, para quem a acumulação de reservas em dólares e a defesa da moeda norte-americana configuravam uma estratégia natural – já que os recursos vinham dos Estados Unidos e esses países ainda não haviam recuperado um espaço mais importante nas trocas internacionais – e vantajosa durante sua reconstrução econômica.

⁵ O termo *fear of floating* foi originalmente criado por Calvo (2000) e se refere à tendência de vários países que formalmente adotam regimes de câmbio flutuante de frequentemente intervir, de forma a evitar efeitos macroeconômicos indesejados derivados de excessiva variação cambial.

2.2 O sistema de Bretton Woods 2

Dooley *et al* (2003, p. 3) defenderam que a estrutura dinâmica simples, que prevalecia na arquitetura econômica mundial após 1945, de fato resistiu ao colapso do sistema em 1971 e, “revivida”, continua a vigorar até os dias atuais.

Segundo essa abordagem, na fase inicial do sistema de Bretton Woods, os Estados Unidos ocupavam o papel de região central, com mercados de bens e de capitais essencialmente sem controle e os países periféricos (no caso, basicamente Europa e Japão em recuperação pós II Guerra Mundial) adotavam estratégias de desenvolvimento baseadas em moedas nacionais desvalorizadas, controles de comércio e capital, acumulação de reservas internacionais e o uso da região central como um prestador de credibilidade para seus próprios sistemas financeiros.

À medida que o capital dessas zonas foi sendo gradualmente reconstruído e suas instituições restauradas, aquela periferia foi migrando em direção ao centro, principalmente através do progressivo relaxamento dos mecanismos de controle vigentes.

Em resposta ao argumento de Triffin, Dooley *et al* (2003, p. 3-4) afirmam que os países periféricos acumulam ativos denominados em dólar, mas não por uma estratégia de “subscrição cega” dos déficits futuros, e sim porque tal decisão está inserida numa estratégia de desenvolvimento que tem sido muito bem-sucedida durante as últimas décadas, notadamente entre os países asiáticos, que subordina o objetivo de maximizar o valor de seus ativos de reservas à escolha preferencial de construir um estoque doméstico de capital capaz de competir nos mercados internacionais. Por essa abordagem, os benefícios decorrentes de taxas de câmbio estáveis e previsíveis superam os custos e riscos incorridos com o excesso de acumulação de reservas.

Segundo o argumento central de Dooley *et al* (2003, p. 4), o colapso do regime cambial no início dos anos 70 se deu como consequência da migração da Europa para

o centro *sem que houvesse, naquele momento, uma periferia relevante*, pois nem os países comunistas e nem os demais países subdesenvolvidos dispunham de condições para ocupar aquele espaço.

Com a derrocada do sistema comunista no final dos anos 80, e a consequente abertura de novas economias ao comércio e aos mercados financeiros internacionais, incentivada pelos princípios concernentes ao “Consenso de Washington”, uma “nova periferia” encontraria condições para emergir e os princípios do sistema original de Bretton Woods poderiam ser restaurados.

Países que devem (re)construir seus sistemas financeiros e se inserir no sistema monetário internacional têm incentivos para fazê-lo através de uma estratégia que afeta não apenas seu próprio modelo de desenvolvimento, mas também o dos países centrais, com implicações sobre o sistema como um todo.

Nesse cenário, destacam-se os países asiáticos, cujo modelo é o que mais se aproxima da estratégia do pós-guerra adotada por Europa e Japão, mantendo desvalorizadas suas taxas de câmbio nacionais, adotando políticas de intervenção no mercado cambial, impondo controles, acumulando reservas e fortalecendo seu setor exportador que passa a competir diretamente nos mercados centrais.⁶ Cabe ressaltar que, embora este modelo tenha sido adotado por vários países asiáticos durante as últimas décadas, o principal destaque (em termos de crescimento de comércio, acumulação de reservas e compra de ativos norte-americanos) tem sido notadamente a China, país que apresentava, até o final dos anos 90, uma regulamentação financeira ainda muito estrita, um sistema bancário pouco desenvolvido e uma elevada capacidade de geração de superávits comerciais.

Dooley *et al* (2004, p. 3) retomam o tema da subordinação na tentativa de maximizar o valor dos ativos à estratégia de construir um estoque doméstico de capital

⁶Os autores reconhecem que os países da periferia europeia teriam incentivos a formar parte de suas reservas em Euros (e não em dólares) em razão da crescente integração comercial dentro da própria região. Nesse sentido, há uma dinâmica diferente da que predomina sobre os asiáticos.

– também entendido como um componente do total de ativos de um país - quando discutem as implicações dessa estratégia sobre os mercados internacionais de juros e câmbio. Como não é o melhor balanço de risco e retorno o que determina a alocação em ativos norte-americanos por parte dos asiáticos, estes (notadamente entidades governamentais, Fundos Soberanos e Bancos Centrais) acabam por gerar uma demanda cativa, mesmo que a preços excessivamente valorizados, que pressiona para baixo a curva de juros nos Estados Unidos e dá suporte à expansão da oferta de crédito naquele país, fortalecendo o processo *simbiótico* que caracteriza a dinâmica de Bretton Woods 2. Esse processo de “reciclagem” dos superávits em transações correntes asiáticas, através da compra de ativos norte-americanos, é o que sustenta a manutenção de suas moedas em patamares desvalorizados, garantindo a sobrevivência de sua estratégia de desenvolvimento industrial doméstico e consequente acumulação de capital.

Bernanke (2005) usa um argumento semelhante quando propõe que as principais causas do elevado déficit do balanço de pagamentos norte-americano são encontradas fora de suas fronteiras.

Para dar fundamento a seu argumento, Bernanke propõe a análise dos resultados externos dos EUA a partir de duas diferentes perspectivas, a primeira delas relacionada estritamente aos fluxos de comércio e a segunda, mais ampla, que relaciona poupança, investimento e os fluxos financeiros internacionais. Por esta abordagem, a explicação frequente de que o déficit norte-americano é motivado por uma situação de declínio do nível de poupança naquele país é relativizada. Bernanke propõe que, em um mundo crescentemente mais integrado, a tendência é que os atores econômicos residentes em países que apresentem níveis mais elevados de poupança em relação ao PIB – como é o caso dos asiáticos – tenderão a procurar locais que disponham de sistemas financeiros mais “confiáveis” para alocar seus investimentos, migrando justamente para os países centrais e notadamente para os Estados Unidos, que são o emissor da moeda de reserva global de valor. É importante

observar que essa demanda por ativos norte-americanos apresentou importante crescimento após os anos finais do século XX, acompanhando a tendência de maior acumulação de reservas por parte dos países em desenvolvimento – processo que sucedeu as frequentes crises cambiais ocorridas naqueles países nas décadas anteriores.

Criar-se-ia, portanto, uma situação em que potenciais déficits em transações correntes norte-americanos encontram fontes de financiamento *a priori*, o que altera a agenda de restrições de endividamento para os Estados Unidos.

Bernanke, cabe observar, não critica ou reforça a visão dos autores de Bretton Woods 2, mas apenas parte de uma abordagem que apresenta semelhanças com aquela para discutir temas relacionados, no caso, à baixa taxa longa de juros nos Estados Unidos, também associando-a à demanda cativa por títulos denominados em dólar da parte de países Bretton Woods 2.

No período posterior a 2004 e até a crise financeira de 2008⁷, não foram apenas as taxas longas que estiveram abaixo de seus patamares históricos nos Estados Unidos, mas também a taxa básica dos Fed Funds, definida pelo Federal Reserve. Neste caso, como a autoridade monetária norte-americana se baseia numa meta dual, de emprego e núcleo de inflação, e os indicadores de preços permaneceram em patamares compatíveis com sua meta (a despeito das pressões altistas em alimentação e energia, itens excluídos do cálculo do *core inflation*), o Federal Reserve dispôs de bom grau de liberdade para também trabalhar com juros de referência mais baixos do que os padrões históricos.⁸

⁷ Considera-se aqui apenas o período pré-2008, pois se assume que a crise, por sua intensidade, tenha deslocado as taxas de juros para patamares “não-normais”, prejudicando uma análise comparativa frente aos padrões históricos.

⁸Kamin *et al* (2004), em estudo produzido para o Federal Reserve, encontrou poucas evidências de que a inflação baixa nos EUA tenha sido provocada por um processo de “exportação de deflação” por parte da China.

2.3 Bretton Woods 2 – Principais Críticas e a Defesa de seus Autores

A dinâmica predominante no sistema de Bretton Woods 2 – crescimento dos déficits externos nos Estados Unidos com acumulação de reservas em volumes sem qualquer precedente histórico por parte de economias emergentes – gera efeitos colaterais que suscitaram uma ampla agenda de críticas, intensificadas ainda com a emergência da crise financeira de 2008-2009.

As principais correntes críticas à abordagem de Dooley *et al* não se encontram, no entanto, em relação à estrutura de sua argumentação, mas sim às perspectivas de sustentação desse modelo num cenário global de intensificação dos desequilíbrios macroeconômicos. No *paper* original, os autores afirmavam acreditar que o modelo de Bretton Woods 2 poderia perdurar “por toda uma geração”, ou até que a China tivesse concluído por completo a transição de sua população agrária em direção às cidades, atingindo patamares de urbanização compatíveis com o resto do mundo.

Roubini *et al* (2005, p. 3) afirmavam que o modelo “difícilmente sobreviveria a mais dois anos” e baseavam sua argumentação numa suposta instabilidade do padrão yuan-dólar decorrente de uma tendência à redução da *willingness* dos chineses continuarem a expandir suas compras de dólar num cenário em que os déficits norte-americanos tenderiam a continuar a se expandir.

Segundo eles, essa menor *willingness* tenderia a ser motivada por uma extensa agenda de riscos: 1. A percepção de que algum ajuste no déficit externo americano tenderia a ser inevitável e seu custo seria compartilhado com os detentores de títulos; 2. O potencial conflito político decorrente de um modelo que estimula o consumo, mas desestimula o investimento nos EUA – acentuando a crítica interna e tornando mais “caro” o custo do ajustamento, quando houver; 3. O risco desse ajuste sobre o sistema financeiro asiático, que carrega ativos “esterilizados” pelos bancos centrais – que são, em essência, os grandes compradores “reais” de títulos norte-americanos; 4. A maior pressão por parte da União Europeia por um ajuste cambial

nos países asiáticos; 5. A “extrema fragilidade” do arranjo institucional de Bretton Woods 2, já que nenhum de seus principais atores (EUA e China) está *formalmente* comprometido com a sua sustentabilidade.

Pelo argumento de Roubini *et al* (2005, p. 5), portanto, a avaliação de que o ajuste do déficit externo norte-americano necessariamente exigiria uma desvalorização pronunciada do dólar e que os seus financiadores (notadamente bancos centrais e agências governamentais) tenderiam, por consequência, a arcar com uma parcela significativa desse ajustamento – intensificando o custo relativo da política de acumulação de reservas – deveria levar a uma redução nessa *willingness* dos países carregarem títulos de dívida dos Estados Unidos, inviabilizando a continuidade do arranjo de Bretton Woods 2. Ainda segundo o argumento de Roubini *et al.*, o fato de que parcelas crescentes das compras de títulos americanos por estrangeiros são feitas por bancos centrais e agências governamentais seria um indicativo de que o setor privado já estaria menos confortável com esse arranjo, sendo natural a tendência desse desconforto passar também para os agentes públicos.

Para os autores, portanto, a questão relevante não diz respeito à sustentabilidade ou não do modelo (assume BW 2 como insustentável), mas sim a como se dará sua ruptura – se de forma gradual e ordeira ou de maneira abrupta, provocando uma crise de grandes proporções.

Roubini (2008), em texto produzido num dos momentos iniciais da crise financeira global, quando a forte valorização dos preços de *commodities* no mercado internacional suscitava questionamento sobre eventual *decoupling* (ou descolamento) entre os desempenhos das economias emergentes e desenvolvidas naquele momento, argumentou que o processo de elevação da inflação de matérias-primas, ativos e bens (notadamente nos países em desenvolvimento) poderia levar à ruptura de Bretton Woods 2, do mesmo modo que ocorrera no início dos anos 70.

Naquele momento, Roubini defendia que o fator determinante que poderia alterar a escala de preferências dos países financiadores do endividamento americano

seria a elevação da inflação. Neste caso, o balanço entre custos e benefícios pioraria e a necessidade de adoção de medidas restritivas – entre elas, principalmente, a permissão de valorização de suas moedas nacionais, como instrumento de mitigação de pressões inflacionárias – atuaria de forma a inviabilizar a continuidade do regime.

Eichengreen (2004, p. 3), por sua vez, parte do texto original de Dooley *et al.* (2003) como referência – e de sua assunção de que o modelo pode ser mantido indefinidamente (ou por pelo menos duas décadas, que é o período estimado por ele para a completa urbanização chinesa) – para discutir semelhanças e diferenças entre o arranjo original de Bretton Woods e o atual, de BW 2. Para ele, o ponto crítico diz respeito ao fato de que a “nova periferia” formada pelos países asiáticos não pode – assim como a Europa, na década de 60, também não podia – ser entendida como um grupo homogêneo e de interesses necessariamente convergentes. Nesse sentido, questões de interesse individual tendem a se sobrepor ao coletivo.

Diferentemente de Roubini, Eichengreen (2004, p. 23-25), embora considerando inevitável uma mudança no comportamento dos atores que leve a uma redução dos desequilíbrios, não defende como provável um cenário de ruptura. Sua hipótese é de que ocorra uma gradual mudança nas preferências dos atores (no caso, principalmente os bancos centrais dos países asiáticos) em direção a modelos menos intensos na acumulação de reservas e no câmbio desvalorizado, à medida que fique claro que essa opção tenha entrado numa evidente tendência de retornos decrescentes. Mudanças nas preferências dos atores ou um novo balanço na dinâmica de consumo (doméstico vs. externo) podem ser destacados como fatores que potencialmente reduzam esses retornos relativos.

Uma frequente agenda de críticas contra o arranjo de Bretton Woods 2 – mesmo que indireta – diz respeito à associação de seus pressupostos com a origem dos *desequilíbrios globais* que culminaram com a crise financeira global de 2008-2009.

Em resposta a essas críticas, Dooley *et al.* (2009), ainda em momento agudo da crise financeira internacional – poucos meses após a liquidação do Banco de

Investimento Lehman Brothers – divulgaram novo *paper*, argumentando que os fatores que motivaram a crise não estavam necessariamente relacionados aos desequilíbrios globais e propondo que, contrariamente ao que imaginariam os críticos, o sistema permanecia vivo e tenderia ainda a se fortalecer.

Para Dooley *et al* (2009, p. 5-6), o fator determinante para a ocorrência da crise não foi a manutenção, por um longo período de tempo, de uma taxa real de juros muito baixa, que acabou, na busca por retornos compatíveis com os registrados no passado, por estimular a assunção de riscos exagerados por parte dos agentes econômicos. Para eles, a questão crítica foi a incapacidade das autoridades reconhecerem e se prepararem para essa realidade através de medidas prudenciais que evitassem, estas sim, os excessos no mercado de crédito.

Caballero (2009, p. 12-14) propõe uma abordagem diferente à questão e argumenta que a crise financeira internacional de 2008-2009 teria sido motivada pela incapacidade do sistema financeiro para criar ativos financeiros seguros, que fizessem frente à crescente demanda, principalmente por parte de Bancos Centrais e agências governamentais. O desenvolvimento de derivativos complexos que securitizavam e, por consequência, (aparentemente) mitigavam os riscos associados aos ativos imobiliários fracassou por completo, mas a demanda por instrumentos financeiros seguros não diminuiu – ao contrário, aumentou –, o que explica o porquê da corrida “a favor” do dólar, ainda a moeda de reserva de valor global, nos momentos agudos da crise.

Dooley *et al* (2009, p. 4) argumentam que a sobrevivência em bom estado do sistema de Bretton Woods 2 poderia ser comprovada pelo fato de que, no geral, as principais previsões feitas pelos seus críticos não se confirmaram, mesmo durante a crise. Em alguns casos, inclusive, o que se viu foi uma tendência rigorosamente oposta.

Embora o epicentro da crise tenham sido problemas no setor imobiliário e, posteriormente, no setor financeiro da economia central, as taxas longas de juros nos

Estados Unidos caíram (e não subiram) mesmo nos mais agudos momentos da crise, demonstrando que o processo de *flight to quality*⁹ ainda se constitui num movimento de compra de ativos do Tesouro norte-americano – entendidos, portanto, como o ativo global livre de risco. Cabe observar, esse movimento de busca por ativos do *US Treasury* ocorreu simultaneamente a um movimento muito agressivo de aversão global ao risco de crédito. Não houve evidências de “corrida” contra o dólar. Ao contrário, a tendência da moeda norte-americana foi de valorização durante a crise. E mesmo o balanço de pagamentos norte-americano, embora mostrando déficits menores (tendência que acompanhou uma redução substantiva do comércio global ao redor do mundo), continuou registrando resultados negativos expressivos durante o período.

Por fim, na argumentação de Dooley *et al.*, a crise tenderia a tornar o sistema mais forte, à medida que o melhor desempenho relativo de países que dispunham de maiores volumes de reservas internacionais tenderia a estimular decisões semelhantes por parte de outros.

Eichengreen (2011) discute a tendência secular a uma fragilização do dólar como moeda de reserva de valor global em consequência do enfraquecimento relativo da economia norte-americana e da restrição política à implementação de uma agenda de reformas que o reverta, mas destaca também as dificuldades enfrentadas pelos governos (e mercados) de outros países para obter condições de substituir os Estados Unidos nessa condição de “privilégio exorbitante” que significa emitir a moeda de reserva de valor global, mas que traz consigo “responsabilidades também exorbitantes” de impedir o sistema financeiro e monetário internacional de declinar em direção ao caos – responsabilidade esta que, segundo ele, se mantém em mãos dos norte-americanos.

O texto de Eichengreen (2011) foi produzido ainda no início do ano, em janeiro, e é anterior à decisão da agência internacional de classificação de risco, Standard and

⁹ O termo *flight to quality* é frequentemente utilizado em inglês e se refere à procura de ativos de menor risco em situações de crise por parte de agentes do mercado.

Poor's (S&P) de rebaixar o *rating* da dívida norte-americana do grau máximo, AAA, para um nível abaixo, AA+. Tal decisão, associada ao compromisso assumido pelo Federal Reserve de manutenção da política monetária expansionista por um período longo e ao aumento significativo da relação dívida / PIB dos EUA pós-crise, intensificou o debate sobre o risco, no longo prazo, associado à manutenção de grandes montantes de títulos do Tesouro norte-americano, fortalecendo o ponto destacado por Eichengreen (2011)¹⁰.

Cohen (2008, p. 3-7) discute um sistema monetário internacional cuja dinâmica de poder e governança encontra-se em transformação, a partir de uma distribuição mais ampla, não apenas entre Estados, mas também entre atores privados. Um maior número de agentes com poder e, por consequência, menos atores com capacidade para determinar eventos e mudanças. Um cenário, portanto, de lideranças dispersas – onde a coordenação se torna mais difícil. E o ordenamento do sistema financeiro internacional tende a ocorrer como consequência de ações individuais de países condicionados pelas decisões anteriores de seus vizinhos ou por heranças históricas e não por acordos entre autoridades e especialistas.

¹⁰ Neste ponto, cabe observar, a decisão da S&P provocou forte turbulência de curto prazo nos mercados, mas a procura por títulos norte-americanos foi rapidamente restabelecida, em meio ao agravamento da crise europeia e ao aumento da aversão global a risco, como comprova a tendência de valorização do dólar e queda da taxa de juros das *Treasuries* de 10 anos nos meses seguintes. Detalhes sobre os motivos que levaram à decisão da S&P encontram-se disponíveis em <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563>.

3 Medindo a *willingness* em participar de Bretton Woods 2

A deflagração da crise financeira internacional em 2008 representou um importante ponto de inflexão da economia global neste início de século XXI. .

No ano de 2009, o PIB mundial interrompeu um período de contínua expansão significativamente superior à sua média histórica e com inflação controlada para registrar, pela primeira vez em várias décadas, uma taxa negativa de crescimento.

Em meio a um desempenho agregado negativo e a um sentimento de uma crise definida por muitos autores como “a mais profunda desde a grande depressão”,¹¹ alguns países, no entanto, destacaram-se positivamente. Não apenas por terem sofrido um impacto menos agressivo, mas também por conseguirem iniciar trajetória de recuperação mais rapidamente, sofrendo de maneira menos intensa os efeitos deletérios da crise sobre consumo doméstico, investimento e emprego.

Dentre esses resultados positivos, destaque para a Índia, uma economia muito fechada, que apresentou crescimento de 6,8% em 2009 e principalmente para a China, cuja taxa de expansão chegou a 9,2% naquele ano e mesmo no seu pior momento, o final do primeiro trimestre de 2009, quando incorporava os efeitos da forte desaceleração global (notadamente no crédito e no comércio exterior), ainda acumulou expansão de 6,2% em relação a igual período do ano anterior. Resultados que, a propósito, permitiram à China ser frequentemente destacada como uma “vencedora” no pós-crise.

Vários analistas, economistas e mesmo líderes políticos realizaram pronunciamentos em que reconheceram esse bom desempenho chinês, associando-o inclusive ao crescimento da relevância do país na arena política internacional.

Yen Xuentong, diretor do Instituto de Estudos Internacionais da Universidade Tsinghua, em entrevista concedida ao jornal Folha de S. Paulo,¹² deixou evidente a

¹¹ A referência à crise econômica global de 2008-2009 como a mais profunda desde a grande depressão tornou-se muito frequente, tendo sido citada por inúmeros economistas e políticos durante os últimos anos.

¹² Entrevista concedida ao jornal brasileiro Folha de S. Paulo, caderno Mundo, no dia 28 de dezembro de 2009 e intitulado: “*Ordem mundial do futuro é bipolar*”.

visão de que a crise financeira “teve um grande impacto na política externa chinesa (...) levantou o status da China na arena internacional, nos deixou mais confiantes e fez com que o mundo veja que nosso modelo tem vantagens”. Xuentong afirmou ainda ter a expectativa de “que haja menos ataques e críticas à China após a crise financeira, que é um indicador do crescimento do *soft power* da China”.

Na mesma entrevista, Xuentong, embora reconhecendo que a China não tem ainda condições de competir em igualdade com os Estados Unidos, defende a adoção de ações que aumentem a influência chinesa pelo mundo, como a realização de cúpulas regionais com a América Latina e o Oriente Médio, bem como a adoção crescente do yuan como moeda de referência para o comércio bilateral que envolva o país, reduzindo o quanto possível o volume de transações em dólares norte-americanos.

Fred Bergstern (2009), diretor do Peterson Institute for International Economics (IIE), por sua vez, propôs a ideia de que o mundo caminha para o G-2,¹³ migrando da atual situação de hegemonia norte-americana para um arranjo bipolar entre Estados Unidos e China.

Cabe ressaltar, os debates sobre o G-2 tornaram-se particularmente intensos durante os momentos mais agudos da crise internacional, quando os resultados de encontros entre o Presidente dos EUA, Barack Obama, e o primeiro-ministro da República Popular da China, Wen Jiabao, chegaram a despertar atenção comparável, ou mesmo superior, à de reuniões como o G-20 ou o G-7.

Martin Wolf,¹⁴ em artigo publicado pelo jornal britânico Financial Times, chegou a se referir ao G-2 como “substituto” do G-20, reforçando a percepção de destaque do papel da China como um ator ainda mais relevante no cenário econômico e político

¹³ Vários outros analistas referiram-se à emergência de um G-2, mas Bergstern é usualmente citado como referência por seu texto *Two's Company*, publicado na Revista Foreign Affairs, de 01 de setembro de 2009, disponível em <http://www.foreignaffairs.com/articles/65232/c-fred-bergsten/twos-company>.

¹⁴ Artigo publicado no jornal britânico *Financial Times* no dia 8 de abril de 2009, intitulado “*What the G-2 must discuss now the G-20 is over*” disponível em <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5c81651a-23a4-11de-996a-00144feabdc0.html#axzz1hS42cNMq>.

global após o agravamento da crise financeira (e também para a solução desta). Em maio de 2009, em sua primeira manifestação mais direta sobre o tema, o líder chinês Wen Jiabao,¹⁵ no entanto, rejeitou o conceito de G-2, afirmando que “é totalmente errado discutir sobre a dominância de dois atores nas questões internacionais”.

Dooley *et al.* (2009), em sua análise dos desdobramentos da crise e do seu impacto sobre o arranjo de Bretton Woods 2, argumentaram em favor do fortalecimento deste, refutando as principais críticas destacadas na seção anterior deste trabalho. Ainda segundo eles, a consequência mais provável do desenvolvimento da crise tenderia a ser uma “continuidade do conceito de Bretton Woods 2 como definidor do sistema monetário global”. Num mundo mais perigoso e no qual países com estoques amplos de reservas internacionais apresentaram desempenho relativo superior, o incentivo para que os governos de (outros) países emergentes mantenham taxas de câmbio competitivas e acumulem reservas internacionais tenderia a ser fortalecido.

O objetivo deste trabalho é verificar, a partir de dados empíricos posteriores a 2009, em que magnitude essa expectativa de Dooley *et al.* (2009) está ou não sendo confirmada.

Se considerarmos, como afirmam muitos dos críticos do arranjo, que o sistema de Bretton Woods 2 está “por trás” de fatores que motivaram a crise financeira internacional, em razão dos desequilíbrios globais que são resultantes dele, uma tendência de fortalecimento do arranjo – através da incorporação de um número crescente de países com estratégia de maior intervenção no seu mercado cambial – poderá representar, a médio prazo, um risco relevante para a estabilidade financeira global. Em síntese, tornar-se-ia muito mais difícil que os desequilíbrios globais

¹⁵ Pronunciamento de Jiabao citado no artigo “China says ‘no thanks’ to G-2”, de Dr. Jian Junbo, professor do Instituto de Estudos Internacionais da Universidade de Fudan, Xangai, China, disponível em <http://www.atimes.com/atimes/China/KE29Ad01.html>.

viesses a ser corrigidos. Ao contrário, não seria descartado um cenário de agravamento – e não de correção – destes.

Na primeira parte do exercício empírico, avaliaremos se é possível afirmar que países “Bretton Woods 2” tenham tido mesmo um desempenho econômico superior a outros.

Posteriormente, analisaremos se houve ou não mudanças relevantes na posição dos Estados Unidos como economia central e, por fim, através de comparações de alguns indicadores selecionados, se é possível afirmar que outros países tenham adotado uma postura mais agressiva de intervenção em seus mercados cambiais, de modo a verificar se o arranjo de Bretton Woods 2 estaria se fortalecendo.

3.1 Avaliação do desempenho econômico no pós Crise: Países BW2 vs Não BW2

3.1.1 Definindo a amostra relevante de países

No texto original de 2003, Dooley *et al.* fazem referência ao grupo de países asiáticos que controlam suas moedas e adotam políticas de desenvolvimento orientadas para o setor exportador. São eles: China, Taiwan, Hong Kong, Singapura, Japão, Coreia do Sul e Malásia.

Como nosso objetivo é avaliar comparativamente o desempenho econômico, optamos por não utilizar todos os países da amostra. Retiramos o Japão, pois se trata de um país desenvolvido e nosso propósito é comparar grupos de países em desenvolvimento (ou emergentes). Retiramos também Hong Kong e Singapura. Neste caso, a opção se deveu ao fato de considerarmos economias muito específicas (cidades-estado, economias pequenas e com graus de abertura ao comércio exterior que não poderiam ser reproduzidos em economias de maior porte, como as utilizadas como referência). Para manter um país representativo dessa condição, optamos por deixar Taiwan na amostra.

Ficamos com uma amostra menor, de apenas quatro países, (China, Taiwan, Coreia do Sul e Malásia), que chamaremos a partir de agora de “países BW2”.

O grupo selecionado para comparação (chamado “países não BW2”) é composto por: África do Sul, Argentina, Brasil, Índia, México, Rússia e Turquia. Optamos por uma amostra também relativamente reduzida, de tamanho compatível com a outra, e que tem entre seus componentes todos os BRICS,¹⁶ além de outras economias emergentes importantes do continente americano e também da Europa.

Apenas como referência comparativa, a média do *ratio* de Reservas Internacionais / PIB¹⁷ da amostra de países BW2 era, no final de 2007, (ano anterior à emergência da crise financeira global) de 37,9%, enquanto para os países não BW2 a média era de 12,2% do PIB.

3.1.2 Grupo BW 2 foi melhor, mas a China fez a diferença

No período anterior à crise, compreendido entre o primeiro trimestre de 2006 e o segundo trimestre de 2008, a taxa média de crescimento (trimestre contra igual trimestre do ano anterior móvel, média não ponderada pelo tamanho de cada país) do Produto Interno Bruto do grupo de Países BW2 foi de 7,2%, enquanto para os países não BW2 foi de 6,6%. Portanto, o crescimento médio antes da crise, registrado pelos países BW2, era superior em 0,6 ponto percentual ao observado nos países não BW2.

No período “durante e após” a crise (que se inicia no terceiro trimestre de 2008 e vai até o quarto trimestre de 2010), o crescimento médio do grupo BW2 – calculado segundo o mesmo critério de médias trimestrais móveis - caiu para 4,3%, enquanto o do grupo não BW2 reduziu-se para 2,5%. A diferença no desempenho entre os grupos ampliou-se, portanto, de 0,6 ponto percentual para 1,8 ponto, refletindo, de fato, uma superioridade no desempenho dos países BW2.

¹⁶ Consideramos o grupo ampliado dos BRICS, que inclui Brasil, Rússia, Índia, China e também a África do Sul.

¹⁷ Média simples da proporção Reservas / PIB de cada um dos componentes da amostra.

É importante observar, porém, que essa ampla diferença favorável aos países BW2 explica-se fundamentalmente pela inclusão da China no grupo. Se considerarmos o grupo BW2, mas retirarmos os dados chineses, o desempenho econômico ainda será superior no pós-crise, porém numa intensidade bem menor. Até meados de 2008, o crescimento médio de países BW2 sem a China era de 5,8% (0,8 ponto percentual inferior à média não BW2), passando a 2,7% pós-crise (0,2% superior ao grupo não BW 2).

Em 2009, ano em que o impacto da crise sobre o crescimento econômico se materializou em maior intensidade – e o PIB global apresentou contração de 2,3% – a taxa média de crescimento dos países BW2 foi de 2,3%, mas novamente a influência positiva exercida pelo resultado chinês (+9,2% no ano) foi decisiva. Excluída a China, os demais países apresentaram, na média, estagnação (0,0%). Entre os não Bretton Woods 2, o resultado no ano de 2009 foi uma contração de 1,9%. Nesse grupo, porém, o principal destaque foi a grande heterogeneidade entre os resultados individuais, com clara superioridade dos países mais fechados (principalmente a Índia), provavelmente por serem menos influenciados pelo efeito-contágio de uma crise que teve contornos praticamente globais, e números muito negativos para México (muito correlacionado com EUA), Rússia (fortemente dependente das exportações de petróleo e gás) e Turquia (Tabela 3).

Tabela 3: Crescimento Anual do PIB – %

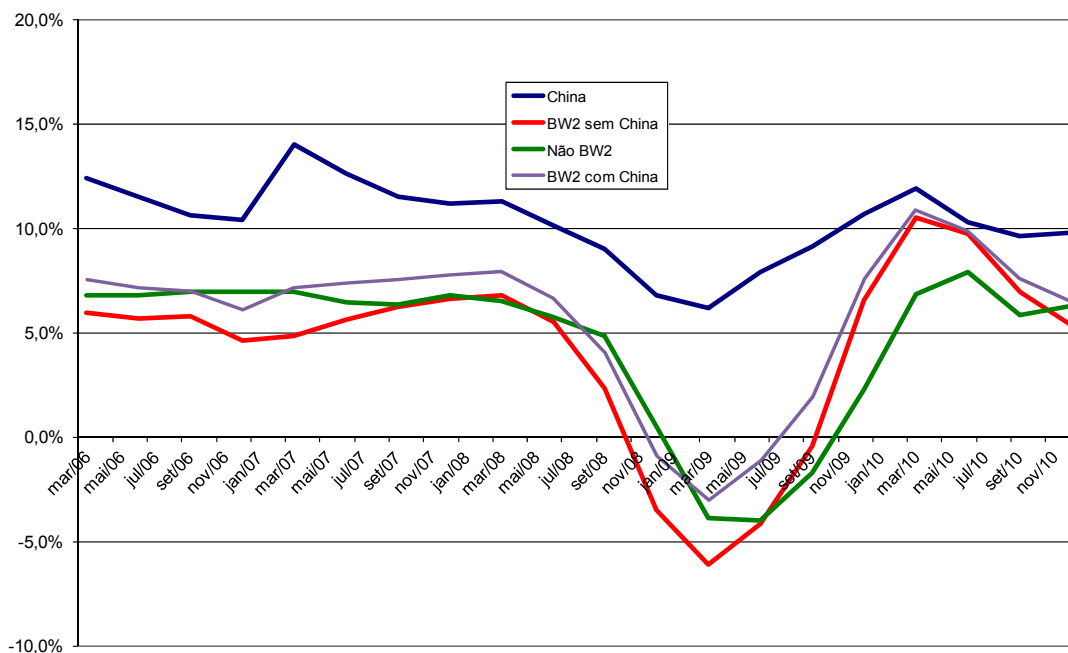
	BW2				Não BW 2							
	China	Coreia	Malásia	Taiwan	Af. Sul	Argentina	Brasil	Índia	México	Rússia	Turquia	
2006	12,7	5,2	5,8	5,4	5,6	8,5	4,0	9,5	5,2	8,2	6,9	
2007	14,2	5,1	6,5	6,0	5,6	8,6	6,1	10,0	3,2	8,5	4,7	
2008	9,6	2,3	4,8	0,7	3,6	6,8	5,2	6,2	1,2	5,2	0,7	
2009	9,2	0,3	-0,2	-0,2	-1,7	0,8	-0,6	6,8	-6,2	-7,8	-4,8	
2010	10,3	6,2	7,2	10,9	2,8	9,2	7,5	10,1	5,4	4,0	8,9	

Fonte: World Economic Outlook Database set 2011 – FMI.

Em resumo, a análise dos dados de crescimento do PIB dentro dos períodos considerados permite afirmar que os países do grupo BW2 tiveram mesmo um desempenho econômico superior no período que se seguiu ao aprofundamento da crise financeira global, principalmente em razão de uma retomada mais forte e rápida,

embora caiba ressaltar a grande diferença observada no desempenho específico da China, mesmo em relação à média dos demais países BW2 (Gráfico 1).

Gráfico 1: Crescimento do PIB - Trimestre vs Igual Trimestre do Ano Anterior



Fonte: Bloomberg (dados originais FMI).

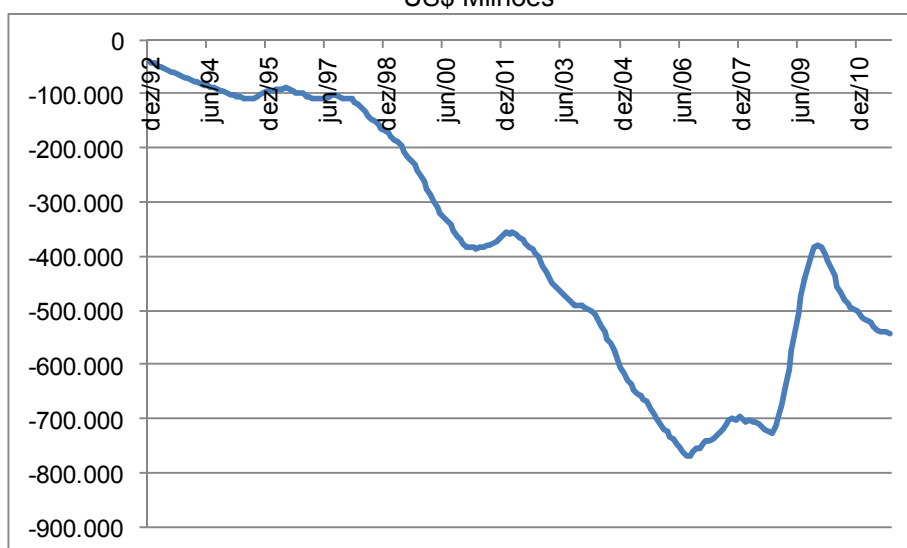
3.2 A economia central: déficits ainda elevados

O objetivo deste trabalho é analisar a robustez do arranjo de Bretton Woods 2 no período posterior à crise financeira mundial sob a perspectiva dos países que potencialmente são os demandantes de ativos denominados em dólares. Mas, em um cenário em que vários analistas relacionam as principais causas motivadoras da crise a eventos que são diretamente relacionados ao arranjo (como os déficits externos elevados, os juros extraordinariamente baixos e as compras de títulos públicos por estrangeiros), convém observar se há mudanças significativas na dinâmica também da economia central – no caso, os Estados Unidos.

Quando analisamos especificamente o déficit em transações correntes, observamos uma mudança relevante na trajetória pós crise (Gráfico 2). O saldo

negativo de comércio e serviços dos Estados Unidos contra o resto do mundo deixou de apresentar uma tendência de crescimento constante para contrair-se rapidamente (movimento que acompanhou o período de recessão definido pelo NBER¹⁸), embora tendo voltado a aumentar à medida que as condições econômicas começaram a se normalizar – sem, no entanto, retornar ainda aos patamares atingidos pré-crise.

Gráfico 2: EUA – Resultado em Transações Correntes – Dados acumulados em 12 meses – US\$ Milhões



Fonte: Bureau of Economic Analysis.

No seu “pico”, o déficit externo norte-americano chegou a somar mais de US\$ 770 bilhões no acumulado em 12 meses até setembro de 2006. No pós-crise, esse volume chegou a ser reduzido a menos da metade, US\$ 381 bilhões, em 2009. Mas com a retomada econômica norte-americana em 2010 e 2011 e a elevação de preços de algumas *commodities* relevantes dentro da pauta de importações daquele país (como o petróleo, por exemplo), a tendência voltou a ser de deterioração, para aproximadamente US\$ 550 bilhões no final de 2011 (ou aproximadamente 3,7% do PIB).

¹⁸ O NBER, *National Bureau of Economic Research*, é a organização responsável pelo monitoramento dos ciclos econômicos nos Estados Unidos. Períodos de recessão são definidos “entre um pico e um vale”. Segundo o NBER, a recessão americana ocorreu entre dezembro de 2007 e junho de 2009.

Trata-se, sem dúvida, de déficits ainda muito elevados e que continuam a proporcionar uma grande oferta de ativos denominados em dólar à disposição de estrangeiros.

Importante observar, o déficit externo elevado pode ser considerado uma consequência do baixo nível de poupança, em comparação com padrões históricos (Gráfico 3). Do mesmo modo que o registrado nas contas externas, também a poupança pessoal sofreu forte correção nos momentos seguintes ao período mais agudo da crise financeira, embora a tendência recente já tenha voltado a ser de redução para patamares inferiores, por exemplo, aos registrados em média durante os anos 90.

Gráfico 3: EUA – Poupança pessoal % PIB



Fonte: Federal Reserve of St Louis.

Em síntese, se considerarmos que a melhor evidência de *willingness* da economia central participar do arranjo de Bretton Woods 2 é sua disposição em manter níveis elevados de déficit externo (e a baixa disposição, em contrapartida, para realizar um ajuste mais profundo para incrementar o nível de poupança agregada), iremos concluir que, por esta perspectiva, o arranjo está mantido.

3.3 Avaliação do comportamento dos países na gestão de reservas e câmbio

Após termos concluído que houve, sim, alguma diferença positiva no desempenho econômico pós-crise financeira internacional por parte dos Países BW2,

em relação aos países não BW2, e também que os Estados Unidos mantêm uma política que é compatível com a continuidade do arranjo, é chegada a hora de analisar se mais países sentiram-se estimulados a participar.

Para fazer esta análise, utilizaremos três grupos diferentes de informações, que serão explicados a seguir:

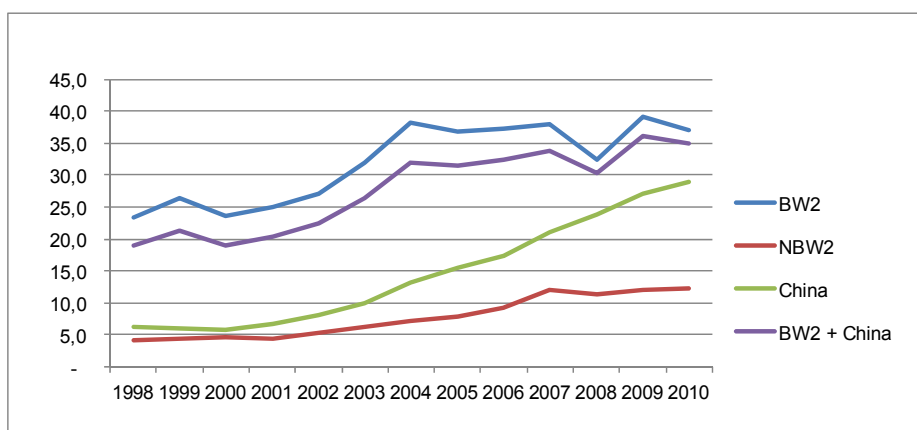
1. Nível de Reservas Internacionais como proporção do PIB. Compararemos as trajetórias da relação Reservas / PIB dos dois diferentes grupos de países e também individualmente antes e depois da crise, de modo a verificar se houve alguma mudança relevante de tendência. Cabe lembrar, a acumulação de reservas é destacada por Dooley *et al.* como um fator determinante para diferenciação positiva aos países BW2 durante os períodos mais agudos da crise.
2. Nível de Câmbio Real. Analisaremos como evoluiu o nível de câmbio real de cada um dos países – e posteriormente dos agregados de cada um dos grupos – de modo a verificar se houve uma tendência mais forte de desvalorização nos períodos que se seguiram à crise.
3. Volatilidade da Taxa de Câmbio: O sistema de Bretton Woods 2 se caracteriza por um maior grau de intervenção das autoridades monetárias nos mercados (notadamente o cambial) como forma de garantir a manutenção de níveis de câmbio mais depreciados e ajustados ao modelo de crescimento orientado para exportações. Analisaremos comparativamente os regimes de volatilidade, de modo a tentar concluir se houve mudanças estatisticamente significativas no período pós-crise em relação à situação que vigorava até 2008. Neste caso, porém, por motivos que discutiremos mais detalhadamente nas próximas seções, a análise não se estenderá a todos os países, restringindo-se apenas aos incluídos no grupo dos países não BW 2.

3.3.1 Evolução da relação Reservas / PIB

Os dados de Reservas Internacionais como proporção do PIB, utilizados neste estudo, foram obtidos junto a uma única fonte primária (o Banco de Dados do Banco Mundial), num esforço para garantir sua melhor comparabilidade.

Como vimos, de fato, até 2008 o volume de reservas acumulado pelos países BW2 como proporção de seu PIB superava por larga margem o nível detido pelo grupo não BW 2 (33,7% na média BW 2, incluindo China e 37,9% excluindo China, no final de 2007, contra 12,2% na média não BW 2).

Gráfico 4: Reservas Internacionais % do PIB



Fonte: Banco Mundial.

Entre 1998 e 2010, as reservas internacionais dos países BW2 (inclusive China) expandiram-se de 19,0 para 35,0% do PIB, um crescimento de 84%. Excluída a China, o crescimento em igual período foi de 59,2% (de 23,3% para 37,1%). A China, isoladamente, registrou um crescimento no período de 373,8% (de 6,1% para 28,9%), enquanto os países não BW 2 tiveram expansão de 208,1%, saindo de apenas 3,7% do PIB em 1998 para 11,4% no final de 2010 (Gráfico 4).

É interessante observar, porém, que os períodos em que se concentraram essas acumulações de reservas diferiram para cada grupo de países. No caso dos BW 2, excluindo a China, o crescimento foi mais acentuado entre os anos de 2000 e 2004

(quando a média saiu de 23,5% para 38,3% do PIB, permanecendo praticamente estável desde então).

A China, por sua vez, vem apresentando uma tendência de crescimento forte e constante desde 2000, que foi o último ano em que a relação reservas internacionais / PIB daquele país teve alguma queda em relação ao ano anterior.

No caso dos países não BW2, o período de maior crescimento foi compreendido entre 2001 e 2007 – quando a relação média saiu de 4,4% para 12,1%.

É interessante observar que no ano de 2010, em particular, a proporção Reservas / PIB do grupo de países não BW 2 apresentou ligeira expansão, enquanto para os países BW 2 a tendência foi de redução (apesar de a China ter continuado a registrar aumento).

Em comparação com o período pré-crise, no entanto, o que se observa entre os países não BW2 é uma redução no ritmo de acumulação de reservas. No período compreendido entre 1999 e 2008, o crescimento médio anual do *ratio* de Reservas / PIB dos Países Não BW2 foi da ordem de 10,3%, enquanto no biênio 2009-2010, a expansão média foi inferior, de 4,4% (Tabela 4).

Tabela 4: Reservas Internacionais % do PIB – Grupos de Países

	BW2	NBW2	China	BW2 + China
1998	23,3	4,2	6,1	19,0
1999	26,5	4,5	5,9	21,3
2000	23,5	4,6	5,7	19,1
2001	24,9	4,4	6,6	20,3
2002	27,2	5,2	8,0	22,4
2003	31,9	6,4	10,0	26,4
2004	38,3	7,2	13,3	32,0
2005	36,8	7,9	15,5	31,5
2006	37,4	9,4	17,3	32,4
2007	37,9	12,1	21,1	33,7
2008	32,5	11,2	23,9	30,3
2009	39,1	12,1	27,1	36,1
2010	37,1	12,2	28,9	35,0

Fonte: Banco Mundial.

Quando analisados os países isoladamente, notam-se posturas mais ativas na acumulação de reservas em comparação com os padrões históricos para Coreia do

Sul, Brasil e México e uma redução mais pronunciada no ritmo por parte da China, da Índia e da Rússia (Tabela 5). Para os demais países, as oscilações são menores.

Em resumo, quando os países são incorporados aos respectivos sub-grupos, não se notam mudanças significativas na dinâmica de acumulação de reservas antes e depois da crise. Há diferenças apenas em casos isolados, que serão analisadas de maneira mais aprofundada no decorrer deste estudo.

Tabela 5: Reservas Internacionais % do PIB – Países

	China	Coreia	Malasia	Taiwan	Afr. Sul	Argentina	Brasil	Índia	México	Rússia	Turquia
1998	6,1	8,4	36,3	25,1	2,1	7,3	3,9	7,4	3,4	1,3	4,3
1999	5,9	10,6	39,1	29,7	2,7	7,9	3,1	8,0	3,2	1,2	5,2
2000	5,7	12,4	30,5	27,7	2,6	7,5	2,7	8,9	3,3	2,5	4,6
2001	6,6	12,5	32,2	30,1	2,4	4,4	2,8	10,3	4,2	3,0	4,0
2002	8,0	13,5	33,5	34,5	2,4	3,5	2,8	14,1	4,6	3,8	5,3
2003	10,0	16,5	40,2	39,1	2,4	4,3	3,6	17,3	5,2	5,6	6,2
2004	13,3	19,6	53,2	41,9	4,0	5,3	3,5	18,2	5,2	8,2	5,7
2005	15,5	19,2	51,1	40,2	5,1	6,7	3,4	16,5	5,7	10,7	7,0
2006	17,3	20,1	52,9	39,1	5,8	6,8	5,0	18,7	5,4	16,0	7,7
2007	21,1	20,4	54,6	38,7	6,8	8,8	9,7	22,3	5,8	22,6	8,6
2008	23,9	15,0	41,5	41,0	6,7	8,1	9,7	21,2	6,1	18,7	8,1
2009	27,1	19,9	50,1	47,4	7,8	8,2	11,9	20,6	6,8	20,7	8,5
2010	28,9	20,0	44,8	46,5	8,4	8,1	13,3	17,4	8,0	21,6	9,0
Cresc. Médio 2009-2010	9,9%	15,7%	3,8%	6,5%	11,7%	0,0%	17,0%	-9,5%	14,4%	7,3%	5,4%
Cresc. Médio 1999-2008	14,6%	5,9%	1,3%	5,0%	12,5%	1,0%	9,7%	11,2%	6,1%	30,6%	6,5%

Fonte: Banco Mundial.

3.3.2 A evolução do câmbio real

A manutenção de níveis de câmbio real desvalorizados é destacada por Dooley *et al.* (2003, p. 3) como característica fundamental do engajamento dos países dentro do arranjo de Bretton Woods 2.

O cálculo de câmbio real, no entanto, é uma atividade reconhecidamente difícil, envolvida por elevado grau de complexidade. Harberger (2004, p. 2-5) refere-se a algumas dessas dificuldades, demonstrando que questões como restrições às importações, imposição de tarifas ou variações de preços mundiais de commodities exercem papel crítico, além do próprio cálculo simples de ajuste da taxa de câmbio nominal por diferenciais de inflação.

Estas dificuldades se tornam ainda mais intensas quando se está trabalhando com informações de diferentes países, pois é desejável que os dados sejam os mais consistentes possíveis entre si.

Com o objetivo de comparar dados “harmonizados”, optamos por utilizar uma amostra obtida a partir de uma única fonte de informações, o banco de dados do BIS (*Bank of International Settlements*), que apresenta taxas efetivas de câmbio deflacionadas pelos Índices de Preços ao Consumidor Nacionais com série histórica de janeiro de 1994 a outubro de 2011 e tendo como base a média de 2005 igual a 100.

O propósito nesta fase do trabalho será analisar a tendência da taxa de câmbio real de cada grupo de países no período posterior ao momento mais agudo da crise financeira global e verificar se houve uma intervenção efetiva (e bem sucedida) para garantir um câmbio real mais desvalorizado em comparação com o pré-crise, o que reforçaria a proposta de Dooley *et al.* (2003).

É importante ressaltar que a análise realizada visa estudar a variação marginal do câmbio real entre os períodos considerados – e não o nível real do câmbio, se mais ou menos desvalorizado, em termos absolutos –, pois nosso objetivo é avaliar se houve mudança de comportamento por parte dos países em razão dos diferentes desempenhos econômicos durante e após o período mais agudo da crise financeira internacional.

Do mesmo modo, é por esse motivo que o período de referência pré-crise é a média do ano de 2007. Trata-se de uma escolha discricionária e que se fundamenta na avaliação de que seria desejável a comparação com um período em que a economia e os mercados mundiais ainda não tivessem começado a refletir os sinais referentes à crise financeira internacional. Para o período pós-crise, utilizaremos a média de janeiro a outubro de 2011. Em ambos os casos, a opção por trabalhar com médias mais longas, e não períodos específicos, tem como objetivo reduzir o risco de que efeitos pontuais (normalmente associados a oscilações no grau global de aversão a risco) possam influenciar o resultado da análise.

Tabela 6: Variação Real do Câmbio - % Grupos de Países

Variação Real do Câmbio	
Período: média jan-out 2011 / média 2007	
Países BW2	Países Não BW2
-2,4%	2,8%

Fonte: Bank of International Settlements – BIS.

Como se pode observar na tabela 6, a amostra de países BW 2 apresentou, na média, desvalorização de sua taxa de câmbio de 2,4% em relação ao registrado no pré-crise – se excluída a China, que teve valorização real de 14% no período, a média dos BW2 passaria a uma queda de 7,9%. Entre os países não BW2, em contrapartida, a média apresentou valorização real de 2,8%.

Quando os países são analisados isoladamente (Tabela 6), observamos distinções relevantes, sendo que, além da China, também o Brasil, a África do Sul e a Rússia apresentaram valorização expressiva no período, enquanto Coreia do Sul, Argentina, México e Turquia, em contrapartida, tiveram desvalorizações reais importantes. A propósito, embora em intensidades diferentes, convém notar que todos os países integrantes do grupo de BRICS ampliado tenham apresentado valorização cambial real entre a média de 2007 e a média de 2011.

Tabela 7: Evolução do Câmbio Real pós-Crise - % Países

	China	Coreia Sul	Malásia	Taiwan	Áfr. Sul	Argentina	Brasil	Índia	México	Rússia	Turquia
jan-out 2011 / méd 2007	14,0%	-21,7%	2,5%	-4,5%	9,3%	-16,5%	27,0%	1,4%	-6,6%	12,1%	-6,9%

Fonte: BIS

3.3.3 Avaliação da volatilidade diária anualizada da taxa de câmbio

Neste último exercício empírico, iremos avaliar comparativamente as volatilidades (aqui mostradas como os desvios-padrão do retorno diário anualizado) dos mercados de câmbio para um grupo específico de países da amostra selecionada,

com o objetivo de identificarmos se houve mudanças no regime de intervenção entre antes e depois da crise financeira de 2008-2009.

Diferentemente das duas seções anteriores, neste caso trabalharemos apenas com os países não BW2, pois as premissas adotadas para análise são mais consistentes para casos em que haja maior grau de flexibilidade dos mercados cambiais. Como nosso objetivo é verificar se houve incentivo a maior alinhamento ao arranjo por parte de países que não faziam parte dele, a exclusão dos países BW2 não deverá resultar em perda significativa.

Assumimos que países que tenham maior grau de intervenção no mercado cambial – o que, no caso de Bretton Woods 2, seria compatível com a tentativa de obter uma taxa de câmbio mais desvalorizada – tenderão a apresentar, como consequência, níveis mais elevados de volatilidade.

Bonser-Neal (1996, p. 50-53) demonstra que a intervenção da autoridade monetária no mercado cambial não irá resultar necessariamente em aumento, estabilidade ou redução da volatilidade. Segundo ela, as intervenções podem reduzir a volatilidade em situações em que ajudem a resolver graus de incerteza dos participantes do mercado em relação à gestão de política monetária ou quando diminuem a probabilidade de ocorrência de um movimento de caráter especulativo. Em contrapartida, intervenções podem aumentar a volatilidade quando criarem incertezas nos agentes econômicos em relação às políticas (cambial ou monetária) do banco central ou quando existir grande incerteza em relação às intervenções futuras ou, por fim, quando aumentam a probabilidade de movimentos especulativos futuros – ou seja, se os fundamentos (ou fluxos) forem fortes o suficiente para “derrotar” a intervenção da autoridade monetária, os agentes de mercado terão incentivo para fortalecer sua aposta contrária, provocando um aumento da volatilidade.

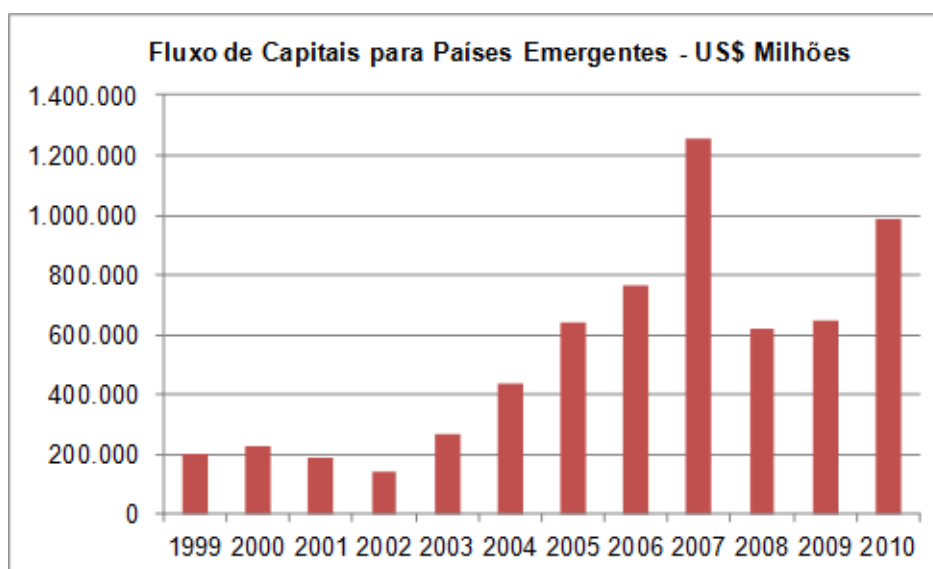
É principalmente, mas não apenas, em razão desta última proposição que optamos por trabalhar com a premissa de que bancos centrais mais ativos geram mais volatilidade. Embora, no geral, a disposição a impedir uma valorização acentuada da

moeda nacional seja anunciada e isto devesse provocar redução na volatilidade ao gerar previsibilidade em relação a ações futuras, sabemos que os fluxos autônomos para países emergentes têm sido extremamente elevados, tornando o trabalho dos bancos centrais muito mais difícil e sua suscetibilidade a movimentos especulativos em sentido contrário, bem maior.

A premissa é baseada também no estudo de Levy Yeyati *et al.* (2007, p. 2-4), que associa o maior grau de intervenções no mercado cambial por parte de bancos centrais que administram sistemas “formalmente flexíveis” à tentativa de limitar valorizações, muito mais do que desvalorizações, “frequentemente motivados pela visão neomercantilista de uma taxa real de câmbio desvalorizada como proteção à indústria nacional”.¹⁹ Dados do Institute of International Finance - IIF mostram que a tendência de rápido crescimento nos fluxos de capitais em direção aos países emergentes – interrompida em 2008 e 2009 como consequência da crise – foi retomada em 2010 e também em 2011, para quando o IIF projeta o retorno a patamares superiores a US\$ 1 trilhão (Gráfico 5). Assumimos, portanto, que os fluxos autônomos atuam “contra” os bancos centrais e que, portanto, posturas mais ativas com vistas a impedir maior valorização tendem a provocar aumento – e não redução – na volatilidade ao incentivar os movimentos especulativos contra as ações das autoridades.

¹⁹ No estudo em questão, Levy Yeyati *et al.* concluem que taxas de câmbio desvalorizadas realmente contribuem positivamente para o crescimento econômico, mas não através de substituição de importações ou crescimento explosivo de exportações e sim por estimular a poupança doméstica e a acumulação de capital.

Gráfico 5: Fluxo de Capitais para Países Emergentes – US\$ Milhões



Fonte: IIF – Dados de Fluxos de Capitais Privados.

Outro ponto destacado por Bonser-Neal (1996, p. 51) também favorece a assunção de que mais intervenções geram mais volatilidade. Segundo a autora, intervenções no mercado cambial podem aumentar a sua volatilidade quando criarem incertezas nos agentes econômicos em relação às políticas futuras (cambial ou monetária) do Banco Central. Dentre os integrantes da amostra não Bretton Woods 2, quatro países (África do Sul, Brasil, México e Turquia) adotam formalmente sistemas de Metas de Inflação em que intervenções no câmbio tendem a aumentar a incerteza de política monetária, pois alvos de câmbio real e de índices de preços podem ser considerados objetivos conflitantes. A Argentina tem uma meta de agregados monetários, a Índia uma taxa de câmbio administrada, mas sem meta de preço definido (considerado um regime flutuante pelo FMI) e a Rússia um arranjo híbrido²⁰ em que há atrelamento do rublo a uma cesta de moedas com predominância do dólar norte-americano e do Euro.

²⁰ Classificação extraída do *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*, referente a 31 de abril de 2008 (dados disponíveis mais recentes), disponível em <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>. A Rússia é o único país da amostra não BW2 listado pelo FMI dentro dos grupos que são considerados de regime cambial não-flutuante. Mas seu regime é híbrido e não prevê a defesa de um nível específico de câmbio.

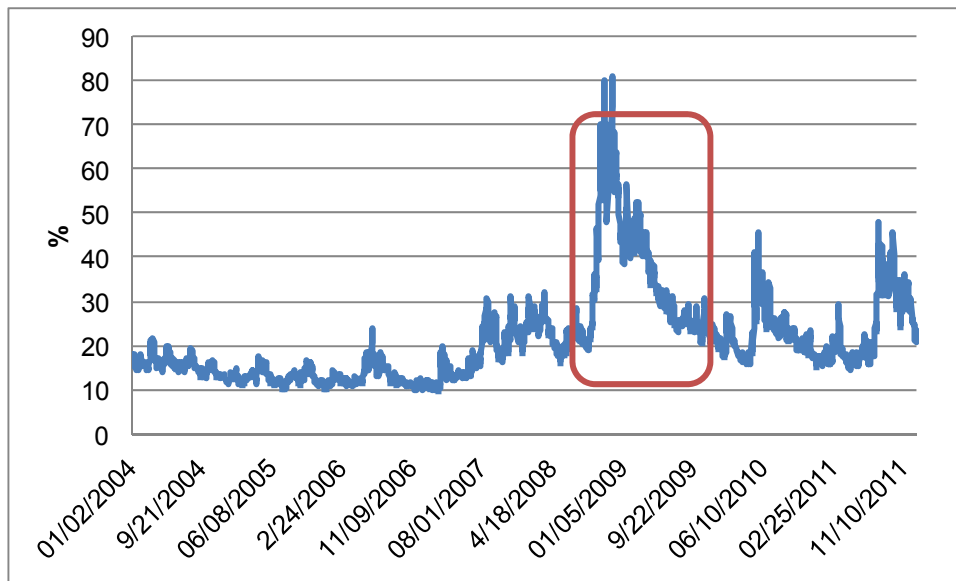
Para fins da avaliação proposta por este estudo, o objetivo é verificar se, no período que se seguiu à fase mais aguda da crise (entre 01 de junho de 2009²¹ e 06 de dezembro de 2011, chamado período 2²²), o regime de intervenção dos bancos centrais nos mercados cambiais – medido pela variância da taxa de câmbio oficial de cada país – teria se alterado de maneira estatisticamente significativa em relação ao período anterior à crise (no caso, 3 de janeiro de 2005 a 31 de dezembro de 2007, chamado período 1). Neste caso, convém observar, foi excluído o período de 01 de janeiro de 2008 a 31 de maio de 2009 por decisão discricionária do autor, por considerar tratar-se de período de volatilidade extrema nos mercados internacionais (“auge” da crise, desde a quebra do Banco Bear Sterns) e no qual o nível de oscilação dos mercados de câmbio poderia ser muito influenciado por fatores exógenos associados ao grau global de aversão a risco.

Como referência, o Vix, Índice de Volatilidade da Bolsa de NY, ilustrado pelo gráfico 6, mostra que a volatilidade média no período excluído da análise foi de 34,7, nível muito superior ao seu padrão histórico, de 21,2, na média dos últimos oito anos.

²¹ O período 2 foi definido a partir de 01 de junho de 2009, pois o VIX já vinha apresentando trajetória declinante e aquele foi o primeiro mês que apresentou média intra-mensal inferior a 30.

²² O período 2 se encerra em 6 de dezembro de 2011, data até a qual eram disponíveis os dados diários de taxa de câmbio na data da elaboração deste estudo. Foram realizados testes adicionais para períodos encerrados antes, em junho e dezembro de 2010 e também em junho de 2011, com resultados apenas marginalmente diferentes e que não influenciariam de forma decisiva as conclusões finais deste trabalho.

Gráfico 6: Índice de Volatilidade da Bolsa de Nova York – VIX



Fonte: CBOE / Bloomberg.

Diferentemente das seções anteriores, nesta há a possibilidade de trabalhar com dados diários e séries longas, o que confere uma maior robustez estatística ao resultado.

Tabela 8: Comparação das volatilidades – por período

	Rand África do Sul		Peso Argentino		Real Brasil		Rúpia Índia	
	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2
Desvio Padrão Anualizado	15,33%	16,36%	2,93%	2,17%	13,73%	15,31%	4,30%	7,76%
F_{obs}	1,1386		0,5502		1,2435		3,2651	
F_{α}	1,131632		1,1338		1,13318		1,13433	
H ₀	Rejeito H ₀ (maior)		Não Rejeito H ₀		Rejeito H ₀ (maior)		Rejeito H ₀ (maior)	

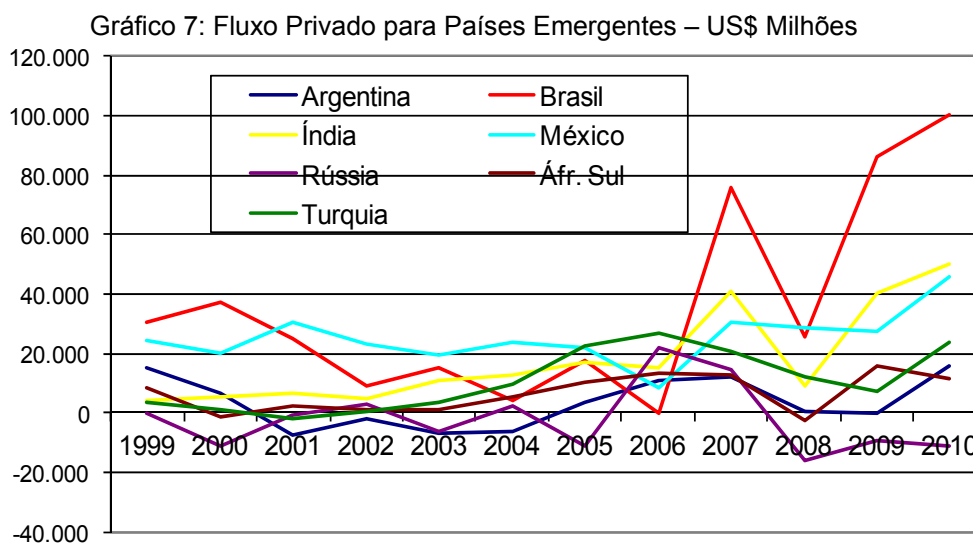
	Peso México		Rublo Rússia		Lira Turquia	
	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2
Desvio Padrão Anualizado	6,85%	12,81%	3,44%	10,73%	14,78%	12,05%
F_{obs}	3,4934		9,7303		0,665	
F_{α}	1,13167		1,13169		1,13427	
H ₀	Rejeito H ₀ (maior)		Rejeito H ₀ (maior)		Não Rejeito H ₀	

Fonte dos dados originais: Bloomberg

A hipótese nula (a qual testamos se é ou não verdadeira) é definida como $H_0: \sigma_2^2 = \sigma_1^2$, em que σ_2^2 representa a variância do período 2 enquanto σ_1^2 representa a variância do período 1. Já a hipótese alternativa é definida como $H_1: \sigma_2^2 > \sigma_1^2$. O critério de significância utilizado foi de 5% ($\alpha = 5\%$). A

estatística do teste é calculada por $F_{obs} = \frac{S_2^2}{S_1^2}$, e a hipótese nula é rejeitada sempre que $F_{obs} > F_{\alpha}$, indicando que a variância no período 2 é estatisticamente maior do que no período 1.

Os dados da tabela 8 mostram que, entre os países não BW que integram a amostra considerada relevante para esta análise, houve aumentos de volatilidade que podem ser considerados estatisticamente significativos no período para a África do Sul, o Brasil, a Índia, o México e a Rússia. O caso russo, cabe observar, apresenta distinções maiores em relação aos demais da amostra não BW 2, por se tratar de um país que apresenta fluxo financeiro líquido negativo (Gráfico 7) em contrapartida a um expressivo superávit de seu balanço em transações correntes (+6,1% do PIB em média nos últimos 5 anos) e que adotou formalmente um regime cambial de maior intervenção, que atrela o rublo a uma cesta de moedas.



Fonte: IIF / Banco Mundial.

3.4 Agregação dos Resultados

A parte final do trabalho será dedicada à agregação dos dados sobre o comportamento de cada país, a partir dos cálculos realizados nas seções anteriores. Utilizamos como premissa que um país tenha assumido após 2008-2009 um comportamento mais alinhado com o arranjo de Bretton Woods 2 quando, em

comparação com o período anterior, tenha 1) aumentado seu volume de reservas internacionais como proporção do PIB em ritmo mais intenso do que o registrado antes da crise; 2) conseguido desvalorizar, em termos reais, sua moeda; 3) aumentado sua intervenção no mercado cambial, medida por um aumento estatisticamente significativo na volatilidade diária anualizada. Cabe novamente observar, optamos por usar a medida de intervenção como forma de refinar a análise apenas para os países não BW2. Sempre que um país cumprir o definido para se caracterizar como mais alinhado com Bretton Woods 2, o item será classificado como Sim. Caso contrário, a classificação será Não (Tabela 9).

Tabela 9: Resumo dos Indicadores – por País

Países Bretton Woods 2

	China	Coreia	Malásia	Taiwan
Ritmo de Crescimento Reservas / PIB	Não	Sim	Sim	Sim
Nível Real de Câmbio	Não	Sim	Não	Sim

Países Bretton Woods 2

	Áf. Sul	Argentina	Brasil	Índia	México	Rússia	Turquia
Ritmo de Crescimento Reservas / PIB	Não	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não
Nível Real de Câmbio	Não	Sim	Não	Não	Sim	Não	Sim
Intensidade das Intervenções	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Não

Como se pode observar pela tabela acima, entre os países BW2, Coreia do Sul e Taiwan cumpriram os dois requisitos definidos como relevantes para aquela amostra, a Malásia cumpriu um deles e a China não cumpriu nenhum. Entre os não BW2, o único país a cumprir todos os requisitos foi o México. Dentre os demais, o Brasil foi o único a cumprir dois e todos os outros cumpriram apenas um.

4 Conclusão

O objetivo deste estudo era avaliar se está ou não sendo confirmada pelos dados empíricos a proposição feita por Dooley *et al.* (2009, p. 15), de que o sucesso econômico dos países alinhados com o sistema de Bretton Woods 2 durante e após o período mais agudo da crise financeira internacional de 2008-2009 iria estimular outros países a aumentar seu grau de alinhamento com o sistema.

Estabelecemos como variáveis relevantes o ritmo de acumulação de reservas internacionais em proporção do PIB, o nível de câmbio real e a volatilidade diária anualizada da taxa de câmbio. Definimos que consideraríamos mais alinhados ao sistema os países que apresentassem mudanças na tendência dessas variáveis entre os períodos anterior e posterior aos momentos mais agudos da crise financeira internacional.

Entre os países Bretton Woods 2, que analisamos somente através dos dois requisitos principais, a Coreia do Sul e Taiwan cumpriram ambos, tendo a Malásia cumprido apenas um – o que, de forma geral, pode ser considerado uma evidência de manutenção do compromisso de alinhamento com o sistema por parte desses países no pós-crise. A China, que será avaliada em mais detalhes à frente, não cumpriu nenhum requisito.

Entre os países não Bretton Woods 2, apenas o México cumpriu todos os requisitos sendo, portanto, a economia que mais claramente avançou em direção ao arranjo dentre as analisadas. Como vimos na análise do desempenho econômico pós-crise, o México, em boa parte por sua dependência comercial e financeira dos Estados Unidos, foi um dos países da amostra que mais intensamente sofreu os efeitos recessivos em 2009, registrando uma contração de 6,2% em seu PIB naquele ano. A despeito desse movimento em direção a BW2, porém, o México permanece sendo, entre todos os analisados, aquele que conta ainda com a menor proporção de Reservas Internacionais como proporção do PIB.

Entre os demais países do grupo não Bretton Woods 2, nenhum conseguiu cumprir todos os requisitos, sendo que apenas um deles, o Brasil, cumpriu dois, tendo todos os demais cumprido apenas um.

De forma geral, a análise dos dados apresentados na seção anterior aponta que, embora haja evidências de que países não BW2 tenham adotado ações pontuais que os tornam mais alinhados ao sistema, não é possível caracterizar que tenha ocorrido um movimento generalizado e amplo nesse sentido nos períodos que se seguiram ao momento mais agudo da crise financeira internacional de 2008-2009.

De fato, convém observar, a tendência a uma maior acumulação de reservas por parte dos países emergentes (sejam eles do grupo BW2 ou do grupo não BW2) já vinha sendo observada desde os primeiros anos deste século e parece refletir mais uma resposta das autoridades monetárias daqueles países aos fluxos positivos – financeiros e/ou em transações correntes – que caracterizaram a dinâmica da economia mundial no período, do que propriamente uma escolha ampla relacionada ao modelo de desenvolvimento nacional. Deste modo, se “mais reservas” significam “mais Bretton Woods 2”, é possível afirmar que o processo é anterior à crise, talvez explicado também pelas crises de balanço de pagamentos enfrentadas por boa parte desses países durante a década de 1990 e que motivaram esse viés “neomercantilista”. A análise dos dados empíricos mostra que a dinâmica de acumulação de reservas não apresentou mudança relevante nos períodos recentes.

O caso brasileiro pode ser considerado uma boa referência das dificuldades enfrentadas para a implementação de estratégias amplas de desenvolvimento baseadas em variáveis que afetem o equilíbrio externo e doméstico. Embora autoridades governamentais brasileiras tenham, por diversas vezes, demonstrado desconforto com relação a uma valorização supostamente excessiva da moeda doméstica mesmo antes de 2008, o Real foi, dentro da amostra analisada, a moeda que acumulou a maior valorização real pós-crise. E isto apesar de o Brasil ter sido o país que mais aumentou sua proporção de reservas internacionais em relação ao PIB

no mesmo período e ter também aumentado seu grau de intervenção no mercado cambial.

Em síntese, acumular reservas agressivamente, intervir no mercado de câmbio e promover uma forte desvalorização real da moeda nacional, simultaneamente, parecem objetivos de muito difícil compatibilização em países democráticos com contas de capital relativamente abertas e objetivos conflitantes de política econômica doméstica (por exemplo, câmbio desvalorizado e inflação sob controle), em especial num momento como o atual, de “longa digestão” dos efeitos da crise. Mesmo que o sucesso econômico asiático sob Bretton Woods 2 sirva como uma referência atraente e haja iniciativas localizadas que aproximem os países do arranjo, há limites claros para uma ação mais ampla e agressiva.

Sempre é importante lembrar, a associação de condições ligadas ao sistema de BW 2 com as causas motivadoras da crise (os chamados “desequilíbrios globais”), assim como a própria dificuldade enfrentada pela economia global para ingressar numa trajetória de recuperação mais consistente e definitiva pós-crise, tendem a intensificar a reprovação do resto do mundo à adoção individual de medidas de intervenção mais agressivas nos mercados de câmbio, que são frequentemente caracterizadas como ações de caráter protecionista. Ou seja, às limitações impostas pela agenda doméstica, soma-se agora uma pressão advinda também do ambiente global.

Para concluir, um comentário sobre a China. Pelos critérios adotados neste estudo, foram os chineses quem mais se distanciaram do modelo de Bretton Woods 2 no pós-crise. Uma economia que dispôs de condições políticas para promover uma desvalorização real de sua moeda de aproximadamente 50% em 1994, que acumulou mais de US\$ 3 trilhões de reservas nos últimos anos e que resiste firmemente às pressões internacionais por maior abertura de seu sistema financeiro e de seu mercado cambial, a China parece emitir sinais, mesmo que muito sutis, de alguma flexibilidade. Por vários ângulos, trata-se de um movimento que faz sentido. Pode ser

consequência, como sugerido por Eichengreen, de uma mudança gradual na sua preferência em direção a um modelo menos intenso na acumulação de reservas e no câmbio desvalorizado à medida que pode estar ficando evidente que essa opção tenha entrado numa trajetória de riscos crescentes e retornos decrescentes. Ou podem ser concessões de ordem política que têm que ser feitas por um país governado por um regime fechado, mas com uma sociedade cada vez mais complexa e que rapidamente vem ganhando posição de protagonista na arena geopolítica mundial. E que é, em última análise, o mais importante referencial de sucesso econômico dentro do arranjo de Bretton Woods 2. Em qualquer sentido, são movimentos que irão influenciar de forma relevante o sistema monetário e financeiro internacional durante os próximos anos.

5 Referências Bibliográficas

- BERGSTEN, C. Fred; Gill, Bates; Lardy; Nicholas R.; Mitchell, Derek. *China – The Balance Sheet – What the World Needs to Know about the Emerging Superpower*, Public Affairs, New York, 2006.
- BERNANKE, Ben. *The Great Moderation*, The Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress, Washington, February 2004. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>.
- _____. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. The Federal Reserve Board, Homer Jones Lecture, St. Louis, April 2005. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- BLANCHARD, Olivier. *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies*; IMF Working Paper, p. 1-22, Washington, 2009.
- _____. *What is needed for a lasting recovery*; Financial Times; London; 18 de junho, 2009. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/e8bcc516-5c33-11de-aea3-00144feabdc0.html#axzz1hS42cNMq>.
- BONSER-NEAL, Catherine. *Does Central Bank intervention stabilize foreign exchange rates?* Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, First Quarter, p. 43-57, 1996.
- BROZ, Lawrence; FRIEDEN, Jeffrey. *The Political Economy of International Monetary Relations*; Annu. Rev. Polit. Sci., 4: 327-43; New York, 2001.
- CABALLERO, Ricardo J. *The "Other" Imbalance and the Financial Crisis*, NBER, Working Paper Series 15.636, p. 1-42, Cambridge MA, 2009.
- CALVO, Guillermo, REINHART, Carmen. *Fear of Floating*; The Quarterly Journal of Economics, MIT, p. 379-408, 2002.
- CERNY, Philip G. *Globalization and the Changing Logic of Collective Action in Theory and Structure in International Political Economy*; p. 111-146; MIT Press, 1999.

COHEN, Benjamin. *Bretton Woods System*; prepared for the *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*, Routledge, 2002, Disponível em <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/inpress/bretton.html>.

COHEN, Benjamin. *The Regulation of International Financial Markets – Perspectives for Reform*; p. 27-53; Cambridge University Press; 2006.

_____. *The International Monetary System: diffusion and ambiguity*, *International Affairs*, p. 455-470, March, 2008.

DAMICO, Flavio S. *O Ingresso da China na OMC: impactos e transformações*; BM&F, S. Paulo, 2005.

DOOLEY, Michael P.; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter. *An Essay on The Revived Bretton Woods System*; NBER Working Paper 9.971, Cambridge MA, p. 1-11, September, 2003.

_____. *The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*; NBER Working Paper 10.332, Cambridge MA, p. 1-11, March, 2004.

_____. *Bretton Woods II Still Defines The International Monetary System*; NBER Working Paper 14.731, Cambridge MA, p. 1-18, February, 2009.

EICHENGREEN, Barry. *The Dollar: Dominant no More?* Oxford, January 2011. Disponível em <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5998>.

_____. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER Working Paper 10.497, Cambridge MA, p. 1-39, May 2004.

_____. *A Globalização do Capital – Uma História do Sistema Monetário Internacional*; Ed. 34, p. 23-27, 131-147, S. Paulo, 2000.

EICHENGREEN, Barry. *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*; NBER Working Paper 2.193; Cambridge, MA, p. 1-18, March, 1987.

FRIEDEN; Jeffry A. *Capitalismo Global: História econômica e política do século XX*. Rio de Janeiro: Zahar, p. 301-383, 2008.

- FRIEDEN, Jeffrey A.; LAKE, David A. *International Political Economy – Perspectives on Global Power and Wealth*; Second Edition, St. Martin Press, New York, 1991.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *World Economic Outlook*; outubro 2010.
- _____. *Articles os Agreement of the International Monetary Fund*; IMF Website, Washington, last update, august 2009.
- GARRET, Geoffrey. *G-2 in G-20: China, the United States and the World after the Global Financial Crisis*; Global Policy, Volume 1, Issue 1, January 2010.
- GARRISON, Jean. *Understanding Prospects for Cooperation and Competition in US-China Relations – A Review of Theory and Practice*; International Studies Association, Honolulu, March, 2005.
- GILPIN, Robert. *The Political Economy of International Relations*, p. 25-64; 118-151; 160-168. Princeton University Press; New Jersey, 1987.
- GREENSPAN, Alan. *Testimony of Chairman Alan Greenspan*, Committee on Financial Services, US House of Representatives; February, 2005. Disponível em www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony/htm.
- _____. *A Era da Turbulência – Aventuras de um Novo Mundo*; Campus Editora, S. Paulo, 2007.
- HARBERGER, Arnold. *The Real Exchange Rate: Issues of Concept and Measure – Paper prepared for a conference in honor of Mike Mussa*, University of California Los Angeles, p. 2-9, june 2004.
- JICKLING, Mark. *Causes of the Financial Crisis*; Congressional Research Services, January, 2009.
- KAMIN, Steven B., MARAZZI, Mario, SCHINDLER, John W. Is China. "Exporting Deflation"? Board of Governors of Federal Reserve System, International Financial Discussion Papers, number 791, St. Louis, 2004.
- KENNEDY, Paul. *Ascensão e Queda das Grandes Potências*, 15ª edição, Elsevier, Rio de Janeiro, 1989.

- KEOHANE, Robert O. *The Demand for International Regimes; in Globalization and the Changing Logic of Collective Action in Theory and Structure in International Political Economy*; p. 147-177; MIT Press, 1999.
- KINDELBERGER, Charles. *The World in Depression, 1929-1939*, Chapter 14; p. 291-308; University of California Press, Berkeley, 1973.
- LARA RESENDE, André. *Além da Crise: desequilíbrio e credibilidade*; São Paulo, 2009. Disponível em www.iepecdq.com.br/?acao=textos, p. 1-14.
- LEVY-YEYATI, Eduardo, STRUZENEGGER, Federico. *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs Words*; European Economic Review, 49, p. 1603-1635, 2005.
- _____. *Fear of Appreciation*; World Bank Policy Research Working Paper 4387, p. 2-5, November 2007.
- NBER, National Bureau of Economic Research. *US Business Cycle Expansions and Contractions*, home page: www.nber.org.
- PRASAD, Eswar; LIU, Lai; CHAMONN, Marcos. *The Puzzle of China's Rising Household Saving Rate*; disponível em www.voxeu.org/index.php?q=mode/6028, 2011.
- ROGOFF, Kenneth. *Reequilibrar a relação econômica Estados Unidos – China*; Project Syndicate, O Estado de S. Paulo, maio, 2009.
- ROGOFF, Kenneth; REINHART; Carmen. *Is the US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An Historical Comparison*; NBER Working Paper 13.761, p.1-15, Cambridge, January 2008.
- ROUBINI, Nouriel; SETSER, Brad. *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*; paper escrito para o simpósio “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?”, Federal Reserve Bank, San Francisco, p. 1-55, February 2005.
- ROUBINI, Nouriel. *Will the Bretton Woods 2 (BW2) Regime Collapse Like the Original Bretton Woods Regime Did? The Coming End Game of BW2*; RGE Monitor, Roubini Global Economic Service, 2008. Disponível em:

<http://www.economonitor.com/nouriel/2008/07/06/will-the-bretton-woods-2-bw2-regime-collapse-like-the-original-bretton-woods-regime-did-the-coming-end-game-of-bw2/>.

SOIHET, Elena. *Política Monetária e Cambial, regime de Metas de Inflação em um contexto de um Sistema Monetário Internacional sem coordenação*. UFRJ, p. 01-17, Rio de Janeiro, 2004.

TRIFFIN, Robert. *The Evolution of the International System: Historical Reappraisal and Future Perspective*, Princeton Essays in International Finance, no 47 (June, 1965), Princeton University.

YOON IL-HYUN. *The Changing Role of the IMF: Evidence From Korea's Crisis*. Asian Perspective, Vol. 29, no 2, 2005, pp. 179-201.

ZAKARIA, Fareed. *O Mundo pós-Americano*; Cia das Letras, 2008.