



Instituto de Economia  
Universidade Federal de Uberlândia

Programa de Pós-graduação em Economia  
Curso de Mestrado em Economia

Instabilidade Econômica e Reordenamento da  
Arquitetura Financeira Internacional:  
propostas e desdobramentos

**SILVANA REZENDE**

UBERLÂNDIA  
2005

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



Instituto de Economia  
Universidade Federal de Uberlândia

Programa de Pós-graduação em Economia  
Curso de Mestrado em Economia

Instabilidade Econômica e Reordenamento da  
Arquitetura Financeira Internacional:  
propostas e desdobramentos

**SILVANA REZENDE**

**ORIENTADOR: PROF. DR. JOSÉ RUBENS DAMAS GARLIPP**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

UBERLÂNDIA  
2005

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO DEFENDIDA E APROVADA EM 25/11/2005, PELA  
BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Gentil Corazza (UFRGS)

---

Profa. Dra. Vanessa Petrelli Corrêa (IEUFU)  
co-orientadora

---

Prof. Dr. José Rubens Damas Garlipp (IEUFU)  
orientador

Ao meu amor, Josué, pelo seu  
amor incondicional e  
companheirismo.

## AGRADECIMENTOS

Ao professor José Rubens, tão querido, pela orientação deste trabalho, pela tão enriquecedora oportunidade de exercer a atividade de Monitoria na Graduação, e pela confiança e amizade.

Aos professores do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, pelos seis anos de formação acadêmica e pessoal.

À Gra, pela nossa história juntas, pelo amor e pelas madrugadas de economia e nicotina.

Aos meus pais e irmãs, pelo incentivo.

Aos novos amigos e companheiros de trabalho, Thelma e Enilsio, pelo apoio e compreensão.

Aos amigos Rodrigo e Israel, tão queridos.

Ao meu amado marido, por TUDO.

Os meus sinceros agradecimentos.

*"Todas as coisas de que falo são de carne  
como o verão e o salário.  
Mortalmente inseridas no tempo  
Estão dispersas no ar, no mercado, nas oficinas,  
nas ruas, nos hotéis de viagem.  
São coisas, todas elas cotidianas,  
como bocas e mãos e sonhos,  
greves e denúncias  
acidentes de trabalho e do amor  
Coisas...  
de que falam os jornais  
às vezes tão rudes  
às vezes tão escuras  
que mesmo a poesia as ilumina com dificuldade.  
Mas é nela que te vejo pulsando, mundo novo,  
ainda em estado de soluções e esperanças."  
(Ferreira Gullar)*

Resumo: Diante da recorrência de crises de envergadura que se vêm deflagrando nos últimos anos, sobretudo a partir dos anos de 1990, emerge um importante debate em torno do reordenamento da arquitetura financeira internacional, posta que está a incapacidade da atual institucionalidade capitalista em conter tais crises. Tendo por pano de fundo os escritos de Keynes, que tão bem desnudou os fundamentos da riqueza capitalista, esta Dissertação apresenta um panorama das propostas em debate, as quais, a depender de sua afiliação teórica, podem ter maior ou menor alcance, e cujos desdobramentos podem até mesmo implicar efeitos deletérios para as diversas economias, sobretudo para as economias em desenvolvimento.

*Abstract: The recurrent and magnificent crises been faced in the last few years, particularly in the 1990's, have raised an important debate over the need for reordering the international financial architecture, due to the incapacity of the current capitalist institutionalized framework in compelling such crises. Thus, this paper presents the panorama of the reordering proposals been debated, having the writings of Keynes as a backdrop, which so well exposes the fundamentals of the capitalist wealth. Depending upon the theoretical interpretation one may convene, these proposals may have broader or more restrict application and their unfoldings may even imply deleterious effects to diverse types of economies, especially to the developing ones.*

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I - REFERENCIAL TEÓRICO E CONTEXTUALIZAÇÃO</b>	<b>7</b>
1.1 - REFERENCIAL TEÓRICO: KEYNES E OS FUNDAMENTOS DA RIQUEZA CAPITALISTA	8
1.2 - CONTEXTUALIZAÇÃO: INSTITUCIONALIDADE DE BRETTON WOODS E SUA RUPTURA – RUMO À SUPREMACIA DAS FINANÇAS DESREGULADAS	41
1.3 - MERCADOS FINANCEIROS SOB A ÓTICA CONVENCIONAL - UMA CRÍTICA À LUZ DA TEORIA KEYNESIANA	60
<b>CAPÍTULO II - REORDENAMENTO DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL: PROPOSTAS E ALCANCE</b>	<b>66</b>
II - REORDENAMENTO DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL – UM DEBATE EM CURSO	67
II.1 ADOÇÃO DE REGIMES DE BANDAS CAMBIAIS	78
II.2- CONTROLES DE CAPITAL	89
II.3- PROPOSTAS DE CRIAÇÃO DE INSTITUIÇÕES DE PODER SUPRANACIONAL	95
II.4- UMA PROPOSTA DAS ESQUERDAS: <i>GLOBAL FINANCIAL FACILITY</i>	101
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>106</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>112</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS E QUADRO

<b>Gráfico I - Modelo Clássico de Determinação dos Níveis de Poupança (S), Investimento (I) e Taxa de Juros (r) .....</b>	<b>11</b>
<b>Gráfico II - O Ponto de Demanda Efetiva e Determinação da Oferta e do Nível de Emprego .....</b>	<b>19</b>
<b>Gráfico III - Ativos de Investidores Institucionais como proporção do PIB – Países Selecionados (1990 e 1995) .....</b>	<b>54</b>
<b>Quadro I - Mercados para Instrumentos Financeiros Selecionados - derivativos .....</b>	<b>52</b>

---

## INTRODUÇÃO

---

Após a ruptura do sistema erigido a partir da Conferência de Bretton Woods, o capitalismo mundial experimentou um conjunto de transformações profundas no que concerne às relações financeiras internacionais e seus rebatimentos sobre as economias nacionais.

A mudança de direção na política monetário-financeira norte-americana em fins dos anos de 1970 acarretou grandes oscilações nas taxas de juros e de câmbio, obrigando as diversas economias nacionais a incorrerem em ajustes macroeconômicos, ao mesmo tempo em que exacerbava a capacidade inovativa do sistema financeiro internacional, que evoluiu rapidamente em direção à liberalização e desregulação financeiras.

Neste novo cenário, os elementos financeiros e monetários passaram a jogar um importante papel de ampliação dos níveis globais de instabilidade, tornando-se responsáveis pelas quedas dos níveis de atividade econômica. As crises bancárias e monetárias tornam-se cada vez mais recorrentes a partir da década de 1970, sobretudo a partir da década de 1990, atingindo as economias de diversos países.

A deflagração das crises financeiras, conforme verificado nas últimas décadas, nada mais é do que a manifestação das tensões do sistema, e de sua tendência intrínseca à instabilidade. Os fluxos de capitais, tipicamente especulativos, impõem severas dificuldades aos países, uma vez que se movimentam com vistas meramente à obtenção do

valor abstrato, obtido no curto prazo – e o curto prazismo é um traço marcante do capitalismo contemporâneo, em que se configura a preeminência da dinâmica financeira em detrimento da esfera produtiva. E às economias nacionais, sustentar o valor de suas moedas frente a movimentos de capitais desta natureza, é impraticável, ou ao menos extremamente custoso.

A liberalização e desregulação financeiras, que acompanharam as transformações ocorridas na dinâmica financeira ao longo das últimas décadas, e que, somadas à capacidade inovativa dos operadores dos mercados financeiros mundiais no que concerne à superação dos obstáculos à sua valorização e à diluição e cobertura dos riscos financeiros, conferem aos mesmos a prerrogativa de fugir a qualquer controle, traduzindo a racionalidade própria da lógica especulativa de valorização do capital, exacerbando os riscos de ruptura do sistema.

E a recorrência das crises financeiras, especialmente a partir da crise asiática de 1997-8, determinou a emergência de um amplo debate e de um conjunto de ações políticas visando a reforma da arquitetura do sistema financeiro internacional, explícita que está a incapacidade da atual institucionalidade em conter tais crises e seus efeitos perversos sobre as economias, sobretudo aquelas em desenvolvimento.

Neste trabalho, portanto, objetiva-se traçar um panorama das propostas que se colocam no debate em torno do redesenho da institucionalidade capitalista, para o que lançamos mão da caracterização dos processos pelos quais passou a economia internacional a partir do último quartel do século XX, quais sejam, de financeirização da riqueza capitalista, com destaque para as inovações financeiras que se processaram ao longo do

período em pauta, e de desregulação das finanças em nível mundial. Com isto, buscamos caracterizar o atual contexto de globalização financeira, tendo como o seu principal traço a suscetibilidade crescente às crises. Para construir este panorama, entendemos importante o resgate teórico a partir dos escritos de Keynes, que tão bem elucidou o *modus operandi* da economia capitalista, inferindo que as crises são intrínsecas ao seu funcionamento.

Para tanto, além desta Introdução, esta Dissertação conta com dois capítulos e as considerações finais.

No **Primeiro Capítulo**, debruçamo-nos, em uma Primeira Seção, sobre a teoria keynesiana. No nosso entendimento, o resgate da formulação teórica de Keynes se nos afigura de importância central para a efetiva compreensão do *modus operandi* de uma economia capitalista, com o que estabelecemos o pano de fundo para avaliar propostas de políticas e alternativas institucionais capazes de minorar os efeitos deletérios de um sistema cuja fragilidade e suscetibilidade à ocorrência de crises estão inscritas em suas próprias leis de funcionamento.

Na Segunda Seção deste capítulo inicial, à luz do nosso referencial teórico, buscamos avançar na identificação das características mais marcantes que têm estado presentes no desenvolvimento da atual globalização financeira, atentando para a evolução da institucionalidade capitalista a partir de Bretton Woods até o presente, para as respectivas modalidades e instrumentos, os principais agentes envolvidos e os limites e problemas que se impõem.

Após tal caracterização, na Terceira Seção, fazemos uma abordagem sucinta sobre os mercados financeiros vistos sob a ótica ortodoxa. Questionamos, com isto, os

pressupostos metodológicos sobre os quais se assenta a teoria convencional e o seu espraiamento para a explicação do funcionamento dos mercados financeiros, confrontando-a com a herança deixada por Keynes.

No **Segundo Capítulo**, contextualizamos o debate que se coloca em torno do reordenamento da institucionalidade monetário-financeira do sistema capitalista global. Sabe-se que tal debate nasce do próprio reconhecimento, por parte de vários segmentos da sociedade, como intelectuais, governos e organismos multilaterais, de que o novo carácter das finanças globalizadas envolve necessariamente um maior risco de ruptura do sistema, conforme comprova a maior recorrência das crises financeiras, bem como o maior alcance das mesmas sobretudo a partir da década de 1990. Assim, patenteia-se a necessidade de se rever a arquitetura financeira internacional. E, conforme entendemos, as propostas que se colocam em torno de tal reordenamento podem ser divididas em dois grandes grupos, em função da concepção teórica a partir da qual se originam. E o alcance das propostas no tocante ao abrandamento da instabilidade sistêmica parece guardar estreita relação com a respectiva afiliação teórica.

Em **Considerações Finais**, a partir do balanço das propostas que se apresentam no debate, a questão que sobressalta é que os avanços obtidos no que concerne ao reordenamento do sistema monetário-financeiro internacional restringem-se a propostas que têm por suporte os pressupostos pertinentes ao escopo da teoria convencional, quais sejam, aqueles que tomam as causas das crises financeiras como decorrentes de problemas internos às economias, tais como fragilidade institucional no tocante à implementação de

mecanismos de supervisão e regulação financeiras, falta de transparência e adoção de políticas inadequadas.

Na medida em que foram se sucedendo as crises financeiras que marcam as últimas décadas, e em que pesem as suas respectivas especificidades, é crescente o novo caráter das finanças globalizadas, de modo que surgem novas gerações de modelos explicativos no âmbito da teoria econômica convencional, servindo como suporte teórico para as propostas de políticas apregoadas pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial. Conforme veremos, em que pese o fato de suas propostas de reordenamento da institucionalidade capitalista expressarem o reconhecimento das transformações da natureza das crises financeiras recentes, e mesmo que admitam a necessidade de alguns mecanismos de regulação, as agências multilaterais continuam a enfatizar uma política econômica ortodoxa e orientada para o mercado como forma de promover o ajuste macroeconômico dos países em desenvolvimento. Vale ressaltar que o Fundo e o Banco Mundial, em conjunto com o BIS, são o principal *locus* de elaboração de proposições de uma política para o reordenamento do sistema financeiro internacional, e tais proposições expressam a busca dos velhos princípios então pertinentes ao escopo da teoria convencional, cujos rebatimentos junto às políticas econômicas dos países em desenvolvimento não são desprezíveis.

Já aquelas propostas que tomam por referência a instabilidade intrínseca ao funcionamento da economia capitalista, em conformidade com os escritos de Keynes e seus seguidores, pouco avançam – o que reflete, de um lado, os interesses dos países avançados e operadores dos mercados financeiros mundializados – pois que são os que se beneficiam

com a atual (des)ordem financeira internacional –, e de outro, a hegemonia do pensamento convencional.

---

CAPÍTULO I  
REFERENCIAL TEÓRICO E CONTEXTUALIZAÇÃO

---

## **1.1 - REFERENCIAL TEÓRICO: KEYNES E OS FUNDAMENTOS DA RIQUEZA CAPITALISTA**

No âmbito da teoria clássica, a economia é tida como um sistema que, como os sistemas da física newtoniana, seria regido por leis próprias de funcionamento, tendendo ao equilíbrio. Os desequilíbrios seriam decorrentes da atuação de forças externas ao sistema, de imperfeições ou de falhas temporárias, de modo que, nessas situações, entraria em funcionamento um mecanismo automático de ajuste que restabeleceria o equilíbrio, o que estaria condicionado ao livre funcionamento das forças do sistema.

Deste modo, entende-se a economia como um sistema que tende naturalmente ao equilíbrio, e no equilíbrio a totalidade dos recursos disponíveis estaria sendo ocupada – pleno emprego de fatores.

Keynes, ao escrever sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro, em 1936 (KEYNES,1982), dedica-se, num primeiro momento, a criticar os pressupostos teóricos e o entendimento que a teoria clássica sugere acerca do funcionamento da economia capitalista, lançando mão, inclusive, da linguagem e, em algum momento, da metodologia daquela que então já fora seu berço teórico. Trataremos, ligeiramente, de algumas das conclusões pertinentes à teoria clássica – detendo-nos nos pontos mais controversos tratados pela Teoria Geral –, para, em seguida, nos debruçarmos sobre a análise keynesiana.

Primeiramente, cabe destacar algumas considerações pertinentes às possibilidades de desemprego que podem ser aceitas no âmbito daquela construção teórica. A forma segundo a qual é concebida a oferta de trabalho, qual seja, os trabalhadores maximizam sua

utilidade a partir de determinado nível de salário real, sugere que no equilíbrio todos os trabalhadores que estão dispostos a trabalhar àquele determinado salário estão empregados, ao passo que os que não estão trabalhando são aqueles que rejeitaram o trabalho, o que implicou em máxima satisfação. Este é o desemprego voluntário, admitido pelos clássicos. Outra possibilidade de desemprego admitida seria o desemprego friccional, decorrente de desajustes temporários entre oferta e demanda de trabalho, o que tende a ser corrigido tão logo entre em operação o mecanismo automático de ajuste, restabelecendo o equilíbrio. A possibilidade de um desemprego relativo a um persistente excesso da oferta de trabalho frente à demanda é afastada do sistema clássico por meio da flexibilidade dos salários nominais (MORGAN, 1980:13). Destarte, tem-se que a economia opera em equilíbrio, ou sempre tende para este, e o equilíbrio se dá com o pleno emprego de fatores.

De acordo com o modelo clássico, a determinação do emprego se dá no mercado de trabalho, independentemente do nível de demanda agregada, separadamente do mercado de bens. A oferta agregada é determinada a partir do nível de emprego determinado no mercado de trabalho, dependendo somente dos fatores tecnológicos, de modo que não se levam em conta as condições de demanda. Esta coincide com a oferta agregada, o que encontra fundamentação na Lei de Say.

Segundo a Lei dos Mercados de Say, tem-se que toda oferta cria sua própria demanda. Isto decorre em grande medida da concepção da teoria clássica acerca do papel da moeda, e que parece central no tocante às divergências de entendimento, na esteira do pensamento econômico, acerca do funcionamento da economia capitalista. A moeda é concebida como sendo passiva nas relações econômicas, exercendo o papel de mero

lubrificador de trocas, de modo que os agentes a possuem somente com vistas à satisfação de suas necessidades<sup>1</sup>. A moeda não é demandada por si só. Com isto, da renda gerada a partir da realização de determinada produção ofertada decorrerá uma demanda de igual magnitude.

Na versão mais simples da Lei de Say, em linhas gerais, não haveria superprodução pois um aumento da oferta agregada implicaria em aumento no nível de emprego, de modo que as remunerações adicionais seriam revertidas em aumento da demanda agregada.

Segundo MORGAN (1980:14), os clássicos utilizam uma versão mais refinada desta identidade, segundo a qual a igualdade entre a demanda agregada e a oferta agregada é assegurada através do efeito da taxa de juros sobre os níveis de gasto: investimento e consumo.

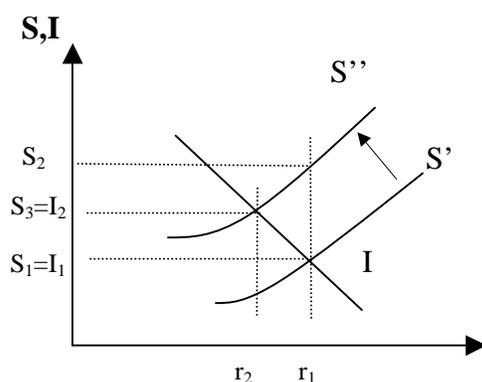
Quando os agentes poupam, o que significa aqui que eles deixam de consumir hoje para consumir amanhã, esta quantia irá para o sistema bancário, de modo que poupança é tida como oferta de crédito, e será destinada aos investimentos, tido nesta teoria como demanda por crédito. Assim, da renda gerada a partir da realização da produção decorrerá um dispêndio equivalente, distribuído entre consumo e investimento. Por isto, a oferta agregada coincide com a demanda agregada. Poupança, investimento e taxa de juros são simultaneamente determinados, sendo esta última o preço que equilibra os primeiros, que são de igual magnitude.

---

<sup>1</sup> Conforme argumenta GARLIPP (1991: 31), “[a] economia clássica, ao propugnar que a ação do dinheiro se circunscreve ao curto período sem afetar a essência da transação e sem modificar os motivos e decisões, expõe aquela que é considerada como uma de suas maiores fragilidades, se não a maior: sua teoria da acumulação de riqueza”.

Suponhamos um aumento da poupança. Dado que a renda é alocada entre consumo e poupança, o aumento desta última acarreta uma redução da parcela da renda destinada ao consumo. O novo nível de gasto significaria uma demanda agregada insuficiente para cobrir a oferta agregada, caso somente o consumo diminuísse em função dessa elevação da poupança. No entanto, a taxa de juros, que é o preço que iguala poupança e investimento, se ajustará para um novo nível equilibrando oferta e demanda por crédito, de tal modo que neste equilíbrio o nível do investimento será maior, e a poupança menor. E neste novo equilíbrio, em que a poupança é um pouco menor, o consumo aumenta. No Gráfico I, representamos este movimento. Tem-se o nível de equilíbrio inicial, em que a poupança  $S_1$  é igual ao investimento  $I_1$ , e a taxa de juros como o preço de equilíbrio entre estes, igual a  $r_1$ . A partir de um aumento do nível de poupança, de  $S_1$  para  $S_2$ , a curva  $S'$  desloca-se para  $S''$ . A nova taxa de juros  $r_2$  é estabelecida no cruzamento entre as curvas  $S''$  e  $I$ . Neste novo equilíbrio, a poupança passa para  $S_3$ , e o investimento passa do nível inicial  $I_1$  para  $I_2$ .

**Gráfico I - Modelo Clássico de Determinação dos Níveis de Poupança (S), Investimento (I) e Taxa de Juros (r)**



Portanto, conforme afirma MORGAN (1980:16), *“the conclusion of this analysis is therefore that once the level of output has been determined in the labour market at a level*

*consistent with full employment, this level will be maintained, apart from temporary departures, because the level of expenditure on goods and services, i.e. aggregate demand, will be brought into equality with the amount supplied through the equilibrating force of the interest rate*". É importante perceber aqui que neste modelo não há problemas relativos à demanda efetiva, ou seja, aqueles relativos à realização da produção. Tudo o que é produzido é demandado.

A partir destas referências de ordem mais geral acerca do modelo clássico de determinação do nível de emprego, e de algumas de suas implicações, partiremos agora para as críticas empreendidas por Keynes, que, ao distinguir a economia tratada pelos clássicos – economia cooperativa, de salário real, de troca real – com relação à economia do mundo real – economia empresarial, monetária –, lança as bases da revolução do pensamento econômico, teorizando sobre a economia monetária da produção.

Keynes rompe cabalmente com o seu berço teórico, de tal forma que no primeiro capítulo da Teoria Geral, expõe o objetivo do título da obra:

“O objetivo deste título é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com os da teoria clássica, na qual me formei (...). Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe achase no limite das possíveis situações de equilíbrio. Ademais, as características desse caso especial não são as da sociedade econômica em que realmente vivemos, de modo que os ensinamentos daquela teoria seriam ilusórios e desastrosos se tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência” (KEYNES, 1982:23).

Keynes apresenta suas críticas à teoria clássica advogando que esta não tem como substrato de análise a economia capitalista, empresarial, monetária, mas sim trata de uma

economia cooperativa, de troca real, que nada tem a ver com a economia capitalista do mundo real.

Uma primeira divergência do autor com respeito à ortodoxia diz respeito não só à presença do dinheiro na economia capitalista, mas também ao seu caráter ativo, apontando este como um importante traço distintivo de uma economia monetária com relação à economia cooperativa. Keynes advoga que uma teoria monetária da produção deve ser encarada como o instrumental adequado ao trato da economia cujo *modus operandi* se busca compreender – qual seja, a economia de negócios, empresarial.

O autor destaca o caráter não neutro do dinheiro, tanto no curto quanto no longo prazo, contrastando assim com o papel atribuído a este na teoria ortodoxa. Nesta, o dinheiro é tido como numerário, mero facilitador das trocas, não sendo, portanto, demandado por si. A circulação monetária seria um reflexo do “lado real” da economia, sem afetá-lo. No entanto, Keynes atenta para uma importante função do dinheiro na economia, qual seja, a de reserva de valor, o que muda consideravelmente os desdobramentos de sua presença em uma economia. Dado ser reserva de valor, comando geral de riqueza, riqueza em sua forma mais pura, o dinheiro é demandado por si. É tido como um ativo, líquido por excelência, objeto de desejo dos agentes, que demandam liquidez. O dinheiro transporta poder de compra ao longo do tempo, sendo assim o elo entre o passado e o futuro. Keynes, portanto, refuta a dicotomia clássica existente entre “lado real” e “lado monetário” da economia, então inseparáveis.

Importa perceber que para Keynes, o caráter ativo da moeda se expressa junto às decisões de produção e de investimento, portanto, decisões que envolvem o curto e o longo

prazo. Entre outras razões que motivaram o autor a destacar o papel ativo que o dinheiro desempenha no mundo real, destaca-se sua preocupação com a capacidade de explicação das crises do sistema capitalista (GARLIPP, 1991).

Keynes também introduz na análise a presença inconveniente da incerteza, que sequer é considerada na teoria clássica. Nesta teoria, os agentes aprendem com as experiências passadas, de modo que com o tempo os agentes vão assumindo posições de equilíbrio, o que decorre de decisões acertadas. No entanto, tem-se que a incerteza permeia todas as decisões dos agentes em uma economia capitalista, significando em última instância que nada se sabe sobre o futuro, este portanto não sendo passível de previsibilidade. Para os clássicos, o futuro é previsível, mediante o uso de cálculos probabilísticos, o que simplifica sobremaneira a concepção acerca do processo de tomada de decisões dos agentes. Para Keynes, *“the fact that our knowledge of the future is fluctuating, vague and uncertain, renders wealth a peculiarly unsuitable subject for the methods of the classical economic theory”* (conforme citado por GARLIPP, 1991:31)

É importante perceber que, sob incerteza, os agentes tomam decisões com base em suas expectativas quanto ao futuro, o que confere à produção capitalista um caráter especulativo. O caráter expectacional da produção capitalista é em última instância a expressão de que a economia monetária é instável e permanentemente sujeita a crises, pois as expectativas são voláteis. A ocorrência das crises não é e nem pode ser admitida no âmbito da teoria ortodoxa, dados os seus pressupostos: futuro previsível e o caráter passivo do dinheiro, para citar alguns deles.

Destarte, a presença do dinheiro, então reserva de valor, em um ambiente dominado pela incerteza, afeta substancialmente os motivos e decisões dos agentes na economia capitalista. Dada a incerteza, o dinheiro é demandado por si, pois transporta valor, é comando geral da riqueza, sendo assim o “anteparo das incertezas”, na medida em que confere maior segurança.

A economia de troca real pode ser definida como uma economia, recorrendo à única referência que Keynes faz a Marx em um de seus escritos, do tipo M-D-M, em que a produção se dá com vistas a satisfazer necessidades de consumo, tendo o dinheiro como mero facilitador das trocas. No entanto, frente à incerteza e ao fato de o dinheiro ser reserva de valor, tem-se que ele é em si mesmo o objetivo da produção capitalista. A economia monetária é uma economia do tipo D-M-D', na qual objetiva-se a valorização do valor, o lucro monetário. O dinheiro é um fim em si mesmo.

Há que se considerar ainda a hierarquia existente entre os agentes (CARVALHO, 1995:45-6). Na teoria neoclássica, os agentes são todos produtores e consumidores, não havendo distinções comportamentais ou quanto a seus objetivos. Para Keynes, entretanto, há basicamente três tipos fundamentais de agentes que se relacionam numa economia monetária: firmas, famílias e bancos<sup>2</sup>. E estas diferentes categorias têm objetivos e papéis distintos, bem como poderes hierarquizados no âmbito da atividade produtiva. Há que se notar que a posse do capital é desigualmente distribuída entre os agentes, não sendo acessível a todos. As firmas detêm mais poder, sendo detentoras de capital, e cujas decisões

---

<sup>2</sup> É fundamental destacar, aqui, que a construção teórica keynesiana reflete a institucionalidade capitalista pertinente à época em que o mesmo se debruça sobre a realidade econômica. Mais tarde, Minsky, entre outros autores pós-keynesianos, vai apresentar importantes avanços àquela teoria, considerando o desenvolvimento capitalista e de sua institucionalidade.

seriam centrais no processo de acumulação de capital, e geração de emprego e renda. Ao passo que às famílias atribui-se duplo papel: fornecer serviços do trabalho e consumir bens. O gasto das famílias é derivado, dependendo das decisões tomadas no âmbito das firmas. Já os bancos têm papel central na economia monetária da produção, na medida em que disponibilizam o crédito para a atividade produtiva, então sob a tutela das firmas. O crédito inclusive não é acessível igualmente a todos os agentes, sendo que as firmas têm preferência na obtenção deste, dada a natureza dos ativos que possuem.

Outro importante traço distintivo entre a economia empresarial e a economia cooperativa refere-se ao caráter das decisões. Estas são privadas e descentralizadas, e se dão de maneira descoordenada. Os capitalistas, cujas decisões têm caráter central na atividade produtiva<sup>3</sup>, não dispõem de uma base de cálculo sólida sobre a qual tomar as suas decisões, agindo expectacionalmente. Sob incerteza, e portanto diante da possibilidade de sofrer perdas futuras resultantes de tomadas de decisões erradas, os agentes constroem uma institucionalidade a partir da qual podem socializar perdas e reduzir riscos – constrói-se um sistema de contratos monetários, o que se configura como uma resposta comportamental racional por parte dos agentes, permitindo-lhes a tomada de decisões. Conforme pontua CARVALHO (1995:48), *“a contract reduces uncertainty by establishing flows of resources, real and financial, their timing and their terms, assuring producers of the availability of inputs, on the one hand, and of the existence of outlets for their products, on the other. It serves as a cost-controlling device for entrepreneurs and as the basis for the calculation of relative rewards that are the field of application of entrepreneurial rationality”*.

---

<sup>3</sup> Pois são estes agentes que decidem pelo investimento, a variável-chave da economia capitalista, conforme aludiremos mais adiante.

Ademais, importa considerar as propriedades da moeda. Diante da importância estratégica assumida pelo sistema de contratos monetários, tem-se que a moeda deve ter algumas propriedades capazes de garantir a factibilidade deste. Enquanto moeda de conta, a moeda desempenha o papel de padrão de medida para contratos futuros, como expressão de débitos, preços e poder de compra. Para tanto, o valor da moeda deve ser reconhecido pelos agentes como sendo estável, como pré-condição para aceitarem estabelecer os contratos em moeda. Para que haja estabilidade no valor da moeda, é necessário que a elasticidade de produção e de substituição desta seja nula ou negligenciável, pois se a moeda pode ser produzida privadamente, ou mesmo substituída, ela perde seu caráter de escassez, perdendo valor, deixando de ser reserva de valor, e deixando de cumprir sua função relativa a padrão de medida. Deve haver, portanto, restrições à sua criação. Esta é uma propriedade da moeda que lhe garante seu atributo principal, qual seja, ser liquidez por excelência.

Enfim, tem-se que em uma economia monetária, conforme aponta CARVALHO (1995:49) como sendo o núcleo das proposições de Keynes, *“money is not only a means of circulation but it is also an asset, a means of conserving wealth, the main attribute of which is the capacity to liquidate debts and to represent purchasing power in its purest form. The existence of a demand for money as an asset affects the demand (and prices) for other types of assets, alternative forms of conserving wealth with different attributes.”*

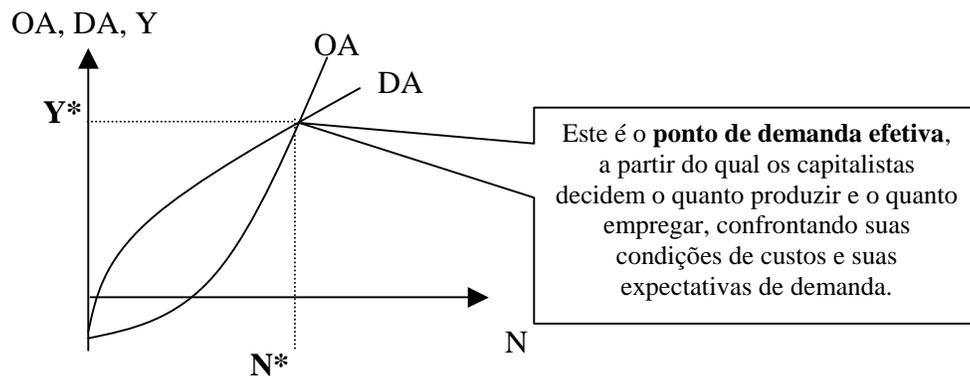
Assim, depois de traçadas as características mais gerais e determinantes do modo como funciona uma economia monetária, apresenta-se a seguir como se determina o nível de emprego em uma economia capitalista, o que Keynes explica a partir de seu Princípio da

Demanda Efetiva, princípio este que expressa a incerteza que permeia o processo de tomada de decisões dos agentes capitalistas

Keynes vai mostrar através deste princípio, após refutar o modo como no modelo clássico são determinados os níveis de emprego e de produção, como se determina a oferta na economia monetária, a partir de que se determina o nível de emprego, pois para este autor o nível de emprego é determinado no mercado de bens, e não a partir do equilíbrio no mercado de trabalho.

Keynes advoga que no tocante à alocação de recursos, os capitalistas devem decidir quanto produzir e quanto empregar. Ou seja, aqui, a decisão se dá no tocante a quanto usar da capacidade produtiva existente, tomando esta como dada. Para este autor, para tomar esta decisão, os capitalistas levam em conta, de um lado, o retorno mínimo a partir do qual eles colocarão a produção em marcha, e portanto, empregarão determinado nível de emprego, a que Keynes denominou Oferta Agregada, e de outro, o retorno **esperado** a partir das vendas da produção para dado nível de emprego, a Demanda Agregada. (VERCELLI, 1991:181). Ou seja, os capitalistas levam em consideração suas condições de custos, cujo principal determinante é o nível dos salários nominais, e os lucros monetários que esperam obter a partir de uma demanda expectacional. Assim, o ponto de demanda efetiva em Keynes é determinado a partir do cruzamento entre as curvas de Oferta e Demanda Agregadas, tais como foram definidas acima, o que determina, portanto, o nível de produção a ser ofertada. No Gráfico II, representa-se a determinação do ponto de demanda efetiva, e portanto da oferta.

## Gráfico II<sup>4</sup>- O Ponto de Demanda Efetiva e Determinação da Oferta e do Nível de Emprego



Note-se que a determinação do nível de emprego se dá no mercado de bens, e a partir de considerações acerca das condições de demanda, diferentemente do modelo clássico.

Cabe enfatizar, aqui, que a demanda efetiva é um conceito *ex-ante*, que expressa as expectativas dos capitalistas quanto ao nível de demanda. Não significa necessariamente que na esfera da realização estas expectativas serão satisfeitas. Neste tocante, POSSAS (1986:297) esclarece que “demanda efetiva (...) é um conceito de demanda (no caso, igualada à oferta) tal como prevista pelos agentes econômicos (empresários) que, detendo o comando sobre a produção, e tendo resolvido o quê e como produzir, decidem a cada período de produção o ‘quanto’ produzir – e, desta forma, o quanto empregar – dos recursos existentes. Em suma, ele é para Keynes um conceito pertinente ao confronto entre

<sup>4</sup> Este gráfico é apresentado em VERCELLI (1991:179).

a ocupação dos recursos (através da produção) e sua alocação, e não ao confronto entre produção e realização”.

O conceito de equilíbrio para Keynes vai significar que estas expectativas foram sancionadas na esfera da realização, portanto, um conceito *ex-post*. Ou seja, que os capitalistas estavam corretos quanto à demanda que imaginaram que os seus produtos encontrariam no mercado. Mas isto não significa que esta situação vai se repetir para os próximos períodos de produção.

Na verdade, esta situação de equilíbrio é atingida a partir de sucessivas reavaliações dos capitalistas, constantes de acertos e erros, que vão se aproximando da situação em que suas expectativas de curto prazo são sancionadas. A cada momento as expectativas são reavaliadas, a partir do confronto com os resultados realizados, que se confirmam ou não. Quando as expectativas são desapontadas, os empresários vão sendo induzidos a eventuais alterações no sentido de corrigir suas decisões de produção subseqüentes.

Keynes desenvolve ao longo da Teoria Geral um modelo heurístico, ou seja, um modelo simplificador da realidade, adequado à análise dos elementos pertinentes ao funcionamento da economia que o autor se propõe a explicar. A estrutura deste modelo heurístico foi desenvolvida em dois estágios: um primeiro, relativo aos primeiros dezoito capítulos do livro, é o modelo “*fix-price*”, ao passo que o segundo é o modelo “*flex-price*”, desenvolvido nos demais capítulos (VERCELLI, 1991)

Neste primeiro estágio, o autor desagrega a economia em quatro mercados, quais sejam: mercado de trabalho, mercado de bens, mercado de capitais e mercado monetário, procurando mostrar que não existe de fato a divisão destes mercados conforme apresentado

na teoria ortodoxa – são inseparáveis. Lança mão do método ortodoxo de equilíbrio parcial para cada um destes mercados, com o que vai mostrar a inadequação deste para a apreensão do *modus operandi* de uma economia monetária.

Para tanto, o autor analisa separadamente cada um destes mercados sequencialmente, o que tem uma razão de ser. A ordem de exposição é exatamente a ordem inversa àquela pertinente à ordem de determinação causal existente entre os mercados.

Ao analisar primeiramente o mercado de trabalho, o autor se depara com uma indeterminação, qual seja, relativa à negação do “segundo postulado clássico”, qual seja, o de que “a utilidade do salário, quando se emprega determinado volume de trabalho, é igual à desutilidade marginal desse mesmo volume de emprego”, como determinante da curva de oferta de trabalho, o que o leva a concluir que não há uma curva de oferta de trabalho positivamente inclinada, podendo haver vários pontos de equilíbrio neste mercado. Assim, o nível de emprego deve ser determinado exogenamente a este mercado, devendo-se partir para a análise do mercado de bens, determinando-se aí o ponto de demanda efetiva. Quando da análise deste, chega-se a uma outra indeterminação, qual seja, as curvas de oferta agregada e de demanda agregada não coincidem como no modelo clássico, posto que a Identidade de Say não tem validade (o que está estreitamente relacionado com o papel do dinheiro na economia monetária). Dá-se assim um outro passo – dado que a demanda agregada deriva da soma dos gastos entre bens de consumo e bens de investimento, o seu nível seria determinado sob o ponto de vista dos gastos. A partir deste momento, Keynes passa a analisar os determinantes do consumo e do investimento. Pelo lado do consumo agregado, este é indeterminado, na medida em que depende principalmente da renda

agregada, outra incógnita. Pelo lado dos investimentos, estes devem ser determinados exogenamente ao mercado de bens, no mercado de capitais. No entanto, aqui também há uma indeterminação: a taxa de juros não é, como querem os clássicos, o preço que equilibra poupança e investimento. A taxa de juros não é determinada a partir da oferta de fundos de empréstimos (poupança) e demanda por fundos de empréstimos (investimento), mas sim a partir de oferta e demanda de liquidez, o que em última instância é determinado no mercado monetário. Deste modo, a partir deste método de exposição, o autor evidencia que estes mercados são inseparáveis (VERCELLI, 1991: 188-9).

Neste primeiro estágio do modelo, o autor lança mão de um modelo de equilíbrio estacionário, em que ele considera que as expectativas de curto prazo podem ser desapontadas, e que isto não afeta as expectativas de longo prazo. O estado das expectativas de longo prazo é constante. Assim, os empresários podem rever suas expectativas de curto prazo, o que permite que, a partir de relações de acerto e erro, o equilíbrio possa ser alcançado – ou seja, as expectativas possam ser sancionadas para determinado período de produção.

Para este momento de sua análise, o autor considera como dados no curto prazo a quantidade de trabalho e a qualificação dos trabalhadores, a quantidade e a qualidade do equipamento produtivo, as técnicas de produção e a produtividade, o grau de concorrência, os hábitos e gostos dos consumidores, os preços das matérias primas, o salário nominal e os contratos financeiros, e o nível de investimento em andamento (KREGEL, 1976; POSSAS, 1986; KEYNES, 1982). Neste modelo, as variáveis independentes são a propensão marginal a consumir, a escala da eficiência marginal do capital e a preferência pela liquidez, e as

variáveis dependentes, ou seja, o que ele procura determinar, são a produção e o nível de emprego.

Note-se que o objetivo era contrastar sua análise com a análise dos clássicos, evidenciando que o desemprego involuntário não é um desequilíbrio, mas uma possibilidade intrínseca ao sistema, mesmo que este esteja em equilíbrio de curto prazo. Para tanto, portanto, o autor não precisava entrar em uma análise dinâmica, considerando salários nominais flexíveis, endógenos, de modo que o modelo de equilíbrio estacionário seria adequado para a exposição de suas conclusões, adotando-se a hipótese de que os salários nominais são constantes.

Como visto anteriormente, a oferta agregada é determinada no mercado de bens a partir do Princípio da Demanda Efetiva. Ocorre que a demanda efetiva é um conceito *ex-ante*, relativo à alocação dos recursos, de modo que não se relacione com a esfera da realização, que diria respeito à demanda real agregada (GARLIPP, 1991). Neste tocante, tem-se uma indeterminação do nível de produção e portanto do nível de emprego, desconhecendo-se o nível de demanda agregada. Keynes, ao considerar que “a função de demanda agregada relaciona determinado volume de emprego com o produto das vendas que se espera realizar desse volume de emprego”, e que “o produto das vendas forma-se pela soma de duas quantidades – a soma que será despendida em consumo quando o emprego está a certo nível e a soma que se destinará ao investimento”, passa assim a analisar os fatores que determinam estas duas quantidades (KEYNES, 1982:83).

Após fazer uma análise acerca dos fatores subjetivos e objetivos que influenciam a função consumo, o autor conclui que no curto prazo o fator mais importante na

determinação desta função é a renda agregada. Ou seja, o consumo agregado depende, em última instância, do montante da renda agregada. Neste sentido, o autor contrapõe-se à visão dos clássicos, segundo a qual o consumo é determinado pela maximização das funções de utilidade dos consumidores sob restrição orçamentária, sendo uma função do sistema de preços, e os níveis de renda somente como uma restrição incapaz de modificar a função em si (VERCELLI, 1991).

A variável investimento é variável chave na economia capitalista. O consumo é gasto derivado da renda, e o investimento é o gasto responsável pela geração de renda e de emprego na economia. Conforme se explicitou quando da exposição das características de uma economia monetária, tem-se que esta é um arranjo social hierarquizado, em que os agentes têm poderes diferenciados no âmbito da atividade produtiva. As firmas detêm capital e acesso privilegiado aos fundos de empréstimo disponibilizados pelo sistema bancário, de modo que suas decisões têm influência decisiva no desenvolvimento do processo econômico. Os capitalistas decidem o quanto investir em determinado período, assumindo que a indústria produtora de bens de capital está apta a atender sua demanda. Esta indústria colocará a produção em marcha, empregando trabalhadores. Dessa produção, decorrerão pagamentos de salários e de lucros, gerando impactos de renda neste setor, rendas que se reverterão em consumo e poupança. O aumento no consumo decorrente dessa renda gerada no setor produtor de bens de capital significa também um impacto secundário de renda no setor produtor de bens de consumo. Ou seja, o consumo é derivado da renda, que por sua vez é derivada do gasto chave na economia capitalista: o investimento. Conforme aponta VERCELLI (1991:182), de fato o consumo depende da renda, mas

juntamente com o investimento ele determina o montante de gastos que tornam a ser traduzidos em renda. A interação entre renda e gasto pode ser interpretada como um mecanismo realimentador, o que está por trás da idéia do multiplicador.

Esta é, em linhas gerais, a lógica implícita no multiplicador do investimento, que tem um impacto primário de renda no setor produtor de bens de capital, o que vai se expandir para os demais setores da economia.

A propensão marginal a consumir expressa quanto variará o consumo em decorrência da variação de uma unidade incremental da renda. É um conceito importante, na medida em que informa como se dividirá o próximo incremento da produção entre consumo e o investimento. Temos:

$\Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w$ $\Delta C_w = c \cdot \Delta Y_w \quad , \text{ onde } c \text{ é a propensão marginal a consumir } \Rightarrow$ $\Delta Y_w = c \cdot \Delta Y_w + \Delta I_w \quad \Rightarrow \quad \Delta Y_w = k \cdot \Delta I_w, \text{ onde } k \text{ é o multiplicador do investimento}$
---

O multiplicador do investimento possui duas dimensões: uma dimensão mecânica, relativa a impulso e resposta, e uma dimensão que mostra a relação existente entre os departamentos  $D_1$  e  $D_2$ , ou seja, departamento produtor de bens de capital e departamento produtor de bens de consumo, respectivamente. A análise mecânica do multiplicador cumpre o papel de mostrar o desdobramento do gasto autônomo na renda. O investimento gera impactos de produção e de emprego (GARLIPP, 1991).

Deste modo, importa agora considerar quais são os fatores determinantes da variável investimento.

Keynes contesta os clássicos quanto à sua concepção acerca da identidade entre poupança e investimento, e da relação de determinação estabelecida por aqueles no sentido da poupança para o investimento. De fato, poupança e investimento serão sempre de igual magnitude, o que se verifica em qualquer momento do processo multiplicador. Neste tocante, KEYNES (1982: 64) comenta que

“(...) embora o montante da poupança seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento resulte do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são, necessariamente, iguais, visto que qualquer deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo. (...) Desde que se admita que a renda seja igual ao valor da produção corrente, que o investimento corrente seja igual à parte da dita produção corrente não consumida e que a poupança seja igual ao excedente da renda sobre o consumo (...), a igualdade entre a poupança e o investimento é uma consequência natural. Em resumo:

Renda = valor da produção = consumo + investimento

Poupança = renda – consumo

Portanto, poupança = investimento.”

No entanto, na teoria ortodoxa, o investimento sempre será igual à poupança devido ao fato de esta ser equivalente à oferta de crédito, que será inexoravelmente destinada ao investimento, portanto, a demanda de crédito para investimento. A taxa de juros seria o preço que equilibraria estes montantes no mercado de capital. O que o nosso autor vai advogar é que, primeiramente, o investimento não depende de renda prévia, sendo gasto autônomo, gerador da renda de que o montante de poupança é função. Portanto a relação de determinação vai no sentido do investimento para a poupança. E, ademais, a crítica do autor vai ainda no sentido de que a oferta de crédito não necessariamente será destinada a aplicações produtivas do capital, ou seja, ao investimento, dado que os saldos monetários

em posse do capitalista podem ter várias aplicações, podendo inclusive ser retidos em sua forma mais pura de comando geral de riqueza, liquidez que transporta valor ao longo do tempo. Poupança, portanto, não significa deixar de consumir hoje para consumir amanhã. Significa o resíduo da renda que, após o consumo, **tem alternativas de aplicação**<sup>5</sup>, sendo o investimento apenas uma delas.

Se a poupança é determinada em última instância pelo investimento, pois este é responsável pela geração de emprego e renda, os possíveis pontos de equilíbrio coincidem com a curva de investimento. Isto leva a uma função de duas incógnitas: o investimento permanece indeterminado no mercado de capitais, a menos que a taxa de juros seja exogenamente determinada. E Keynes vai mostrar que a taxa de juros é determinada no mercado monetário, e não no mercado de capitais, como no modelo clássico (VERCELLI, 1991:184). O autor, através da sua teoria da preferência pela liquidez, apresenta como é determinada a taxa de juros.

Quanto aos determinantes da decisão do investimento, sabemos que se trata de uma decisão capitalista em torno das alternativas de aplicação para o seu capital. A decisão de investimento envolve o longo prazo, e se dá em um ambiente dominado pela incerteza. O capitalista decidirá tendo por base suas expectativas quanto aos rendimentos futuros esperados provenientes de cada via alternativa de valorização. Anteriormente ao capítulo XVII da sua Teoria Geral, Keynes considera apenas duas vias de valorização: a via produtiva, mediante a compra de ativos instrumentais, e a via alternativa, mediante

---

<sup>5</sup> Note-se que, conforme explicitaremos mais adiante, com o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros das últimas décadas, o capitalista depara-se com um leque consideravelmente mais amplo de alternativas dentre as quais deverá optar para aplicar seus recursos, a depender de suas expectativas e do estado de confiança sobre o qual as mesmas estão assentadas.

aquisição de títulos de longo prazo e a retenção de moeda (incluindo aqui “quase moeda”, os ativos de curtíssimo prazo). No capítulo XVII o autor passa a considerar que há vários ativos dentre os quais o capitalista escolherá o que lhe conferir maior retorno esperado.

Keynes apresenta o conceito de taxa de juros própria, relacionado ao retorno de um ativo em um sentido amplo. A partir deste conceito, considera-se, além do retorno financeiro esperado de determinado ativo, a conveniência de se possuir tal ativo. Este conceito abre a possibilidade de considerar a moeda como um ativo, cujo retorno se manifesta no seu prêmio de liquidez.

A decisão de investir deve levar em conta o que Keynes chama de Eficiência Marginal do Capital (EmgK). O capitalista tem como referência para a tomada de decisão o preço de oferta do bem de capital. A partir desta referência, o capitalista traz para valor presente os rendimentos esperados decorrentes da produção, ou seja, que espera ter ao colocar a produção em marcha, a que ele chama de preço de demanda do bem de capital. A taxa de capitalização que traz estes rendimentos esperados para valor presente, igualando o preço de demanda ao preço de oferta do bem de capital, é o que o autor chama de eficiência marginal do capital.

Portanto, no primeiro momento da decisão de investimento, o capitalista verifica se esta taxa de capitalização é positiva, ou seja, se segundo suas expectativas, será possível recuperar o investimento a partir do ativo instrumental. Se sim, num segundo momento, o capitalista vai confrontar esta taxa de capitalização com a rentabilidade esperada da moeda. Note-se que os dois elementos que estão sendo comparados têm caráter expectacional, dado que o capitalista não dispõe de base sólida para efetuar seus cálculos quanto aos

rendimentos futuros. Portanto, a decisão de investir, *i.e.*, a decisão acerca do gasto responsável pela geração de emprego e renda na economia capitalista, tem base expectacional, sendo suscetível a variações bruscas, a depender da confiança dos agentes no estado das expectativas.

A comparação da rentabilidade esperada do bem de capital é feita com relação à da moeda, pois este é o ativo cuja taxa é mais estável, dadas as características da moeda.

Keynes vai dizer que a  $EmgK$  é decrescente, mas explica que isto não tem a ver com produtividade marginal decrescente. A eficiência marginal do capital é decrescente pois, se o preço de demanda for superior ao preço de oferta do bem de capital, os capitalistas aumentarão a produção deste bem, reduzindo assim sua escassez relativa, e, portanto, reduzindo a rentabilidade esperada do ativo instrumental.

As rentabilidades futuras dos diversos ativos apresentam tendência à queda. No entanto, quando se trata de moeda ou quase-moeda, suas rentabilidades esperadas caem mais lentamente, pois tais ativos não são objeto de produção privada, o que lhes confere uma estabilidade. Por este motivo, a comparação dos rendimentos esperados do ativo instrumental é feita com relação aos retornos esperados da moeda.

A moeda é um ativo que pode ser objeto de retenção *per se*. Em que pese não oferecer rendimentos pecuniários ao agente que a possui, envolve uma rentabilidade subjetiva, qual seja, o prêmio de liquidez – seu atributo máximo –, que pode superar, a depender das expectativas dos agentes, as rentabilidades dos diversos ativos (o que é expresso através do conceito de taxa de juros própria). E se a moeda é um ativo, ela pode tomar o lugar de outros ativos na escolha dos agentes, o que pode afetar o preço destes

ativos. E se o preço destes outros ativos pode ser afetado, inclusive os preços dos bens de capital, isto acabará por afetar a disponibilidade dos mesmos (CARVALHO, 1995).

Além do efeito da redução da escassez do bem de capital no sentido de diminuir os rendimentos esperados do ativo instrumental, afetando a eficiência marginal do capital, outro efeito sobre esta está relacionado com o preço de oferta dos bens de capital. Dado que Keynes adota a hipótese simplificadora de que o tamanho do mercado é dado, com dada capacidade produtiva, à medida que a oferta do bem de capital vai acompanhando o ritmo dos investimentos, a indústria produtora do bem de capital vai atingindo o seu limite de capacidade, de modo que a produção adicional do ativo de capital se dá mediante uma elevação de seu preço. Isto também reduz a rentabilidade esperada do investimento.

São estes elementos que acabam por limitar o investimento, o que portanto se dá do lado da demanda por investimento, segundo as expectativas desfavoráveis dos investidores quando aos rendimentos esperados.

Outro fator limitante ao investimento refere-se ao fato de que, após dois “passos” que o capitalista dá no momento da decisão (eficiência marginal do capital positiva e maior do que os rendimentos esperados da moeda), há que se considerar também as expectativas que se constroem no sistema bancário. A decisão de investir envolve uma decisão de endividamento, de modo que o crédito a ser concedido pelo sistema bancário depende de expectativas favoráveis quanto ao pagamento do financiamento. Este fator passa a ser mais problemático também à medida que o investimento aumenta, pois os bancos vão assumindo o “risco crescente” ofertando crédito de grande magnitude.

A taxa de juros é um importante elemento para a tomada de decisão de investimento, dado ser comparada com a rentabilidade esperada deste. A determinação da taxa de juros, para Keynes, se dá no mercado monetário. A taxa de juros na teoria clássica é definida como sendo o prêmio que se ganha por abster-se do consumo imediato, enaltecendo as virtudes da parcimônia<sup>6</sup>. Seria o preço que equilibra a demanda por recursos para investir e a oferta de crédito. A visão de Keynes opõe-se diametralmente a esta, o que decorre da própria concepção que este autor tem acerca da moeda. Segundo ALMEIDA FILHO (1988: 21), “as taxas de juros medem justamente o prêmio que tem que ser oferecido para induzir as pessoas a acumular riqueza de outra forma que não sob a forma de dinheiro, espelhando o estado geral e confiança no futuro. A tendência a entesourar estaria ligada à taxa de juros, fator este que ajusta na margem a demanda por liquidez”.

A moeda, dado transportar riqueza ao longo do tempo, pode ser demandada por si, na medida em que confere maior segurança aos agentes frente a um futuro incerto. O seu retorno ao agente que a deseja possuir vem na forma de um prêmio de liquidez (CARVALHO *et alli*, 2001: 42). Para Keynes, portanto, a taxa de juros seria o prêmio que se ganha por abrir mão da liquidez, abrir mão desta segurança, portanto.

Assim, a taxa de juros é determinada a partir das relações entre demanda e oferta de liquidez. Ou seja, “é o *preço* mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível” (CARVALHO *et alli*, 2001: 43).

---

<sup>6</sup> Keynes, neste tocante, denuncia a contradição existente entre a lógica do enriquecimento privado e a lógica do enriquecimento social. Segundo ele, quando o indivíduo aumenta a parcela de sua renda destinada à poupança (abstém-se de maior consumo), pode estar aumentando sua riqueza particular, mas isto será prejudicial para a comunidade como um todo. A demanda agregada só pode ser derivada do consumo presente ou das reservas para o consumo futuro. Mas a prudência financeira pode causar restrições na procura agregada e, portanto, diminuir o bem estar.

Não se trata de uma teoria da demanda por moeda, mas de uma teoria da preferência pela liquidez.

Note-se que a noção de preferência pela liquidez está intrinsecamente relacionada com a presença inconveniente da incerteza, levando os agentes a demandarem mais ou menos a segurança conferida pela posse da moeda frente a uma maior ou menor incerteza quanto ao futuro, conforme sejam informados por suas expectativas.

Keynes vai afirmar que os agentes podem demandar liquidez por vários motivos, e a teoria da preferência pela liquidez envolve uma discussão acerca da escolha de ativos por parte dos agentes.

MINSKY (1987) e CARVALHO (1995) atentam para o caráter multidimensional da demanda por moeda, presente na discussão apresentada por Keynes, seja na Teoria Geral, seja em escritos posteriores a esta.

Os agentes podem reter moeda para fazer face ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda – o motivo transação; podem reter moeda por precaução para atender às contingências reservadas pelo futuro incerto – o motivo precaução; e podem reter moeda para fins especulativos, ou seja, buscando ganhar com operações futuras “*por saber melhor que o mercado o que o futuro trará consigo*” (MINSKY, 1987 :84), o qual seria o motivo mais importante no tocante à preferência pela liquidez. Minsky aponta para as relações mais importantes relativas à demanda especulativa por moeda, atentando para alguns elementos que não haviam sido considerados por Keynes, ao menos explicitamente.

Segundo MINSKY (1987), Keynes teria considerado a demanda monetária especulativa como sendo função unicamente da taxa de juros. Ou seja, considerando que a demanda monetária aumenta à medida que a taxa de juros se reduz.

Cada agente que opera com ativo no mercado financeiro tem pra si uma referência do que seria uma *taxa normal de juros*, estabelecida a partir de critérios subjetivos, com base na sua experiência, por exemplo. Esta referência serve para comparar com a taxa vigente no mercado. Se esta taxa vigente está abaixo da taxa normal de juros, o agente, na medida em que espera uma elevação da taxa de juros, prefere reter moeda, esperando obter ganhos no futuro. Por outro lado, se a taxa de juros vigente está acima da taxa normal de juros, o agente espera uma queda da taxa, preferindo comprar títulos. A taxa de juros irá se mover a depender da predominância ou de expectativas de alta ou de expectativas de baixa da taxa de juros, o que afeta a liquidez<sup>7</sup>

especulativa de moeda, na medida em que no momento da decisão acerca da forma como os capitais serão aplicados, a depender daquele preço, os agentes podem optar por reter moeda (se os retornos esperados desta superarem os retornos esperados do ativo instrumental).

Outro motivo bastante importante com relação à demanda de moeda é o motivo *finance*. Os capitalistas, ao tomarem a decisão de investir, recorrem ao sistema bancário para obter crédito. Se a economia cresce a taxas crescentes, deve haver alguém no sistema que seja capaz de criar moeda, capaz de atender a uma demanda adicional por crédito. A poupança passada, conforme já exposto aqui, não define a oferta de crédito, o que é definido pelo sistema bancário<sup>8</sup>.

Existe sempre um fundo rotativo no banco que permite a este colocar uma quantia em seu passivo contabilmente – sacar a descoberto. Com este procedimento, o sistema bancário fica numa situação de iliquidez – dado que a economia quer crescer a taxas crescentes. O sistema bancário somente abrirá mão de sua liquidez cobrando uma taxa de juros mais elevada – ou seja, exige um maior prêmio por se abster de sua liquidez. Portanto, a taxa de juros só é afetada quando as condições de liquidez do sistema são afetadas.

O que faz variar a taxa de juros não é a oferta e demanda de crédito, conforme havia sido apontado na teoria ortodoxa, mas sim a relação de oferta e demanda de liquidez.

Keynes, ademais, desnudou a fragilidade intrínseca à economia capitalista, a partir do seu entendimento de que a mesma é movida por ciclos, marcados ora por prosperidade, ora por reversões críticas. Nas palavras do autor, “por movimento cíclico queremos dizer

---

<sup>8</sup> Com os processos de desintermediação financeira e de securitização ocorridos ao longo das últimas décadas, conforme veremos na próxima seção, verificou-se um abandono relativo do crédito bancário em favor da comercialização de valores.

que, quando o sistema evolui, por exemplo, em direção ascendente, as forças que o impõem para cima adquirem, inicialmente, impulso e produzem efeitos cumulativos de maneira recíproca, mas perdem gradualmente a sua potência até que, em certo momento, tendem a ser substituídas pelas forças que operam em sentido oposto e que, por sua vez, adquirem também intensidade durante certo tempo e fortalecem-se mutuamente, até que, alcançado o máximo desenvolvimento, declinam e cedem lugar às forças contrárias. (...) Contudo, para que nossa explicação seja adequada, devemos incluir outra característica do chamado ciclo econômico, ou seja, o fenômeno da crise – o fato de que a substituição de uma fase ascendente por outra descendente geralmente ocorre de modo repentino e violento, ao passo que, como regra, a transição de uma fase descendente para uma fase ascendente não é tão repentina” (KEYNES, 1982: 243-4).

Para o autor, o ciclo econômico deve ser considerado como o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital, e as crises decorrentes do colapso da mesma. Isto pois o investimento, ou seja, a única alternativa de aplicação do capital capaz de gerar emprego e renda, somente ocorrerá se a eficiência marginal do capital informar ao capitalista que esta será a melhor alternativa de aplicação para seus recursos.

Com isto, pode-se depreender que a economia capitalista é uma economia intrinsecamente instável, sujeita a crises, posto ser movida mediante decisões capitalistas privadas e descoordenadas, e que se dão a partir de expectativas quanto ao futuro, pois em ambiente impregnado pela incerteza.

A fragilidade do sistema capitalista, conforme explicitada pelo autor, manifesta-se progressivamente, sobretudo se considerarmos a generalização do potencial de instabilidade

observada a partir do final dos anos de 1960, evoluindo para um sistema de finanças privadas e desreguladas, em que a supremacia da dinâmica financeira imprime ao sistema a suscetibilidade crescente a crises, exponenciando-se, assim, o risco sistêmico, sobretudo se considerarmos a ausência de mecanismos de controle.

Nas palavras do nosso autor, “[i]maginar que exista algum mecanismo de ajuste automático e funcionamento perfeito que preserve o equilíbrio, bastando para tanto que confiemos nas práticas do *laissez-faire*, é uma fantasia doutrinária que desconsidera as lições da experiência histórica sem apoio em uma teoria sólida” (citado por GARLIPP, 2001b:5).

Suas críticas à doutrina e à política do *laissez-faire* mostram o entendimento do autor quanto à sua inadequação quando se busca solucionar os problemas econômicos e sociais. Keynes, portanto, propõe políticas ativas que devem ter na ação do Estado importância central. Para nosso autor, é por meio da ação estatal que as diversas economias conseguem fazer frente àquela que é a tendência natural da economia capitalista, qual seja, a de gerar desemprego e uma injusta distribuição da renda e da riqueza. O Estado, portanto, deve assumir maior responsabilidade na orquestração dos investimentos, agindo de modo a minimizar a instabilidade econômica intrínseca ao funcionamento de um sistema econômico marcado pela contradição entre racionalidade individual e social, antes que pela harmonia social advogada pela ortodoxia. Nos termos de GARLIPP (2001b:11), “[a] ação do Estado, um justificado meio de a sociedade exercer o controle consciente sobre a economia, é a resposta de Keynes à incapacidade de auto-regulação da economia capitalista, posto que

a operação da ‘mão invisível’ não produz a harmonia apregoada entre o enriquecimento privado e a criação de riqueza nova para a sociedade”.

De fato, a partir de suas constatações acerca da não aplicabilidade dos pressupostos da teoria ortodoxa, Keynes declara sua oposição ao padrão-ouro, que vigia anteriormente à Primeira Grande Guerra sob a hegemonia britânica, condenando o retorno da Inglaterra a esse regime. Na Teoria Geral, o nosso autor apontava com acuidade para a problemática relativa à adoção de paridades cambiais fixas combinadas ao livre fluxo de capitais internacionais, pois, com isto, o objetivo de manter uma taxa de juros doméstica consistente com o pleno emprego estaria totalmente descartado. Keynes afirma que o padrão-ouro implica no enrijecimento do valor externo da moeda nacional, então vinculado a uma quantidade fixa de ouro, envolvendo um comprometimento da autonomia quanto ao exercício de política econômica com vistas ao pleno emprego. A preocupação central de uma política monetária, para Keynes, deve ser a estabilidade de preços associada à menor taxa de desemprego possível.

Keynes defende, naquele contexto, a política mercantilista, entendendo que, na ausência de um sistema interno e organizado de crédito ou de empréstimos e investimentos externos, aquela se colocaria como uma forma de manter uma gestão autônoma da política monetária, independentemente das flutuações dos fluxos externos de capitais. A partir do acúmulo de reservas em ouro, decorrente de uma balança comercial favorável, viabilizar-se-ia a queda da taxa de juros internamente, de sorte a promover a tomada de decisões dos agentes por novos investimentos, e portanto em prol da geração de emprego e renda (KEYNES, 1982, cap.23).

No tocante às relações econômicas internacionais, Keynes destaca as assimetrias entre os países credores e devedores quanto ao poderio financeiro entre países, assimetrias estas expressas nos respectivos processos de ajustamento de balanço de pagamentos, apontando para a hierarquia entre as moedas nacionais e sublinhando a capacidade inferior das economias devedoras de atrair recursos para a aquisição de ativos e bens denominados em moeda nacional (BELLUZZO, 1999:97). E este, cabe ressaltar, é um traço característico do capitalismo contemporâneo, o que denota a atualidade do pensamento do nosso autor.

Com isto, Keynes, ao debruçar-se sobre as desastrosas experiências dos anos 1920 e 1930 no que tange aos movimentos de capitais, e que culminaram na Grande Depressão, explicita sua tese sobre a ‘verdade mercantilista’ na ocasião das negociações de Bretton Woods, avançando sobre as relações entre um novo sistema monetário internacional e as moedas<sup>12</sup> e os níveis de juros e o nível de emprego de cada uma das nacionais.

Ocorre que, ao final da Segunda Grande Guerra, estabelece-se uma rodada de negociações com vistas ao estabelecimento de um acordo multilateral entre as nações no que tange à consolidação de uma nova ordem econômica capaz de regular os inter-relacionamentos entre estas<sup>12</sup> de modo a garantir a estabilidade do sistema econômico capitalista mundial. E é nesta ocasião – a Conferência de Bretton Woods, em 1944 –, que se firmam novas regras e princípios que irão definir os contornos de uma nova institucionalidade capitalista a nortear as relações econômicas capitalistas ao longo das primeiras décadas do pós-Guerra.

As negociações pertinentes a Bretton Woods foram marcadas por tensões entre as propostas norte-americana e inglesa quanto à reformulação da ordem econômica mundial.

Keynes, que ali representava os interesses ingleses, defendia um sistema de controle direto dos fluxos financeiros de curto prazo, por meio de um modelo de Banco Central supranacional – *Clearing Union* – capaz de emitir e gerir uma moeda internacional – o *bancor* –, visando reduzir os impactos potenciais de crises de liquidez comprometedoras do livre-comércio, e melhor distribuir, entre credores e devedores, o ônus do ajuste dos balanços de pagamentos. Propõe, portanto, a execução de uma gestão das necessidades de liquidez do comércio internacional e dos problemas de ajustamento entre países. Keynes defende, como meio de se alcançar o crescimento estável do comércio internacional e uma maior autonomia de política nacional doméstica, a limitação aos fluxos financeiros de curto prazo.

Em sua proposta de reforma monetária internacional, o *bancor* estabeleceria uma regulação da moeda e do sistema internacional de pagamentos, na medida em que todos os contratos e transações deveriam ser liquidados nesta moeda bancária internacional. As propostas de reforma monetária internacional de Keynes, portanto, vão na direção do estabelecimento de um poder monetário autônomo, em que um banco central mundial seria responsável pela gestão de uma moeda que não acumulasse as funções de unidade de conta e reserva internacional, configurando-se um instrumento universal de preferência pela liquidez.

Já o Tesouro americano defendeu um modelo no qual o que seria o Banco Central Internacional de Keynes transformava-se em uma modesta cooperativa de crédito, o FMI. De fato, o aceite pelos Estados Unidos das propostas keynesianas desembocaria no solapamento de sua autonomia decisória, mesmo que se admitisse a racionalidade associada

à idéia de um efetivo prestador de última instância atuando em nível internacional (CUNHA, 2004). E são as propostas da então potência hegemônica que se estabelecem, configurando então a arquitetura financeira a regular as relações econômicas internacionais ao longo das primeiras décadas do pós-Segunda Guerra.

Esta nova institucionalidade tem por fim, em linhas gerais, a estabilidade macroeconômica, o livre-comércio e o financiamento externo a países com problemas de balanço de pagamentos e àqueles cujas economias foram devastadas pela Guerra, e reflete, outrossim, “uma clara reação às políticas bilaterais e protecionistas, bem como aos processos especulativos provocados pelas desordens monetário-cambiais do entre-guerras”. (GARLIPP, 1996:106). E é a esta institucionalidade que aí se estabelece e sua posterior derrocada que dedicamos na Seção que se segue.

## **1.2 - CONTEXTUALIZAÇÃO: INSTITUCIONALIDADE DE BRETTON WOODS E SUA RUPTURA – RUMO À SUPREMACIA DAS FINANÇAS DESREGULADAS**

É na esteira dos objetivos que se buscam alcançar na rodada de negociações pertinente à Conferência de Bretton Woods que se institui um padrão monetário estável e o ordenamento das relações internacionais via instituições reguladoras como o GATT – Acordo Geral de Comércio e Tarifas (atual OMC – Organização Mundial do Comércio), para controlar o mercado de bens; o Fundo Monetário Internacional (FMI), para resolver os desequilíbrios dos balanços de pagamentos; e o Banco Internacional de Reconstrução e Fomento, o BIRD, mais tarde Banco Mundial, voltado para financiar infra-estrutura e superação do subdesenvolvimento.

O padrão monetário então adotado foi o padrão dólar-ouro, que estabelecia uma paridade fixa entre o dólar e o ouro, de modo que as demais moedas nacionais seriam referenciadas no seu valor, e teriam suas paridades fixadas. A moeda reserva mundial passa a ser, então, o dólar, institucionalizando-se com isto a hegemonia norte-americana. Conforme CORRÊA (1996:46-7), “a manutenção da paridade entre o dólar e as demais moedas adotada a partir daí faz com que o dinheiro americano sirva como moeda de intervenção e o valor das várias moedas nacionais se traduza no seu valor, solidificando, portanto, a hegemonia do dólar e consigo a dos Estados Unidos, país que no imediato pós-guerra detém as reservas em ouro”.

A relação monetária pertinente ao padrão dólar-ouro seria o fator de estabilidade do sistema monetário internacional. Nos termos de CORRÊA (idem:43), “[c]om este padrão, busca-se evitar a inflexibilidade do padrão-ouro, buscando-se garantir a estabilidade monetária através de uma relação determinada entre a moeda americana e as demais, sendo que para o dólar é arbitrada uma relação com o ouro. Subjacente a este esquema está a concepção de que o país que detiver reservas em dólares, devido à paridade fixa desta moeda com o ouro, tem seu valor garantido na contrapartida em ouro (convertibilidade), o que asseguraria a estabilidade monetária”.

Importa perceber aqui uma importante fragilidade inerente à adoção do padrão dólar-ouro, e que irá se revelar como uma contradição fundamental capaz de levar ao fim da estabilidade alcançada a partir de Bretton Woods. Note-se que, sob a vigência do padrão dólar-ouro, a liquidez internacional passa a estar atrelada à situação do balanço de pagamentos norte-americano, sendo alimentada somente a partir de déficits, e enxugada a partir dos superávits daquela economia. Portanto, os déficits apresentados pela economia americana cumpriam o papel de um banco central mundial, de sorte a configurar-se uma fonte de instabilidade. Segundo GARLIPP (2001a:110), “uma das fragilidades mais acentuadas dos dispositivos de Bretton Woods é que eles deixaram de fornecer explicitamente meios sistemáticos pelos quais as reservas mundiais pudessem aumentar com o comércio e com a economia mundiais”.

As condições de estabilidade pertinentes a esta nova ordem monetária internacional também se manifestam nas posturas financeiras mais cobertas adotadas pelos agentes

econômicos<sup>9</sup>, então cautelosos após períodos de crises monetário-cambiais experimentados anteriormente – *e.g.* a Grande Depressão e o período entreguerras.

Os bancos atuavam basicamente captando depósitos e concedendo empréstimos, não dispendo de margem de manobra para criação de moeda e geração de liquidez, que se dava somente por meio de operações do lado do ativo. Neste contexto, as autoridades monetárias dispõem de margem de manobra para atuar de forma eficaz no controle da oferta monetária, lançando mão dos instrumentos tradicionais de que se utilizam para tanto,

Mundial. Com isto, a economia americana passa a apresentar crescentes déficits em seu balanço de pagamentos.

Diante de tal problemática, a partir dos anos 60, os Estados Unidos optam por adotar medidas de controle de saída de capitais, impondo a proibição aos bancos de concederem crédito a não residentes. Tal medida atinge diretamente as filiais das empresas multinacionais americanas<sup>10</sup>, tidas como não residentes. Como resposta, os bancos americanos intensificam seu movimento de internacionalização, estendendo sua cobertura de serviços aos países estrangeiros onde tais empresas atuavam.

A conjugação destes elementos leva a uma contínua oferta de dólar fora dos Estados Unidos, e configura o crescimento de um mercado de dólares fora da praça (*off-shore*) dos Estados Unidos, evoluindo para a formação de um mercado financeiro internacional – o euromercado (CORRÊA, 1996; GARLIPP, 2001a). O euromercado é um mercado supranacional, não subordinado a controles de autoridades monetárias nacionais.

A partir de então, a estabilidade da ordem econômica internacional vigente começa a ser questionada. Isto pois “na medida em que o euromercado se diversifica na oferta de moedas durante os anos 1960, torna-se um veículo apropriado à especulação com moedas, contribuindo sobretudo para a derrocada de Bretton Woods. Demais restrições regulatórias, como controle de capital ou fixação de teto máximo para taxas dos depósitos em bancos domésticos, podem ser burladas através de transações bancárias de reenvio no euromercado desregulado” (GARLIPP, 2001a: 120).

---

<sup>10</sup> Neste período, as empresas americanas empreitaram um intenso movimento de internacionalização de suas plantas produtivas.

Neste cenário, caracterizado por uma dinâmica econômica internacionalizada, juntamente com o euromercado, inovações financeiras vão sendo desenvolvidas, e que vão progressivamente no sentido de desregulamentação financeira. As corporações multinacionais demandam novos serviços bancários que não os tradicionalmente oferecidos, e se dá um acirramento da concorrência bancária, obrigando os bancos a implementar inovações e criar novos instrumentos financeiros de modo a viabilizar uma maior captação de recursos e geração de liquidez. As inovações financeiras apresentam-se como “novas formas que os bancos têm de emitir obrigações contra si próprios, o que lhes permite fornecer crédito (novas formas de passivo), fora da regulação da autoridade monetária” (CARCANHOLO, 2001:133). Os bancos, portanto, encontram na flexibilização dos passivos um instrumento de geração de liquidez, escapando assim ao controle das autoridades monetárias<sup>11</sup>.

E a partir de final da década de 1960, não só no âmbito das relações internacionais, mas também do funcionamento interno dos diversos países, os níveis de endividamento das famílias, empresas e dos governos vêm aumentando progressivamente, e com ritmo notoriamente maior do que o verificado com relação ao crescimento da produção real e do conjunto da atividade econômica.

O balanço de pagamentos dos Estados Unidos é cada vez mais deficitário, o que acaba implicando em crescente perda de confiança na moeda americana enquanto reserva internacional. A evasão de ouro das reservas americanas ao final da década de 1960 é

---

<sup>11</sup> Posto que os depósitos compulsórios são definidos como razão do ativo bancário, ocorre que a geração de liquidez mediante operações do lado do passivo em nada alteram o respectivo montante.

bastante significativa, pois os detentores de reservas em dólar optam pela sua conversão em ouro. Com vistas a sustentar o valor do dólar (e conseqüentemente das fortunas americanas), os Estados Unidos decidem, unilateralmente, suspender a conversibilidade do dólar em ouro, em 1971. Dá-se, portanto, a ruptura de Bretton Woods – abandona-se o padrão dólar-ouro, passando-se para um padrão dólar puro. Com isto, é retirada qualquer restrição ao déficit do balanço de pagamentos americano. O dólar passa a ter a si mesmo como referência. E a reincidência dos déficits na economia americana acaba por reacender a especulação financeira, levando a um clima de incerteza quanto à confiabilidade das novas paridades e a uma onda de especulações contra o dólar. Assim, a possibilidade de que o câmbio varie devido a movimentos meramente especulativos está posta, e leva à implementação de contratos com taxas de juros flutuantes. (CORRÊA, 1996:54-5).

Ao final da década, mais precisamente em 1979, ainda na esteira de uma política de fortalecimento do dólar e de restabelecimento da hegemonia americana, dá-se o golpe final às condições de estabilidade que ainda restavam – as autoridades monetárias norte-americanas decidem pela elevação das taxas de juros a patamares ainda nunca experimentados. Eis o fim definitivo da ordem financeira internacional montada a partir de Bretton Woods.

O cenário mundial que começa a se configurar a partir dos anos 1970, além de tornar mais atrativa a alocação de recursos nos mercados financeiros em contraposição às opções de investimento produtivo, leva a um endividamento massivo através do qual os distintos agentes econômicos buscam solucionar seus problemas relativos a realização, investimento e consumo, expandindo assim sua disponibilidade de recursos para além do

que permitiriam os baixos ritmos da atividade econômica. Este processo encontra seus limites, pois o maior endividamento acaba por acompanhar-se do fato de parcelas cada vez maiores dos rendimentos serem drenadas ao pagamento dos juros e do principal das dívidas previamente contratadas.

Assim, os elementos financeiros e monetários passam a jogar um importante papel de ampliação dos níveis globais de instabilidade, tornando-se responsáveis pelas quedas dos níveis de atividade econômica. As crises bancárias e monetárias tornam-se cada vez mais recorrentes a partir da década de 1970, sobretudo na década de 1990, atingindo as economias de diversos países.

Neste quadro que se configura após a ruptura do regime de câmbio fixo acordado em Bretton Woods, verifica-se a ampliação do processo de desregulação e a interpenetração dos vários mercados nacionais, propiciada pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais, levando à exacerbação do processo de “mundialização financeira”, nos termos apontados por CHESNAIS (1998), para quem este processo se deu em três etapas.

A primeira se desenvolve nestes anos de 1960 a 1979, chamada de internacionalização financeira direta, em que são destacados o surgimento e o desenvolvimento dos euromercados. É nesta fase, quando se dá a ruptura do padrão dólar-ouro, que, conforme exposto aqui, o mercado cambial é o “primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea” (CHESNAIS, 1998:25).

A segunda etapa é a da desregulamentação e liberalização financeira, abrangendo o período de 1979 a 1985, em que as principais características são a liberalização dos

movimentos de capitais e a securitização das dívidas, quando os mercados financeiros e instituições não-bancárias passam a assumir papel predominante, ao invés dos bancos.

Segundo o próprio CHESNAIS (1998), “as medidas tomadas a partir de 1979 puseram fim ao controle dos movimentos de capitais com o exterior (entradas e saídas), isto é, liberalizaram, ou melhor, ‘abriram externamente’ os sistemas financeiros nacionais”. Os capitais vão sendo liberados de quaisquer travas, podendo movimentar-se livremente em busca de melhores oportunidades de aplicação, e impondo suas regras às diversas economias, escapando a quaisquer controles de âmbito nacional.

É importante destacar que o movimento de abertura das várias economias nacionais, incluindo aí abertura comercial, liberalização da conta de transações correntes e da conta de capital, é, na verdade, fruto da política de “diplomacia do dólar” que obrigava a economia mundial a financiar os déficits da economia norte-americana (TAVARES E MELIN, 1997).

Teve início um amplo movimento de desregulamentação monetária e financeira, e que teve como primeira consequência a rápida expansão dos mercados internacionais de bônus. Conforme ainda pontua BELLUZZO (1995: 16), “a ampliação dos mercados de dívida pública constituíram a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização”.

Este processo de securitização de dívidas permitiu o financiamento dos déficits orçamentários, por meio da colocação de títulos de dívida pública nos mercados, de tal forma que estes mercados de bônus públicos tornaram-se a “espinha dorsal” dos mercados de bônus internacionais (CHESNAIS, 1998).

O rápido crescimento do crédito e dos mercados financeiros é acompanhado de profundas mudanças num processo que pode ser entendido como a “generalização e supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos” (BELLUZZO, 1995: 16). Ocorre que operações diretas realizadas entre credores e devedores, através de uma massiva conversão de ativos financeiros em valores comercializáveis, com a emissão de diferentes tipos de instrumentos (como bônus, ações, papéis comerciais, certificados de depósitos), e sua aquisição por parte dos credores, ou seja, começam a se dar à revelia da função tradicional dos intermediários financeiros.

Já em fins da década de 1960, o processo de desintermediação dava seus primeiros sinais, sobretudo nos Estados Unidos, com o crescimento da emissão de papéis comerciais por tomadores de crédito cuja demanda não podia ser satisfeita pelos bancos. Estes últimos passaram então a emitir Certificados de Depósito negociáveis nos mercados secundários para concorrer com tais papéis com vistas à geração de liquidez. (ESTAY, 2000). Esta é uma inovação financeira que rapidamente se converte no principal instrumento de geração de *cash flows* dos bancos americanos, sendo substituído, na década de 1970, pelos *commercial papers* – títulos de curto prazo, emitidos por empresas não financeiras e sem garantia real (CORRÊA, 1996:50). Mas o período chave na mudança de padrão de financiamento correspondeu à década de 1980.

O processo de securitização, importa destacar, é um processo que contou com a confluência de vários fatores, quais sejam, a concorrência bancária no plano internacional, o atributo de elevada liquidez pertinente a estes títulos de dívida direta, e da diluição dos

riscos possibilitada por tal mecanismo de financiamento (CORRÊA, 1996; ESTAY, 2000). E deu-se, como um dos desdobramentos, um abandono relativo do crédito bancário a favor da comercialização de valores, e a conseqüente transição de um padrão de financiamento principalmente bancário para outro que se dá principalmente através dos mercados de valores.

Dentre os diferentes tipos de instrumentos existentes nos mercados financeiros, e que vão surgindo como novas formas de valorização do capital, cabe destacar os “derivativos”, devido ao crescimento explosivo que tais instrumentos vêm apresentando, transformando-se em meio propício à especulação, e que passam a ocupar lugar de destaque no cenário financeiro a partir desta segunda etapa da mundialização financeira.

Os derivativos, assim denominados por derivarem seu valor de algum outro preço (produtos básicos, metais preciosos, ativos financeiros, índices de ações, taxas de juros, taxas de câmbio, entre outros), consistem em contratos em que a compra ou venda está referida a uma data futura, e a um preço e uma quantidade que são determinados no momento em que o contrato se estabelece.

É diante do potencial de flutuação das taxas de juros e de câmbio que tais produtos aparecem. São contratos futuros que aparecem como forma de seguro contra tais variações. Assim, em termos gerais, as operações com derivativos se constituem na expressão mais acabada da chamada administração de riscos, que através de complexos mecanismos de cobertura, permite àqueles que não desejam correr riscos transmiti-los a outros que estão dispostos a assumi-los. Assim, ocorre que as inovações financeiras têm como uma das suas funções primordiais a administração e/ou cobertura de riscos financeiros.

Estes riscos podem ser, segundo CARCANHOLO (2001:130-1), “de inadimplência (crédito), dado pela incapacidade do devedor em cumprir as obrigações, de mercado, definido pelo risco de perda de capital, seja por alterações cambiais (risco cambial) ou na taxa de juros, de liquidez (possibilidade de faltar recursos para saldar as transações), e pelo risco de liquidação, isto é, pelo descompasso temporal entre operações de crédito e débito”.

Na medida em que as inovações se dão no sentido de cobrir os riscos, importa enfatizar que estes não são eliminados, mas reestruturados individualmente e transferidos para terceiros. A possibilidade conferida aos agentes de se protegerem frente à crescente volatilidade dos preços dos ativos, desenvolvendo mecanismos de *hedge*, viabiliza que assumam posturas crescentemente especulativas, com o que as inovações financeiras acabam contribuindo para um importante aumento da instabilidade financeira.

Ocorre que a maior parte destas operações com derivativos se realiza à margem da bolsa, estando em boa medida fora do controle das autoridades e eleva os riscos associados ao aumento da valorização do crédito. É importante notar aqui que um caráter bastante marcante presente nas inovações financeiras do último quartel do século XX é tornar inoperante o controle das autoridades no que tange às operações financeiras<sup>12</sup>.

Conforme aponta ESTAY (2000: 64), as informações disponíveis não deixam dúvidas no que se refere ao crescimento explosivo apresentado pelo comércio de derivativos. Este autor apresenta os dados referentes a tal crescimento: tanto através da

---

<sup>12</sup> Cabe observar que o desenvolvimento destas inovações financeiras está intrinsecamente ligado à alteração na estrutura dos mercados domésticos que tenderam à desregulamentação. E paralelamente a esse processo liberalizante, aumenta o rigor das autoridades supervisoras quanto ao exame dos requerimentos de capital, processo que também incentiva as inovações, posto que a pressão por coeficientes de capital mais elevados incentiva os bancos a realizar operações fora de balanço, tais como a securitização das dívidas, transações no mercado futuro e de opções.

bolsa como à margem desta, tal crescimento, entre os anos de 1988 e 1998, o volume total do mercado se multiplica por 24 vezes, sendo que tal volume para o ano de 1998 supera os 64 bilhões de dólares (Quadro I).

**Quadro I**  
**Mercados para Instrumentos Financeiros Seleccionados – derivativos**  
**(US\$ bilhões)**

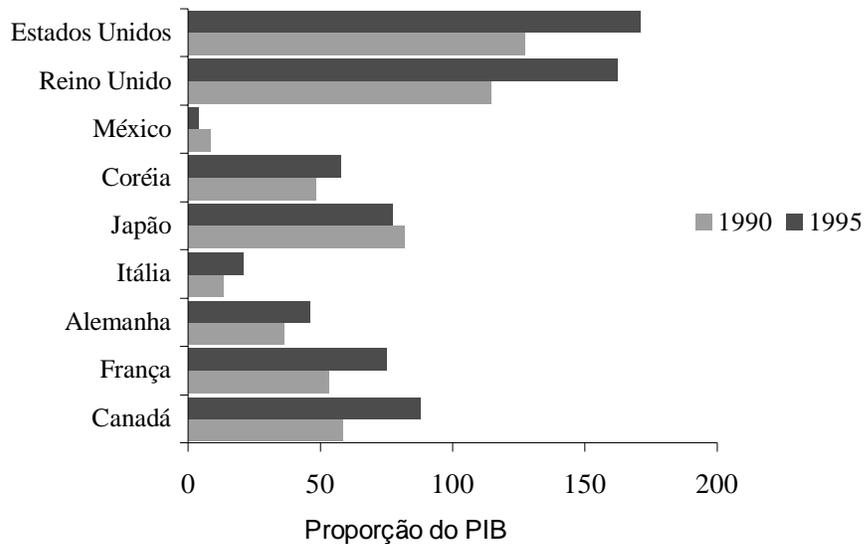
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Instrumentos negociados em Bolsa</b>	<b>1.306</b>	<b>1.768</b>	<b>2.292</b>	<b>3.519</b>	<b>4.635</b>	<b>7.771</b>	<b>8.863</b>	<b>9.189</b>	<b>9.880</b>	<b>12.202</b>	<b>13.549</b>
Futuros de taxas de juros	895,4	1.201	1.454	2.157	2.913	4.959	5.278	5.863	5.931	7.489	7.702
Opções de taxas de juros	279,2	387,9	599,5	1.073	1.385	2.362	2.624	2.742	3.278	3.640	4.603
Futuros de moedas	11,6	15,6	16,3	18,3	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Opções de moedas	48	50,1	56,1	62,8	71,1	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Futuros de índices bursáteis	27,8	41,8	69,7	76	79,8	110	127,7	172,4	195,9	211,5	321
Opções de índices bursáteis	44	72,2	96	132,8	158,6	229,7	238,4	329,3	378	776,5	866,5
<b>Instrumentos fora de Bolsa</b>	<b>---</b>	<b>---</b>	<b>3.450</b>	<b>4.449</b>	<b>5.346</b>	<b>8.475</b>	<b>11.303</b>	<b>17.713</b>	<b>25.453</b>	<b>29.035</b>	<b>50.997</b>
Trocas de taxas de juros	1.010	1.503	2.312	3.065	3.851	6.177	8.816	12.811	19.171	22.291	---
Trocas de moedas	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	1.197	1.560	1.824	---
Opções de taxas de juros	---	---	561,3	577,2	634,5	1.398	1.573	3.705	4.723	4.920	---

FONTE: BIS *apud* ESTAY (2000: 64-5).

Paralelamente ao auge dos derivativos, outra mudança importante ocorrida no funcionamento dos mercados financeiros nesta etapa diz respeito à presença de distintos intermediários não bancários, os chamados investidores institucionais. Estes investidores, que são principalmente companhias de investimento, companhias de seguros e fundos de

pensão, têm adquirido uma participação cada vez maior nos mercados financeiros: nos mercados primários e secundários de bônus e ações, nos mercados monetários, nos de câmbio e nos de derivativos. Em tais mercados, os investidores institucionais vêm desenvolvendo uma enorme capacidade de mobilização de recursos, concentrando uma proporção cada vez maior das operações de compra e adquirindo importantes graus de controle sobre diversas empresas através da aquisição de ações. Para se ter uma noção da crescente importância adquirida pelos investidores institucionais, o Gráfico III apresenta o montante dos investimentos relacionados aos investidores institucionais, para 9 países selecionados, como proporção dos respectivos PIB's, para os anos de 1990 e 1995, o que nos permite observar o rápido crescimento dessa proporção, bem como a maior presença relativa que tais investidores têm tido nos Estados Unidos e no Reino Unido. Em 1995, os ativos de tais investidores representaram, nos Estados Unidos, cerca de 171% da produção anual, e no Reino Unido, mais de 162%.

**Gráfico III**  
**Ativos de Investidores Institucionais como proporção do PIB –**  
**Países Seleccionados (1990 e 1995)**



FONTE: ESTAY (2000:70-1).

No mais, conforme avaliação de CHESNAIS (1998:28), “foram esses fundos de investimento que mais diretamente se beneficiaram das reformas constitutivas da mundialização financeira e da adoção de financiamento dos déficits orçamentários dos países da OCDE mediante colocação de títulos nos mercados financeiros”.

Note-se que as inovações financeiras foram se desenvolvendo endogenamente ao funcionamento do sistema capitalista de produção, e foram se dando principalmente em três direções: de um lado, no sentido da ampliação do mercado através da geração de maiores volumes de crédito, de maiores níveis de liquidez e de aumentos na base de capital das instituições participantes; de outro lado, no sentido de um manejo mais sofisticado dos riscos – e das possibilidades de especulação – associados às operações financeiras, através

da criação de mecanismos e instrumentos de transferência e reestruturação do risco. E, ainda, no sentido do surgimento de novas possibilidades de arbitragem, isto é, do desenvolvimento de inovações através das quais os possuidores de fundos multiplicam sua capacidade para aproveitar as diferenças de custos e de rendimentos existentes entre os distintos mercados.

A terceira etapa é caracterizada pela generalização da arbitragem e incorporação dos mercados emergentes, quando se dá a abertura e desregulação dos mercados de ações, incorporação dos mercados emergentes dentro da circulação internacional do capital e pelos choques financeiros e cambiais de maior envergadura.

A abertura e desregulamentação dos mercados acionários vieram mais tarde, relativamente aos mercados de bônus. CHESNAIS (1998) analisa que, com relação aos mercados de ações, o contágio relativo à deflação dos ativos em uma praça financeira, sobretudo a partir da City, para as demais, expressa menos a interligação desses mercados do que o comportamento de manada dos agentes que aí operam. As decisões de arbitragem e especulação tomadas pelos gestores das principais carteiras de ativos têm conseqüências consideráveis para as políticas macroeconômicas, e podem ter (e geralmente têm) especial amplitude no caso dos mercados emergentes, cuja incorporação ao circuito financeiro mundial se deu a partir do início dos anos 90. Como assinalam BRAGA e CINTRA (1999), “as perspectivas de desenvolvimento para estas economias requerem uma intervenção nacional e supranacional sobre o padrão vigente de ‘globalização financeira’, com vistas a estabelecer limites tanto à concorrência internacional predatória - que destrói capacidades produtivas nacionais por critérios de mera rentabilidade - quanto ao afã exacerbado de

acumular por acumular, que caracterizam os atuais movimentos monetário-financeiros mundiais”.

Neste contexto, assiste-se a sucessivas crises cambiais, a começar com a fuga de capitais dos países periféricos, no final dos anos 1970 e início da década de 1980. A segunda metade dos anos 1980 e, em especial, os anos 1990, por seu turno, são caracterizados, justamente, por uma seqüência de episódios críticos de envergadura, entre os quais o *crash* da Bolsa de Valores em 1987; o *crash* dos mercados imobiliários em 1989; o colapso da Bolsa de Tóquio em 1990; a turbulência no Sistema Monetário Europeu em 1992-3, culminando com o abandono do mecanismo cambial pela Itália e pela Inglaterra; a crise no mercado americano de bônus em 1994; a crise cambial mexicana em 1994-5; a instabilidade da Bolsa de Nova York em 1996; a queda livre das moedas e mercados acionários asiáticos em 1997; o colapso da economia russa em 1998; a crise do fundo especulativo LTCM (*Long-Term Capital Management*); as crises dos países latino-americanos, entre 1997 e 1999 (incluindo o ataque especulativo contra a moeda brasileira); crise da Turquia e da Argentina, em 2001, e do Brasil em 2002/2003, como lembra GARLIPP (2003). As crises bancárias e cambiais tornam-se cada vez mais recorrentes a partir da década de 1970, atingindo as economias de diversos países. Não por menos, em documento do FMI, são registrados para um conjunto de 53 países, no período de 1975 a 1997, nada menos que 158 episódios de crises cambiais e 54 crises bancárias (IMF, 1998).

É oportuno esclarecer aqui alguns conceitos no que diz respeito às crises de um modo geral. Crise financeira, concebida em um sentido amplo, inclui crises cambiais, crises bancárias e crises de balanço de pagamentos (IMF, 1998, AZIZ *et.al.*, 2000, MISHKIN,

2001). As crises cambiais ocorrem quando há um ataque especulativo contra a paridade de uma moeda doméstica, que force sua desvalorização ou gere intervenções governamentais pesadas (vendas de reservas e/ou aumento substancial da taxa de juros para defesa da paridade). As crises bancárias estão associadas à suspensão da conversibilidade dos passivos bancárias que se segue às “corridas bancárias” efetivas e/ou potenciais, levando à necessidade de intervenções estatais para provisão de liquidez. E as crises de balanço de pagamentos originam-se da incapacidade de um país honrar o serviço de sua dívida externa, quer ela seja privada, quer seja soberana. Têm-se denominado de crises gêmeas os episódios onde crises cambiais e bancárias ocorrem de forma simultânea, detonando mecanismos perversos de retro-alimentação (KAMINSKY & REINHART, 1995).

Segundo GARLIPP (2002:18), “[e]ssa sucessão de crises financeiras, uma manifesta erupção das tensões do sistema, torna explícita a exacerbação da tendência de instabilidade intrínseca da economia capitalista e, igualmente, revela a exponenciação das dificuldades em sustentar uma taxa de câmbio frente a movimentos especulativos, fruto das mudanças na dinâmica financeira internacional em direção à supremacia das finanças liberalizadas e desreguladas. A desregulação e a liberalização financeiras imprimem uma velocidade extremamente rápida às finanças especulativas, tornando-as crescentemente descoladas em relação aos investimentos produtivos. Na medida em que as operações financeiras fogem de qualquer controle, o risco sistêmico torna-se mais elevado, como bem o demonstram os mercados derivativos, que são a expressão da racionalidade própria da lógica especulativa de valorização do capital.”

Tem-se, portanto, um quadro em que predominam as finanças desreguladas, e em que a supremacia da dinâmica financeira imprime ao sistema a suscetibilidade crescente a crises sistêmicas, intrínsecas ao próprio funcionamento da economia capitalista, sobretudo se se considerar a ausência de mecanismos de controle, deixando as forças de mercado ao seu livre sabor. Importa ressaltar aqui, em consonância com a exposição feita ao longo da Seção anterior, que a existência daquele padrão monetário internacional estável vigente a partir de Bretton Woods dava suporte às taxas de equilíbrio de longo prazo para os juros e o câmbio, permitindo assim o funcionamento de um sistema de preços fixos (TAVARES e BELLUZZO, 1984). Com a ruptura do padrão monetário internacional na década de 1970 – e decorrente instabilidade das taxas de câmbio, agora flutuantes, endogeneização da oferta monetária e perda de controle por parte das autoridades monetárias – a hipótese de “*fix-price*” não se mantém para nenhum mercado. A estrutura de financiamento vigente à época das proposições de Keynes não mais se coloca (CORRÊA, 1996).

O modelo de economia fechada não tem mais validade e os mercados internos em economias abertas, operando com taxas flutuantes de câmbio e de juros, deixam de respeitar as hipóteses de estabilidade do modelo keynesiano (TAVARES e BELLUZZO, 1984). A suposição ali implícita de que os contratos de crédito e endividamento não podiam ser violados durante o período de produção, que tinham maturidade e taxas de juros fixados, não mais tem validade.

Diante deste novo quadro, a racionalidade do comportamento dos agentes não pode mais ser aquela considerada por Keynes. Como as expectativas de curto prazo tornaram-se muito instáveis, contaminando assim aquelas de longo prazo, sendo factível um “ajuste

inesperado no preço de cálculo da oferta global, por modificações imprevisíveis nas condições de formação dos preços absolutos”, não se pode mais considerar que os agentes econômicos comportem-se passivamente em relação a suas expectativas de longo prazo, ou seja, esperando que as condições do presente se repitam no futuro (TAVARES e BELLUZZO, 1984:9-10). E o potencial de instabilidade é exacerbado.

Segundo GARLIPP (2001b), o esforço para apreender o substrato do capitalismo contemporâneo deve passar pela identificação das formas como o desaparecimento das regras e das fronteiras deixa o capital entregue às suas próprias leis de funcionamento. O traço distintivo do capitalismo contemporâneo parece encontrar-se na reorganização do sistema financeiro internacional, cuja ‘coordenação’ em escala global sofisticou-se em virtude da proliferação de novos instrumentos e novos mercados financeiros, culminando na emergência de poderes ampliados de coordenação privada das finanças, viabilizados pela desregulação, desintermediação e descompartimentação dos mercados. Nas palavras do autor, “a financeirização da riqueza, exponenciada pelas inovações dos instrumentos financeiros e desregulação dos mercados que caracterizam as políticas econômicas ocidentais das últimas décadas, ao tempo em que preside a lógica de valorização do capital, não faz mais que tornar claro o objetivo precípua do capitalismo: a expansão da riqueza abstrata” (id.ant.:7). E esta característica central do capitalismo é desnudada por Keynes, ao analisar os fundamentos da riqueza capitalista.

A visão convencional, sob uma ótica simplista e equivocada acerca do funcionamento dos mercados e do comportamento dos agentes, tem como referência para

sua análise a hipótese dos mercados eficientes, por seu turno baseada na hipótese das expectativas racionais.

### **1.3 - MERCADOS FINANCEIROS SOB A ÓTICA CONVENCIONAL - UMA CRÍTICA À LUZ DA TEORIA KEYNESIANA**

Os modelos ortodoxos tomam por pressupostos metodológicos aqueles pertinentes à teoria neoclássica, quais sejam, os da concorrência perfeita, mercados auto-reguláveis e racionalidade substantiva dos agentes econômicos, segundo a qual os agentes econômicos são racionais e maximizadores. As falhas de mercado são tidas como decorrentes de perturbações exógenas. Considera-se também a perfeita mobilidade de preços e salários, de sorte a garantir que o sistema econômico se auto-regule, e que todos os mercados estejam operando em equilíbrio.

Sob esta leitura, a saída para a contradição entre ciclos econômicos e equilíbrio estaria na hipótese de que as variáveis econômicas relevantes oscilam ciclicamente, pois os agentes econômicos estariam agindo em um ambiente “incerto”. Advoga-se, com isto, que os condutores da política econômica devem ter credibilidade, o que se constrói mediante a adoção de regras permanentes de política, evitando que os agentes cometessem erros sistemáticos, dado que aprendem com os erros passados. Assim, a hipótese das expectativas racionais vem dar suporte a uma pretensa consistência entre um mecanismo endógeno de formação de expectativas e o equilíbrio econômico geral.

Assim, os ciclos econômicos são identificados com uma combinação de oscilações de uma série temporal econômica, cuja principal característica são movimentos acerca de tendências que exibem regularidades invariáveis, estas podendo ser encontradas empiricamente nos dados disponíveis. Portanto, os ciclos econômicos estariam passíveis da aplicação de um método de equilíbrio descrito por um processo estocástico estacionário, ou seja, um processo em que se verificam regularidades invariáveis. A partir destes modelos, tem-se que o agente tem um padrão de erro, de modo que o termo aleatório é normalmente distribuído, assumindo um padrão esperado. Os agentes não erram na média.

A hipótese de expectativa racional tem papel central, na medida em que a partir deste pressuposto metodológico assume-se que os agentes fazem “o melhor uso” das informações disponíveis, o que leva ao padrão esperado de comportamento de erro. E todas as informações estariam expressas nos preços dos ativos então determinados a partir das livres forças de mercado. A incerteza, portanto, é assumida como passível de mensuração por cálculos probabilísticos.

Assim, o conceito de racionalidade que está por traz destes modelos é o da racionalidade substantiva, segundo a qual os agentes reagem a eventos imprevistos tomando decisões lançando mão do amplo processamento (capacidade de que dispõem, dado serem racionais) das informações de que dispõem. Estes buscam o conhecimento de forma obstinada, de modo que, uma vez de posse das informações, selecionam as mais relevantes (*information set*) para então decidir – processo cognitivo decisional. Assim sendo, está aí incorporada a noção de risco neoclássica, de modo que os agentes tomam decisões construindo uma função de distribuição de probabilidade, ou seja, a “incerteza” é

mensurável (VERCELLI, 1991). Note-se que tal processo cognitivo decisional não descarta a possibilidade de que os agentes errem, mas assume que estes não erram sistematicamente.

Considerando-se a hipótese das expectativas racionais, portanto, tem-se que, em linhas gerais, os modelos ortodoxos supõem que “os agentes, bem informados e agindo em seu próprio interesse, sempre perceberão o futuro sem incorrer em erros persistentes. Em realidade, a rigor, apenas choques aleatórios imprevisíveis e não-correlacionados serialmente podem impedir a previsão perfeita dos eventos. Portanto, os fundamentos de mercado são imutáveis, no sentido de que eles não podem ser alterados pelas ações humanas, e determinam as probabilidades condicionais dos resultados futuros no mercado” (ALVES JR. *et alli*, 2000:4).

Na tentativa de adequar mais uma vez à evidência empírica a teoria convencional, como mostra ALVES JR. *et alli* (2000:5), empreende-se a compatibilização da hipótese de expectativas racionais com a ocorrência de “bolhas” nos preços dos ativos financeiros, explicadas pelo jogo de arbitragem financeira, caso em que os mercados deixam de ser eficientes. As bolhas seriam caracterizadas por desvios dos preços dos ativos em relação aos respectivos valores fundamentais, e os preços dos ativos estariam erroneamente determinados a partir das expectativas dos agentes acerca dos retornos futuros dos ativos. E a cada momento, as expectativas dos agentes acabam por se auto-realizar, em que pese os preços tenham sido determinados erroneamente. Note-se que há um paradoxo, pois se sob a hipótese das expectativas racionais os agentes racionais em mercados competitivos com preços flexíveis deveriam levar aos preços corretos, de equilíbrio, como a existência de bolhas pode ser explicada a partir de uma definição errada dos preços? Conforme avaliam

ALVES JR. *et alli* (2000: 5), “a especulação continua um corpo estranho no mundo das expectativas racionais, sendo vista pela teoria neoclássica como uma mera curiosidade teórica e não como uma hipótese provável a respeito do comportamento dos preços dos ativos”.

As inconsistências entre os preços de mercado dos ativos e os seus valores fundamentais só podem aparecer, portanto, como resultado de comportamentos irracionais dos operadores de mercado. E tal irracionalidade seria atribuída a investidores curto-prazistas que acreditam saber mais do que o mercado. Estes seriam diferentes dos demais investidores, que de fato estariam formando suas expectativas racionais sobre os retornos futuros dos títulos fazendo com que os preços destes fossem determinados conforme os fundamentos do mercado. A ação dos investidores irracionais resultaria no fato de que nem toda a demanda por títulos pode ser resultado de um comportamento racional, mas sim de uma resposta de expectativas ou sentimentos que não são justificados completamente pela informação existente (ALVES JR. *et alli*, 2000:6).

Contudo, em que pese a ação dos investidores irracionais, a tendência dos mercados financeiros seria a alocação eficiente dos recursos financeiros, sendo determinada pelos fundamentos imutáveis do setor real, e que acabaria por resultar na anulação da ação dos especuladores, que seriam extintos no longo prazo por força do funcionamento de um mercado eficiente.

Em oposição a esta visão, a heterodoxia rejeita a hipótese dos mercados eficientes e de expectativas racionais para explicar o comportamento dos mercados financeiros. Em um mundo incerto, em que fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma

vez que a base informacional sobre o qual se apoiam as decisões humanas é incompleta, as expectativas são sempre sujeitas a desapontamentos. Como a informação acerca do futuro é limitada, os agentes avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes.

Neste sentido, visto, a partir dos escritos de Keynes, que as expectativas dos agentes se formam sobre bases de cálculo não confiáveis, os preços nos mercados financeiros podem flutuar fortemente ou temporariamente repousar em qualquer valor, de tal forma que o “valor intrínseco” ou “fundamental” dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza.

Portanto, para Keynes e pós-keynesianos a atividade especulativa não é uma ‘anomalia’, decorrente da ação irracional dos operadores do mercado, mas sim uma consequência natural da forma de operação dos mercados financeiros no mundo real. E ainda, nos termos de ALVES JR. *et alli* (idem: 7), “o resultado da ação dos especuladores é ambíguo, porque ao mesmo tempo em que pode ter efeitos reais devastadores sobre a economia, ao criar redemoinhos especulativos, provê liquidez aos ativos financeiros, que é um papel essencial dos mercados financeiros”.

Destarte, os recorrentes episódios críticos que são desencadeados, especialmente a partir da década de 1990, suscitam um debate em torno de um reordenamento da arquitetura do sistema financeiro internacional, debate este que expressa a necessidade de uma nova institucionalidade monetário-financeira internacional que seja capaz de minorar os riscos de ruptura do sistema.

Na medida em que foram se sucedendo as crises financeiras que marcam as últimas décadas, e em que pesem as suas respectivas especificidades, é crescente o novo caráter das finanças globalizadas, de modo que vão surgindo sucessivas gerações de modelos explicativos no âmbito da teoria econômica convencional. É a partir da compreensão que se tem acerca do funcionamento da economia capitalista e do conseqüente diagnóstico que se faz acerca das crises que então se deflagram é que se apregoam políticas econômicas a serem adotadas pelas economias de modo a se prevenirem ou a saírem das mesmas. Do mesmo modo ocorre com relação às proposições acerca do reordenamento da institucionalidade capitalista, que irão depender do referencial teórico que lhes dão suporte. E é a este tema que nos dedicamos no Segundo Capítulo.

---

CAPÍTULO II  
REORDENAMENTO DA ARQUITETURA FINANCEIRA  
INTERNACIONAL: PROPOSTAS E ALCANCE

---

## **II - REORDENAMENTO DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL – UM DEBATE EM CURSO**

É a frequência cada vez maior com que as economias, em desenvolvimento e desenvolvidas, crescentemente integradas, vêm experimentando episódios críticos de envergadura, e a patente incapacidade da institucionalidade capitalista que se edificou nos Acordos de Bretton Woods em conter tais crises, que colocam a necessidade de se repensar uma nova arquitetura financeira internacional capaz de prevenir e administrar as crises financeiras, conferindo à economia globalizada um caráter menos instável. Deste modo, a tarefa é identificar e institucionalizar formas de defesa e reduzir a exposição ao risco do sistema financeiro internacional e os impactos sobre a economia real. Nos termos de LINS (2002: 18), “a questão básica é se um mundo de mercados financeiros liberalizados convivendo com uma extrema volatilidade de capitais pode ou não prescindir de mecanismos supranacionais de supervisão, prevenção de crises e controle. O arranjo institucional que temos hoje já se mostrou incapaz de cumprir plenamente suas atribuições iniciais”.

Deste modo, autoridades financeiras das maiores economias, centros de estudos e de discussão de políticas públicas e as instituições financeiras internacionais, lançaram-se no debate em torno de uma nova arquitetura financeira internacional, na busca de consolidar uma nova ordem que seja adequada para os mercados financeiros num cenário internacional.

Conforme destaca GRIFFITH-JONES (2002), há um consenso em torno da necessidade de reformar o sistema financeiro internacional, no entanto, há muito dissenso em torno das medidas a serem tomadas para tanto, o que reflete as divergências referentes aos interesses que se intentam defender em primeiro plano por parte dos diversos atores envolvidos, bem como em relação às respectivas vertentes teóricas.

Num plano mais geral, relativo aos objetivos das propostas, as mudanças que se querem implementar mediante o reordenamento, são: (i) aperfeiçoamento dos padrões adotados e maior transparência dos mercados de capital e empréstimo internacionais; (ii) ampliação dos marcos de regulação e supervisão financeiras; (iii) adoção de regimes de taxas de câmbio mais flexíveis; (iv) maior vigilância das políticas nacionais; (v) gerenciamento e regulação da conta de capital; (vi) provisão suficiente de liquidez internacional quando da ocorrência de crises; e (vii) mecanismos de suspensão temporária de pagamentos e de solução negociada de dívidas em nível internacional.

Note-se que o primeiro conjunto de mudanças aspiradas – ou seja, aquelas correspondentes aos itens de (i) a (iv) –, parte da visão de que as crises financeiras decorrem de problemas internos aos próprios países, e portanto delineiam as propostas que vão no sentido de mudanças nas políticas e instituições internas aos países devedores. Estas propostas correspondem, então, a medidas que busquem atuar sobre: (a) equivocada adoção de regimes de taxa de câmbio fixa; (b) problemas de risco moral envolvendo superendividamento destes países em função de garantias implícitas para suas dívidas, dada a presença do prestador de última instância; (c) falta de regulação e supervisão financeiras; (d) falta de transparência e responsabilidade (accountability) e corrupção.

Já o segundo conjunto de mudanças reflete o entendimento de que o risco sistêmico e a suscetibilidade a crises são intrínsecos ao funcionamento dos mercados financeiros mundializados, requerendo-se, portanto, intervenções estatais e/ou supranacionais e novos arranjos internacionais. E as propostas que se delineiam nesta esteira do pensamento econômico sugerem a adoção de medidas que atuem sobre: (a) pânico e comportamentos de manada auto-realizáveis; (ii) efeitos contágio; (iii) problemas de equilíbrio múltiplo, resultando em problemas de liquidez e crises de insolvência.

Com isto, podem-se agrupar as propostas de reordenamento da institucionalidade capitalista em duas grandes vertentes: de um lado, aquelas que estão em conformidade com a concepção crítica, na esteira dos escritos de Keynes; e de outro lado, aquelas afiliadas à concepção ortodoxa, em que as crises se explicariam pelo surgimento de ‘desequilíbrios econômicos insustentáveis’ e ‘desalinhamentos nos preços dos ativos ou das taxas de câmbio’, em contexto de distorções do sistema financeiro e inflexibilidades estruturais (GARLIPP, 2001b:6).

Conforme as crises financeiras vão sendo deflagradas, a teoria econômica convencional segue apresentando sucessivas gerações de modelos explicativos de modo a abarcar-las em seu escopo. E é sob esta perspectiva teórica que se desdobram as propostas de políticas apregoadas pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial. Importa enfatizar, aqui, conforme salienta GARLIPP (2001b), que o Fundo e o Banco Mundial, em conjunto com o BIS, são o principal *locus* de elaboração de proposições de política para o reordenamento do sistema financeiro internacional, e tais proposições expressam a busca dos velhos princípios então pertinentes ao escopo da teoria convencional, cujos

rebatimentos junto às políticas econômicas dos países em desenvolvimento não são desprezíveis, como bem demonstra o processo de ajuste macroeconômico brasileiro nas décadas de 80 e 90.

A propósito, a teoria econômica convencional ofereceu três gerações de modelos explicativos para as crises, na medida em que, na sucessão de crises financeiras ocorridas após o declínio de Bretton Woods, manifestava-se o novo caráter das finanças internacionais (GARLIPP, 2001c).

Numa primeira geração, o diagnóstico era o de que a existência de desequilíbrios fiscais, acarretando um descompasso entre expansão monetária e reservas internacionais, faria com que os agentes antecipssem futuras expansões monetárias, provocando uma fuga de capital até que a autoridade monetária decidisse pela ruptura da âncora cambial,

desequilíbrios nos fundamentos e fragilidade institucional, revelando que a economia afetada não pratica uma política econômica *market-friendly*, sinal de uma eventual incapacidade de transmitir transparência e confiança ao mercado.

Foram as crises dos anos 90 (especialmente a crise asiática, em 1997) que suscitaram a criação de novos modelos teóricos, então pertinentes à terceira geração, que passaram a dar mais ênfase a políticas potencialmente inconsistentes e a falhas institucionais. Segundo esta concepção, afirma CUNHA (2002:7), “os chamados mercados emergentes se caracterizariam por apresentarem graves falhas institucionais, tanto na supervisão dos seus sistemas financeiros, quanto na qualidade da governança empresarial. Com informações econômico-financeiras pouco transparentes, corrupção e insuficiências governamentais no que concerne à regulamentação dos mercados financeiros, o risco dos investidores internacionais ficaria superdimensionado, ampliando, conseqüentemente, o potencial global de instabilidade”.

Fica claro que, em que pese o fato das propostas de reordenamento da institucionalidade capitalista expressarem o reconhecimento das transformações da natureza das crises financeiras recentes<sup>13</sup>, e mesmo que admitam a necessidade de alguns

---

<sup>13</sup> Ao analisar a fraca ligação entre crescimento das economias emergentes e os respectivos processos de liberalização financeira externa, o Fundo analisa que “[e]sses benefícios potenciais de longo prazo [ampliação dos investimentos, *spill overs* derivados do investimento direto externo e o aprofundamento dos mercados financeiros], precisam, todavia, ser confrontados com os perigos que os mercados financeiros internacionais abertos também podem criar, incluindo crises financeiras, com elevado custo em termos de produto. Os problemas estão geralmente associados com a entrada e saída excessiva de capitais e, de um modo mais geral, com a volatilidade dos fluxos líquidos de capital... [essa volatilidade] tem crescido substancialmente ao longo do tempo, especialmente em países que experimentam liberalizações da conta capital mais extensivas. O aumento da volatilidade tem sido mais pronunciado nos fluxos de portfólio do que nos fluxos de IDE, refletindo as relações de mais longo prazo implícitas ao IDE. A volatilidade tem sido particularmente alta nos anos 1990, quando da liberalização recente de muitos países em

mecanismos de regulação, as agências multilaterais continuam a enfatizar uma política econômica ortodoxa e orientada para o mercado como forma de promover o ajuste macroeconômico dos países em desenvolvimento. Para as duas principais instituições multilaterais, “a perseguição de sólidos *fundamentals* e o fortalecimento da supervisão e regulamentação bancária continuam sendo peças-chave das suas proposições de política”<sup>14</sup>.

(GARLIPP, 2001b:10)

Destarte, os esforços oficiais para prevenir crises se apóiam em dois pilares, quais sejam, disciplina de mercado e supervisão prudencial. A base do argumento está em desestimular os agentes econômicos a assumir riscos excessivos, devendo esta ser a primeira linha de defesa contra as crises financeiras em uma economia de mercado. Mas a disciplina de mercado só pode funcionar se os investidores dispõem das informações necessárias. Portanto, “esforços para aumentar a transparência e encorajar a disseminação de informação merecem um lugar proeminente no panteão das reformas da arquitetura financeira internacional” (EICHENGREEN, 2003:47).

financeira internacional e para as sociedades podem ser assim sistematizadas (LINS,2002:18-20):

- competências e responsabilidades dos governos nacionais
  - buscar consistência nas políticas macroeconômicas
  - criar mecanismos sustentáveis de financiamento ao desenvolvimento
  - melhorar o marco institucional doméstico
  - ampliar a exigência de transparência nas ações dos países e nas recomendações da política econômica pelo FMI aos governos nacionais
  - implementar atividades que ajudem na identificação de fontes de vulnerabilidade
  
- papel dos organismos internacionais
  - rediscutir o papel das instituições de fomento e desenvolvimento regional, evitando superposições
  - repensar a situação dos países endividados
  - definir com clareza as atribuições dos diversos atores no sistema financeiro internacional
  - melhor monitoramento (pelo FMI) dos regimes cambiais praticados
  - adotar medidas que limitem a volatilidade dos mercados: regulamentação e controle, por parte do BIS
  - avaliar, junto com os países mantenedores dessas instituições, a redistribuição dos pesos dos países nos processos decisórios
  - avaliar a criação de mecanismos de financiamento emergenciais
  - definir, junto com o setor privado, o papel deste no conjunto de medidas de prevenção e salvaguarda do sistema
  
- tarefas para o setor privado
  - aprimoramento da governança corporativa
  - ampliação do acesso a informações

- co-participação na responsabilidade pela prevenção e solução de crises, talvez através da participação em um fundo de socorro e apoio a países em dificuldades.

Muito tem sido feito no reino daqueles elementos que têm como pano de fundo a concepção de que a instabilidade financeira resulta de problemas internos aos países devedores, o que vem se dando por meio de programas de ajustamento estrutural e estabilização pelo o FMI e BM. Por outro lado, são claramente deixadas em segundo plano medidas que visem melhoramentos e mudanças nos arranjos financeiros globais capazes de apanhar o risco sistêmico e as insuficiências dos mercados financeiros internacionais.

Neste tocante, os fóruns multilaterais, aí incluídos FMI, BIS, BM, OCDE, G-7 e o Fórum de Estabilidade Financeira (FSF<sup>15</sup>), empreendem a fixação de parâmetros regulatórios a serem adotados por todos os países – sobretudo aqueles em desenvolvimento, identificando nestes as falhas institucionais e lacunas regulatórias responsáveis pela eclosão das crises.

A generalização de padrões e códigos internacionais para a boa gestão financeira tem sido a ferramenta mais amplamente utilizada pela comunidade oficial para enfrentar os problemas que afetam a estrutura e a estabilidade do sistema financeiro internacional. A política macroeconômica e sua transparência, a infra-estrutura do mercado financeiro e a regulação e supervisão financeira são as principais áreas cobertas pelos 64 padrões e

---

<sup>15</sup> O Fórum de Estabilidade Financeira foi uma inovação institucional criada para identificar vulnerabilidades e fontes de risco sistêmico, preencher lacunas regulatórias e desenvolver mecanismos de regulação para as instituições financeiras. Segundo GRIFFITH-JONES (2002:49), “a criação do FSF é um avanço importante no sentido da coordenação de vários organismos e atores para aumentar a estabilidade global. É altamente problemático, porém, o fato de que, no momento, os países em desenvolvimento não estejam representados no Fórum”.

códigos definidos hoje (ICARD, 2002:59). Conforme citado por CUNHA (2002:7), o FSF identificou os seguintes *standards*, e os respectivos órgãos responsáveis: Código de Boas Práticas na Transparência das Políticas Monetária e Financeira, FMI; Código de Boas Práticas na Transparência da Política Fiscal, FMI; Padrão de Disseminação de Dados Especiais (SDSS) e General Data Dissemination System (GDDS) para transparência e disseminação de informações econômicas, FMI; Princípios e Guia em Sistemas Efetivos de Insolvência, BM; Princípios de Governança Corporativa, OCDE; Padrões Internacionais de Contabilidade, Comitê da Associação Internacional de Contabilidade; Padrões Internacionais de Auditoria, Federação Internacional de Contadores; Princípios Fundamentais de Sistemas de Pagamentos Sistemáticamente Importantes, Comitê Sobre Sistemas de Pagamento e Compensação do BIS; Integridade dos mercados e prevenção da lavagem de dinheiro através das “Quarenta Recomendações da Força de Tarefa de Ação Financeira”, FTAF; Princípios Fundamentais de uma Supervisão Bancária Efetiva, Comitê da Basileia para Supervisão Bancária; Objetivos e Princípios da Regulação de Securities, IOSCO – *International Organization of Securities Commission*; Princípios da Supervisão de Seguros, IAIS. Ainda, tem-se que a implantação de tais *standards* é monitorada pelas instituições de Bretton Woods, que introduziram, em 1999, o Programa de Avaliação do Setor Financeiro, que evidencia a adesão dos países a partir da divulgação de Relatórios de Observância dos Códigos. Ainda segundo CUNHA (2002), no final de setembro de 2001, 57 países estavam sendo monitorados.

O Acordo da Basileia também se insere no contexto das iniciativas que visam conferir maior estabilidade aos mercados financeiros internacionais, no âmbito da

perspectiva convencional. O Acordo originalmente estabelecido em 1975 visava responder à necessidade de uma maior coordenação e cooperação internacional entre as autoridades nacionais de regulamentação e supervisão bancária, dada a integração dos mercados financeiros domésticos. A habilidade dos bancos de assumir crescentes riscos, em contexto de liberalização dos mercados e de inovações financeiras, levou as autoridades supervisoras dos países industrializados a dedicar especial atenção ao fortalecimento da base de capital dos bancos, imprimindo-se o requerimento de capital mínimo para os bancos que operam internacionalmente, exigência que deveria refletir os riscos assumidos pelos bancos, de modo a permitir a absorção de possíveis perdas. Tais iniciativas culminaram no acordo assinado em 1988 – o *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, que previa a harmonização internacional das regulamentações relativas à adequação de capital dos bancos internacionais.

No entanto, quando da eclosão da crise no sudeste asiático em junho de 1997, as regras de 1988 pareciam não mais ter eficácia, sendo então revistas. Assim, em junho de 1999, o Comitê apresentou uma proposta de reformulação das regras de ponderação de risco do Acordo de 1988, *A new capital adequacy framework*, com vistas a conter o comportamento irresponsável dos bancos na concessão de empréstimos. Conforme analisam FREITAS e PRATES (2001: 69), “[est]a nova proposta baseia-se em três pilares disciplinares: requerimento de capital mínimo, a supervisão da adequação de capital e o fortalecimento da disciplina de mercado”. O novo acordo deu mais ênfase nas metodologias internas dos próprios bancos no tocante às avaliações de risco, e previa a adoção de *ratings* externos, fornecidos pelas agências especializadas na classificação de risco, pela maioria

dos bancos, que não dispunham de condições para adotar os sofisticados sistemas de avaliação de riscos.

As agências de *rating* avaliam a capacidade de pagamento dos devedores e divulgam tal informação. Em princípio, entende-se que estas dispunham de informações mais amplas e de uma maior *expertise* na apreciação dos riscos de crédito comparativamente às instituições financeiras. Contudo, a adoção de tais *ratings* nos afigura mais como uma exacerbação do curto prazoismo e, portanto, das crises, uma vez que acabam por reforçar o comportamento de manada característico dos mercados financeiros. Portanto, as propostas de reformas dos requisitos de adequação do capital definidos pelo Comitê da Basileia e a dependência dos próprios modelos dos bancos tendem a aumentar o efeito procíclico dos empréstimos bancários internacionais. Além disso, de acordo com FREITAS e PRATES (2002:76), “nos episódios recentes de crise financeira, as avaliações dessas agências não foram mais precisas e rigorosas do que as realizadas pelas instituições financeiras. Pelo contrário, além de não terem respondido prontamente aos sinais de deterioração da situação financeira dos devedores do Sudeste Asiático, a evolução dos *ratings* externos foi extremamente volátil e suscetível às mudanças na percepção do mercado em relação à probabilidade de uma empresa ou país deixar de honrar suas obrigações”.

Note-se que, enquanto se avança na tentativa de aperfeiçoar a regulação dos sistemas financeiros dos países em desenvolvimento, não se verifica progresso na construção de uma institucionalidade capaz de minorar os efeitos deletérios da extrema volatilidade dos capitais financeiros. As propostas se colocam, mas são tidas como

irrealistas e não factíveis. É patente a necessidade de se preencherem as lacunas na regulamentação internacional de instituições como os fundos mútuos ou de *hedge*. Além disso, dedica-se atenção excessiva à prevenção e gerenciamento de crises, sendo importante atentar para a liquidez inadequada e para a questão do financiamento para o desenvolvimento dos países de baixa renda.

FRENKEL E MENKHOFF (2002:46-8) e GARLIPP (2003) agrupam algumas propostas de longo alcance para uma nova arquitetura financeira internacional, propostas estas que teriam como denominador comum o estabelecimento de um sistema internacional. Assim, passemos a uma avaliação destas propostas, quais sejam, aquelas que advogam a adoção de regimes de taxas de câmbio mais flexíveis, e a consolidação de instituições supranacionais adequadas para fazer frente aos mercados financeiros mundializados e crescentemente integrados e/ou ao provimento de liquidez oficial em tempos de crise, tais como um Banco Central Mundial, um Emprestador Internacional de Última Instância, uma Organização Financeira Mundial, Autoridade Reguladora Financeira Mundial e uma Corte Internacional de Falências.

## **II.1 ADOÇÃO DE REGIMES DE BANDAS CAMBIAIS**

Os amplos movimentos de desregulamentação e liberalização financeira, tiveram efeitos perversos sobre as diversas economias, sobretudo as periféricas, exacerbando a suscetibilidade às crises.

O processo de abertura externa se desdobra em dois componentes. A abertura comercial, quando se promove a livre mobilidade de bens e serviços, e a liberalização financeira externa, que se traduz na liberdade de que os agentes disporiam (residentes e não-residentes) para fazer transações financeiras em moeda estrangeira e doméstica.

Conforme apontado por CARCANHOLO (2002:19-20), a liberalização externa dá-se em três níveis. A liberalização das **transações de entrada**, que significa a liberdade para os residentes obterem empréstimos nos mercados externos e para os não-residentes concederem crédito nos mercados nacionais; a liberalização das **transações de saída**, a partir da qual se confere liberdade para os residentes transferirem capital e adquirirem ativos financeiros fora do país, e para os não-residentes emitirem passivos nos mercados locais; e a **convertibilidade** entre moedas, que consiste na autorização de relações creditícias em moeda estrangeira entre residentes.

A abertura financeira, portanto, aumenta a substitutibilidade entre ativos e passivos domésticos e externos e, com isto, vincula a evolução dos preços-chave (juros e câmbio) e dos preços dos ativos ao comportamento do mercado financeiro internacional. É desta forma que as políticas externas e eventos domésticos e externos que afetam as expectativas dos agentes passam a afetar o exercício da política econômica internamente, gerando a sua asfixia (AKYÜZ, 1992). Portanto, aumentar o grau de abertura financeira implica o aumento da vulnerabilidade das economias frente à volatilidade dos fluxos financeiros. E quanto maior a vulnerabilidade destas economias, maior será a instabilidade macroeconômica gerada.

É fundamental destacar que o grau de abertura de determinada economia é fruto de decisões tomadas internamente no que se refere à sua inserção nos mercados internacionais, e não uma etapa do desenvolvimento natural dos mercados, conforme defendido no âmbito da teoria econômica ortodoxa.

Dada a natureza recente dos fluxos de capitais, então entregues às suas próprias leis de movimento, o desafio central que se coloca à gestão de política pelas economias, especialmente no tocante àquelas tidas como emergentes, é evitar que o desempenho da economia esteja estritamente condicionado aos movimentos especulativos de capital.

Estes elementos remetem à discussão acerca das opções de gestão macroeconômica dos fluxos de capitais. Importa perceber que o aceite do diagnóstico convencional, qual seja, de que os fluxos de capitais são guiados pelos *fundamentals*, e portanto serão atraídos de forma sustentável desde que se adote um conjunto de políticas ‘sãs’ e responsáveis torna inócua esta discussão.

Segundo a visão convencional, o influxo de capitais promoveria o desenvolvimento econômico, uma vez que suprimiria o estrangulamento do crédito – tido como o problema crônico das economias emergentes, o da escassez de poupança interna<sup>16</sup>. O argumento é de

---

<sup>16</sup> No âmbito da teoria convencional, o problema da escassez de poupança interna é a premissa macroeconômica básica para justificar a abertura financeira externa como solução a ser adotada pela periferia. No modelo macroeconômico ortodoxo, tem-se a renda agregada (Y) vista pela ótica dos gastos e dos rendimentos. Vejamos.

Pela ótica dos gastos:

$Y=C+I+(G-T)+(X-M)$ , onde C é o consumo; I é o montante dos investimentos; G-T equivale ao gasto governamental menos as transferências; e X-M o total das exportações menos importações.

Pela ótica dos rendimentos:

$Y=C+S$ , sendo, portanto, consumo mais poupança.

Igualando os componentes da renda, tem-se que  $C+I+(G-T)+(X-M)=C+S$ . Rearrmando a equação, teremos que  $(G-T)+(X-M)+(I-S)$  devem ser iguais a zero. Como a premissa é a da escassez de poupança interna, (I-S) será menor do que zero. Então,  $(G-T)+(X-M)$  deverá ser maior do que zero,

que, frente ao acelerado grau de globalização alcançado, quanto mais integrada internacionalmente for uma economia, tanto maior serão suas perspectivas de desenvolvimento. Com isto, “justifica-se o argumento do grau de abertura externa, da integração internacional, como a única forma que uma economia possui para garantir o seu desenvolvimento” (CARCANHOLO, 2002:19).

O argumento ortodoxo pró-abertura externa vai evoluindo na medida em que os países que a implementam ainda assim não conseguem superar seus problemas em termos de desenvolvimento econômico.

Nos anos 70, o argumento era o de que os países em desenvolvimento sofriam de excessiva intervenção governamental no funcionamento de suas economias, restringindo a livre movimentação dos capitais financeiros domésticos e internacionais, caracterizando a repressão financeira. Neste sentido, Mckinnon e Shaw vão defender que a repressão financeira faria com que as taxas de juros ficassem abaixo de um nível tal que fomentasse a oferta de crédito, provocando uma ineficiente alocação de recursos financeiros e a carência de poupança interna. Para estes, a maior mobilidade de capitais aperfeiçoaria a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a atração de poupança externa para países com insuficiência de capital (CARCANHOLO, 2002:30).

A ortodoxia evoluiu para o argumento seqüencial. Isto pois, segundo MCKINNON (1991) citado por CARCANHOLO (2002), a simultaneidade do processo de abertura poderia levar ao superendividamento externo e à valorização cambial, pois, com a desrepressão

financeira, as taxas de juros praticadas internamente seriam superiores às internacionais. Assim, defende-se que a abertura externa deve se dar obedecendo uma seqüência ótima.

A primeira etapa seria a reforma fiscal, mediante a qual o Estado reduzisse seus déficits e, portanto, a necessidade de refinanciá-los. Isto implicaria em menor rigidez das taxas de juros. A segunda etapa seria a desregulamentação financeira interna, reservando ao mercado o papel de alocar os recursos financeiros e determinar as taxas de juros, conferindo maior eficiência aos mercados financeiros. Estas duas etapas completariam a desrepressão financeira interna.

A terceira etapa consistiria na unificação do mercado cambial, com vistas a pôr fim às discriminações contra exportadores e/ou importadores potenciais. A quarta etapa seria a abertura comercial e, aí sim, a quinta etapa, a abertura financeira externa.

Nos termos de CARCANHOLO (2002:33), “[t]odas essas reformas deveriam, evidentemente, ser precedidas de uma estabilização macroeconômica que garantisse a credibilidade para a implementação das primeiras. A implantação desta seqüência ótima de reformas liberais garantiria o cumprimento de uma disciplina econômica (obtenção dos tais *fundamentals*), que sustentariam a continuidade de entrada de capital externo que financiaria o desenvolvimento econômico”.

No entanto, as crises recorrentes que se deflagram a partir dos anos 1990 levam a ortodoxia a reformular mais uma vez seu argumento. O que vai ser defendido é que a seqüência ótima da abertura externa é necessária, porém não suficiente, podendo levar a instabilidades financeiras e crises cambiais. Argumenta-se que os mercados financeiros apresentam imperfeições, originadas da presença de assimetrias de informação. A

existência destas assimetrias gera problemas do tipo risco moral, seleção adversa, racionamento de crédito e o comportamento de manada dos agentes<sup>17</sup>.

A partir destas constatações, o argumento pró-abertura externa evolui para a sua terceira geração, qual seja, conforme refletem as propostas oriundas das instituições de Bretton Woods, a da defesa da adoção de medidas capazes de minorar tais imperfeições, e que devem se dar no sentido de maior supervisão das instituições financeiras, regulação preventiva e maior transparência, permitindo aos agentes o uso racional de todas as informações disponíveis.

Não se admite, portanto, no âmbito da teoria convencional, a possibilidade de reversão súbita dos fluxos, uma vez que estes não respondem a fatores exógenos às economias, mas sim aos fundamentos internos às mesmas. A ocorrência de choques exógenos somente é admitida a partir de considerações relativas a imperfeições ou falhas de mercado.

Note-se que a perda de autonomia no que se refere ao exercício de política econômica internamente também se insere na esteira das justificativas teóricas favoráveis à abertura externa, pois a mesma restringiria sobremaneira a possibilidade de adoção de

---

<sup>17</sup> O **risco moral** ocorre quando a existência de emprestadores de última instância com atuação não seletiva faz com que os agentes em dificuldades sintam segurança em assumir posturas financeiras mais arriscadas; **seleção adversa** ocorre quando investimentos com menores chances de sucesso eliminam do mercado aqueles com maiores chances, justamente pela impossibilidade dos credores hierarquizarem perfeitamente os planos de investimento segundo suas diferentes viabilidades; **racionamento de crédito** ocorre em função dos credores não possuírem todas as informações necessárias sobre os tomadores de empréstimos; e, finalmente, os **comportamentos de manada** ocorrem quando os agentes sem informação privilegiada procuram seguir aqueles que pretensamente a possuem, o que pode redundar em tendências auto-referendadas (CARCANHOLO, 2002:33-4).

políticas irresponsáveis. Os agentes econômicos imporiam vetos às mesmas, promovendo uma maciça fuga de capitais.

No entanto, há distintas opções no que tange à gestão dos influxos de capitais, e a escolha a ser adotada internamente dependerá dos respectivos objetivos de política.

PRATES (1997) apresenta dois conjuntos de políticas pertinentes à gestão dos fluxos de capitais: as medidas de âmbito macroeconômico e as medidas de caráter regulatório. A gestão macroeconômica dos fluxos envolvendo distintas combinações entre as políticas cambiais e monetárias, e as medidas de caráter regulatório, por seu turno, relativas à natureza da abertura financeira, que redefine a inserção financeira externa do país.

Um país pode adotar um regime de câmbio flexível ou o regime de taxa de câmbio controlada. Na primeira opção, ocorre que a autoridade monetária nC/TT10 mémopçõmercaomovendo

A adoção do regime de taxa de câmbio controlada consiste na manutenção da taxa nominal de câmbio fixa em determinado nível, ou permitindo que a mesma flutue dentro de determinados limites, isto mediante o manejo das reservas internacionais. Com isto, o mercado cambial fica isolado dos efeitos dos fluxos de capitais.

No entanto, a adoção de tal regime gera impactos no mercado monetário. Se se verifica um significativo influxo de capitais, dá-se uma elevação nos níveis das reservas internacionais, e a conseqüente expansão de liquidez internamente a esta economia. Diante disto, as autoridades monetárias podem optar por esterilizar estes efeitos do mercado cambial sobre o monetário, ou não, a depender dos seus objetivos de política.

A intervenção não-esterilizadora implica em permitir que variações nas reservas internacionais decorrentes das intervenções da autoridade monetária no mercado cambial afetem a liquidez da economia. Com relação a este tipo de intervenção, conforme analisa PRATES (1997:72), “o caso limite é um regime de câmbio nominal fixo com conversibilidade monetária, como o vigente na Argentina após o Plano Cavallo. Nesse contexto, abdica-se tanto da política cambial como instrumento de promoção das exportações – devido ao compromisso com uma taxa de câmbio nominal fixa – quanto da política monetária enquanto instrumento de manejo da demanda agregada”. Cabe mencionar que no caso de adoção de regime de bandas cambiais, o efeito da intervenção da autoridade monetária sobre a liquidez doméstica é menor, pois há limites dentro dos quais a taxa nominal de câmbio pode variar.

Já com relação à intervenção esterilizadora, os impactos em termos de liquidez doméstica são neutralizados mediante operações no mercado aberto (compra e venda de

títulos de dívida, com vistas a, respectivamente, expandir ou contrair a base monetária). Neste caso, verifica-se o controle simultâneo dos dois preços-chave – taxas de câmbio e de juros. Essa opção de política envolve “um grau significativo de cautela em relação aos fluxos de capitais, pois procura conter seus impactos macroeconômicos” (PRATES, 1997:75). No entanto, por outro lado, fica claro que intervenções esterilizadoras podem ter significativo impacto fiscal, isto pois, em contexto de liberalização das finanças, o influxo de capitais pode exacerbar o endividamento público na medida em que títulos de dívida são emitidos com vistas ao enxugamento da liquidez doméstica.

Com isto, chega-se a um dilema conhecido na literatura como “trilogia impossível”. De fato, a adoção de um regime de âncora cambial (com regime de câmbio fixo ou de bandas cambiais), concomitante à liberalização financeira externa, impossibilita a autonomia de política econômica. Ou seja, regimes de taxas de câmbio controladas, em contexto de liberalização financeira, e autonomia de política econômica não podem existir simultaneamente<sup>18</sup>.

Há ainda, como alternativa à intervenção esterilizadora, a redução dos gastos governamentais ou aumento dos impostos, gerando superávits fiscais, neutralizando assim a expansão monetária proveniente do influxo de capitais. No entanto, tais medidas geralmente têm efeitos bastante recessivos nas economias periféricas, além do impacto regressivo que geram no tocante à distribuição de renda, posto que a primeira rubrica a ser cortada é a dos gastos sociais.

---

<sup>18</sup> Em um exame mais detalhado acerca da trilogia impossível, CARCANHOLO (2002) analisa quais são as opções de política possíveis.

O regime de bandas cambiais é uma opção de política, portanto, que envolve o manejo dos instrumentos macroeconômicos que permite atenuar as pressões sobre o lado fiscal, e visa melhorar a estabilidade das taxas de câmbio. Neste caso, parte do ajuste no mercado de câmbio é realizado através da variação da taxa de câmbio, envolvendo uma combinação de apreciação e esterilização na gestão dos fluxos de capital.

A adoção de bandas cambiais implica, segundo GARLIPP (2003), discutir a factibilidade de uma coordenação de política econômica internacional que faça frente aos efeitos negativos da extrema volatilidade dos fluxos de capitais sobre o comércio internacional e os investimentos. Note-se que até aqui, tratamos da adoção de determinado regime cambial enquanto opção interna de política macroeconômica e o respectivo manejo dos fluxos de capitais. No entanto, a gestão dos fluxos internamente não tem a prerrogativa de conter a volatilidade dos fluxos de capitais e seus efeitos instabilizadores, o que só é possível mediante uma coordenação internacional das políticas monetárias. E é neste nível que se coloca a proposta de adoção de regimes de bandas cambiais enquanto componente da reorganização do capitalismo contemporâneo.

A proposta de adoção de regimes de bandas cambiais no tocante ao reordenamento da institucionalidade capitalista sugere que se estabeleça uma espécie de acordo entre os três principais países industrializados, Estados Unidos, Alemanha e Japão, em torno de regras e metas capazes de limitar as flutuações das taxas de câmbio, reivindicando-se aí um maior compromisso das autoridades monetárias com relação à volatilidade dos preços-chave da economia, conforme proposto por WILLIAMSON (1987) citado por GARLIPP (2003).

Tal proposta aponta para o estabelecimento de uma paridade cambial negociada entre as três moedas, e o compromisso dos países em administrar as políticas macroeconômicas de modo a limitar os desvios das taxas de câmbio das metas acordadas, e para além dos limites de variação acordados. A gestão das políticas macroeconômicas dar-se-ia mediante o manejo do nível médio das taxas de juros, que atuaria de modo a limitar as variações das taxas de câmbio. Portanto, tal coordenação estaria assentada na política monetária, e a política fiscal seria utilizada para ajustes compensatórios quando alterações na política monetária ameaçassem o equilíbrio interno. O que sobressalta nesta proposta é a patente necessidade de coordenação das políticas macroeconômicas das três economias centrais do capitalismo contemporâneo, às quais caberia o papel central de comprometer-se com a estabilidade sistêmica, garantindo-se a estabilidade dos preços-chave da economia em nível mundial.

Conforme referência feita por GARLIPP (2003:9), na visão de Williamson, este sistema, através da flexibilidade admitida, “permitiria que as taxas de câmbio preenchessem as suas quatro funções sociais genuínas: harmonizar diferentes taxas de inflação; facilitar ajustes dos balanços de pagamentos; permitir um grau de independência para as políticas monetárias anticíclicas; e absorver choques especulativos”.

Importa destacar que há condições a serem satisfeitas para que se alcancem os efeitos desejados a partir da adoção das bandas cambiais, tais como credibilidade das autoridades para defender o sistema, o acordo sobre uma paridade central que reflita um equilíbrio da taxa de câmbio e a criação de regras consensuais sobre futuras mudanças da paridade central (FRENKEL e MENKHOFF, 2002; GARLIPP, 2003). Note-se, ademais, que tal

proposta vai no sentido da reafirmação do atual funcionamento das relações monetárias internacionais, não se traduzindo, portanto, em um efetivo reordenamento da institucionalidade global.

## **II.2- CONTROLES DE CAPITAL**

A adoção de controles de capital também merece destaque no rol das propostas que se afiguram no debate em questão. Internamente às economias, o controle de capitais se coloca também como uma opção de gestão dos fluxos de capitais, sendo estas medidas de âmbito regulatório que visam minorar os impactos negativos da volatilidade dos fluxos de capitais sobre as economias. São medidas que definem o grau de abertura financeira, portanto fruto de decisão dos gestores de política econômica. E o grau de abertura financeira é um condicionante fundamental dos impactos dos fluxos tanto no momento de abundância quanto de escassez de recursos externos.

O controle de capitais envolve a restrição de uma ou mais categorias relacionadas principalmente à conta de capital do balanço de pagamentos, quais sejam, investimento direto estrangeiro, investimento de portfólio, empréstimo ou tomada de empréstimo por residentes e não-residentes, transações efetivadas através de contas de depósito, entre outras. Com tais restrições, objetiva-se manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre a mesma; conferir maior autonomia ao exercício da política monetária doméstica – pois, na medida em que os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para

objetivos econômicos domésticos –; e preservar a estabilidade monetária e financeira frente a fluxos persistentes de capital, inclusive detendo saídas de capital em contexto de crise do balanço de pagamentos (PAULA *et alli*, 2003:9).

A instabilidade financeira e cambial típica do capitalismo contemporâneo, e seus impactos negativos sobre as economias, sobretudo as emergentes, têm levado até mesmo os órgãos conservadores, como o FMI, a admitirem a possibilidade de adoção de certos tipos de controles de capitais, em caráter temporário, com vistas a reduzir a vulnerabilidade externa daquelas economias (PAULA *et alli*, 2003; ROGOFF, 1999). Segundo STIGLITZ (1999:12): “ *Volatile markets are an inescapable reality. Developing countries need to manage them. They will have to consider policies that help stabilize the economy....These could include sound bankruptcy laws and Chilean-style policies that put some limits on capital flows*”.

Os controles de capitais podem ser de vários tipos, conforme apresentam PAULA *et alli* (2003:9-10). Os **controles diretos ou administrativos** referem-se à imposição de limites quantitativos aos fluxos de capitais, ou mesmo à proibição de certos tipos de operação e fixação de prazos mínimos de permanência dos mesmos, afetando diretamente o volume das transações financeiras entre países. Exemplo de controle direto sobre os fluxos é a exigência de autorização especial para empréstimos novos ou existentes tomados no exterior por residentes. Os **controles indiretos ou baseados em preços** são aqueles que envolvem imposições de requerimentos de reservas não remuneradas (compulsórios) sobre créditos com recursos externos ou depósitos em moeda estrangeira, ou a taxação sobre os fluxos entre fronteiras, que pode ser diferenciada de modo a inibir certos tipos de

transações ou maturidades, tornando as transações financeiras mais custosas de serem efetuadas. Segundo PRATES (1997:85), os controles indiretos, geralmente, buscam homogeneizar ou reduzir a diferença entre o custo do crédito em moeda nacional e estrangeira através do aumento do custo do endividamento externo. E tanto um quanto outro desestimulam os fluxos de curto prazo, atraídos pelo diferencial de juros externo/interno, e procuram alterar a sua composição em favor dos fluxos de médio e longo prazos.

Os controles de capitais também podem ser **seletivos**, cobrindo determinadas modalidades de operação financeira relacionada a fluxos de capitais externos, ou **extensivos**, cobrindo a totalidade das operações financeiras. E ainda, podem se impor controles **sobre a entrada** de capitais, o que se justificaria pelo intento de desencorajar um influxo maciço de capitais durante períodos de expansão, evitando-se uma apreciação excessiva da taxa de câmbio, e **sobre a saída de capitais**, com vistas a reduzir a velocidade da saída ou mesmo evitá-la, quando um país enfrenta a possibilidade de retirada repentina e instabilizadora de capitais em momentos de reversão das expectativas.

Uma forma conhecida de regulamentação sobre os fluxos de capitais é a taxa Tobin<sup>19</sup>. A cobrança de uma taxa sobre transações de moeda reduz a lucratividade dos fluxos de capitais de curto prazo, conseqüentemente reduzindo sua volatilidade. Segundo FRENKEL e MENKHOFF (2002:254), acredita-se que a taxa deve ser implementada praticamente em nível mundial para se evitar a evasão de taxa através do comércio de

---

<sup>19</sup> TOBIN (1978) preconizou uma medida política que deveria ser tomada simultaneamente por todos os Estados. Consistiria em um desestímulo à especulação internacional, pois, ao tributar moderadamente todas as operações cambiais de curto prazo, desencorajaria aquelas que só tenham por objetivo a obtenção de ganhos cambiais.

moeda para outros países. Com isto, um dos possíveis efeitos colaterais é o de que a taxa Tobin aumenta o prêmio de risco de ativos do país que a está implementando, levando a taxas reais de juros mais elevadas.

Em que pesem os benefícios que podem decorrer da adoção de medidas restritivas aos fluxos de capitais às economias, traduzidos em termos de menor vulnerabilidade e maior autonomia no que tange à perseguição de objetivos domésticos por parte das autoridades monetárias, há autores que argumentam que os custos envolvidos na imposição de controles de capitais superariam aqueles ganhos, sendo necessária uma ponderação do tipo custo-benefício de modo a avaliar a sua pertinência.

Os custos envolvidos seriam traduzidos em termos de redução de bem-estar da sociedade. Argumenta-se que a elevação do valor da taxa de juros externa, decorrente de controles de capital efetivos e bem-sucedidos, reduziria o conjunto de possibilidades de consumo futuro dos residentes domésticos, fazendo-se referência ao padrão intertemporal de consumo. Além disso, advoga-se que a restrição ao acesso ao mercado internacional de capitais limitaria a capacidade de um país de sustentar o seu padrão de consumo diante de um choque exógeno que gerasse uma diminuição do nível de produção, além de resultar em uma redução das perspectivas de crescimento de longo prazo do país, na medida em que inviabilizaria aos residentes a tomada de empréstimos com vistas a aumentar sua capacidade de produção de bens no futuro.(NEELY, 1999, *apud* PAULA *et alli*, 2003:7)

Ainda no que se refere às desvantagens de se controlar capitais, um argumento presente na literatura aponta para o fato de que em muitos países o setor privado tem encontrado meios de driblar esses controles. Argumenta-se que os controles à saída de

capitais do tipo preventivo são ineficientes, pois quando se aproxima a expectativa de crise, o setor privado encontra meios para burlar os controles e enviar grandes volumes de capitais para o exterior. Advoga-se ainda que os controles à saída encorajariam a corrupção, visto que os investidores tentam enviar seu capital para paraísos fiscais (ROGOFF, 1999; ESDAR, 2002).

WHITE (2000) argumenta que há vantagens decorrentes da alocação de fluxos internacionais de capitais, e que os fluxos são menos causadores do que catalisadores das crises. Para este autor, os controles diretos sobre capitais acabam por estimular a evasão de recursos e se enfraquecem com o tempo. Ademais, advoga-se que com o avanço da tecnologia, haveria uma tendência no sentido da diminuição ainda maior do período de efetividade desses controles.

CARDOSO e GOLDFAJN (1997) encontraram resultados que confirmam a efetividade dos controles em alterar tanto o volume quanto a composição do capital, mas apenas por um curto período de tempo.

EDWARDS (1999) defende que controles à saída de capitais, nos moldes daqueles implementados pela Malásia, que impôs restrições à saída de capitais durante uma crise financeira, criam distorções e corrupção. E admite que controles à entrada, nos moldes chilenos, apesar de não serem efetivos quanto ao objetivo de possibilitar uma política monetária mais independente, teriam o potencial de alongar a maturidade dos passivos externos. Com relação aos controles sobre a saída de capitais, ESDAR (2002:73) defende que estes podem ter um impacto negativo duradouro sobre a confiança dos investidores, e que “a reputação de uma ‘moeda ratoeira’ é difícil de superar”.

Na opinião de LÓPEZ-MEJÍA (1999), apesar das evidências empíricas acerca dos controles não serem conclusivas, é fato que os controles de capitais conseguiram alongar a maturidade dos capitais ingressados no Chile, na Colômbia e na Malásia, o que seria uma importante conquista quando se leva em conta que a curta maturidade dos fluxos é identificada como a principal causa da volatilidade e reversão dos fluxos de capitais nas crises mexicana e asiática.

RODRIK e VELASCO (1999) argumentam que evidências substanciais mostram que os controles sobre fluxos de capitais aplicados no Chile, Colômbia e Malásia alteraram significativamente a maturidade dos capitais que ingressaram nesses países, assim como seu volume.

DE GREGORIO, EDWARDS e VALDÉS (2000) concluíram que a imposição da reserva “não-remunerada” no Chile, apesar de ter causado um aumento no diferencial da taxa de juros de curto prazo, não mostrou efeito significativo no longo prazo, além de não ter tido impacto razoável sobre a taxa de câmbio. No entanto, por outro lado, evidenciaram importantes alterações na composição das entradas de capitais, que passaram a apresentar maiores prazos de maturidade.

Finalmente, ROGOFF (2002) considera que o balanço geral das experiências com a utilização de controles segue sendo negativo. Contudo, na medida em que o próprio balanço sobre os efeitos concretos da liberalização financeira também se mostra desfavorável, cria-se espaço para uma abordagem cautelosa e específica a cada caso quando se trata de reduzir o grau de conversibilidade da conta capital.

Os efeitos causados pela imposição de medidas de controle podem variar não só de país para país, mas também entre os períodos em que são implementadas. Apesar disso, a maior parte da literatura admite que os controles de capitais são capazes de causar algum tipo de modificação na composição dos recursos ingressados nos países. Conforme avaliam PAULA *et alli* (2003:8), “os argumentos contra a intervenção do Estado na movimentação dos capitais entre as fronteiras nacionais se apóiam mais em *preconceitos de natureza ideológica* do que em sólidos argumentos teóricos ou empíricos”. As experiências internacionais bem sucedidas evidenciam que a adoção de controles de capitais pode ter efeitos bastante positivos para as economias que as adotaram.

### **II.3- PROPOSTAS DE CRIAÇÃO DE INSTITUIÇÕES DE PODER SUPRANACIONAL**

Há proposições que defendem a criação de uma instituição supranacional com o papel de emitir uma moeda internacional, e de gerir a política monetária em nível global, atuando na provisão de liquidez em tempos de crise, eliminando problemas relacionados às taxas de câmbio e facilitando as transações internacionais.

Segundo GARLIPP (2003), tal proposta, que tem por representante Richard N. COOPER (1987)<sup>20</sup>, busca enfrentar a instabilidade das decisões de portfolio, advinda das flutuações das taxas de câmbio, as quais seriam eliminadas com a emissão de uma moeda única, de circulação interna e internacional. As moedas nacionais dos países industrializados seriam substituídas pela moeda mundial, cuja emissão ficaria a cargo do

---

<sup>20</sup> Citado por GARLIPP (2003).

Banco de Emissão. Além do controle monetário, caberia ao Banco de Emissão o exercício de ‘emprestador de última instância’ e de regulador do sistema financeiro.

Note-se que a criação de uma instituição deste porte, a cargo da qual estaria a gestão monetária e a emissão da moeda global, destituiria do país emissor da moeda que exerce a função de reserva universal de valor, a prerrogativa de exercer o poder de ‘senhoriagem’, o que atualmente configura uma importante fonte de assimetrias no que concerne às relações econômicas internacionais.

Uma proposta semelhante é a de se estabelecer uma autoridade mundial reguladora. Henry KAUFMAN (1998) [citado por ROGOFF (1999), FRENKEL e MENKHOFF (2002), GARLIPP (2003)] e outros autores, sugerem a criação de tal instituição, que teria por fim fiscalizar bancos e intermediários financeiros, e que seria formada por profissionais do setor privado. A presença de uma instituição regulatória com competência global, conforme advogam seus defensores, preveniria a prática de arbitragem regulatória internacional.

ROGOFF (1999) argumenta que o Acordo da Basileia II avançou neste sentido, na medida em que estabeleceu padrões e práticas regulatórias a serem seguidos pelas diversas economias, inviabilizando tal arbitragem. No entanto, em que pese a utilidade de tal acordo, o autor avalia que a execução de tais padrões pelas autoridades nacionais pode ser negligente, isto pois, em princípio, o regulador financeiro deve ter um certo distanciamento com relação às instituições a serem reguladas, tal como seria o caso de uma instituição reguladora supranacional. Ademais, conforme aponta GARLIPP (2003), apesar de contar com uma estrutura reguladora unificada, são tímidos os esforços para unificar as autoridades reguladoras.

A criação de uma organização financeira mundial é uma variante desta proposta, envolvendo um conceito mais amplo: à autoridade reguladora financeira mundial também caberia a coordenação macroeconômica. Tal organização, cuja criação tem por defensores John EATWELL e Lance TAYLOR, atuaria nos moldes da Organização Mundial do Comércio, com vistas a promover a estabilização dos mercados financeiros mundiais.

Muitos autores propõem a criação de um credor internacional de última instância, com vistas ao provimento de liquidez internacional em períodos de crise. A presença de tal credor evitaria movimentos de corrida aos bancos e, analogamente, corridas contra a moeda de um país, uma vez que ofereceria garantias quanto ao cumprimento das respectivas obrigações.

No entanto, conforme avalia ROGOFF (1999), uma proposta de criação de uma instituição de empréstimo internacional deve confrontar o fato de que o poder regulatório financeiro ainda está nas mãos das autoridades domésticas. E a presença de um emprestador internacional de última instância induziria as autoridades domésticas a atuarem de forma mais omissa, pois contariam com o fato de que, caso seu sistema bancário tivesse problemas, parte dos custos seriam repassados a outros países através do fiador internacional – problemas de risco moral.

Nesta esteira, MISHKIN e MELTZER, citados por ROGOFF (1999), propõem uma instituição internacional que cumpra o papel de ‘emprestador internacional de última instância’. Em propostas como essas, o Fundo Monetário Internacional deveria conceder uma nova linha de créditos emergenciais, para atender os países que aceitarem adotar as políticas econômicas exigidas. A existência dessas linhas de crédito poderia inibir a

disposição a ataques especulativos. Mas os obstáculos para um organismo ‘emprestador internacional de última instância’ não são pequenos.

Propõe-se também a implementação de uma **lei de insolvência**, análoga à lei da falência privada, por meio da criação de regras definidas, o que permitiria que os Estados criassem mecanismos de reestruturação de dívidas ou suspensão parcial dos pagamentos de dívidas com vistas a solucionar endividamentos nacionais intensos, ou mesmo reduzir a sobrecarga de países superendividados.

O cerne desta proposta está na percepção de que existe uma assimetria entre credores e devedores, com um viés para os primeiros, no que se refere à distribuição dos custos e benefícios do processo de globalização financeira. Diante das reformas em curso, entende-se que a ênfase na adoção de parâmetros regulatórios globais impõe um custo desproporcional sobre os governos nacionais dos países em desenvolvimento (UNCTAD, 2001, citado por CUNHA, 2002:8). Diante disto, defende-se a criação de novos mecanismos de equacionamento das situações de iliquidez de países fortemente endividados.

O próprio FMI reconheceu a necessidade de se criar um arcabouço capaz de viabilizar processos de “falências soberanas”, ou seja, a reestruturação de dívida soberana, o que é defendido por KRUEGER (2001)<sup>21</sup>, então Vice-Diretora Gerente do Fundo. Na esteira de uma proposta pouco convencional, tal arcabouço funcionaria como um “catalisador capaz de encorajar devedores e credores a unirem-se na reestruturação de dívidas insustentáveis, oferecendo ao país devedor proteção legal contra credores que estivessem impedindo a reestruturação necessária das dívidas, em troca da obrigação para o

---

<sup>21</sup> Citado por CUNHA (2002) e CUNHA (2004)

devedor de negociar de boa fé com seus credores e implementar políticas que assegurem a prevenção do surgimento de problemas semelhantes no futuro” (CUNHA, 2002:9-10).

Sugere-se a formação de um Tribunal Internacional de Falências, análogo a um tribunal doméstico, ao estilo do que rezam os capítulos 9 e 11 do Código de Falências dos Estados Unidos, de sorte a estabelecer os termos de uma reestruturação financeira no caso de uma liquidação. Os credores poderiam ofertar o capital de giro que garantiria a continuidade das operações da liquidante, tendo prioridade no resgate desta nova dívida. Fixam-se, também, parâmetros para o alongamento, cancelamento de dívidas e conversões de dívida em capital.

Nesta mesma linha, a UNCTAD defende que a criação deste Tribunal Internacional de Falências se dê por meio de um tratado internacional ratificado pelos membros da ONU, que ficaria responsável pela aplicação do Código de Falências com vistas a evitar uma corrida contra os ativos dos devedores, sobretudo em momentos de crises de liquidez, protegendo-se, ao mesmo tempo, os direitos dos credores. (GARLIPP, 2003)

Uma alternativa que se apresenta ainda com relação a mecanismos de reestruturação de dívidas soberanas seria a definição, *ex-ante*, de procedimentos baseados em acordos voluntários para a suspensão temporária dos pagamentos de dívidas e de concessão de novos empréstimos com vistas a lastrear o pagamento de dívida velha. Com isto, as dívidas soberanas seriam negociadas diretamente entre credores privados e devedores soberanos (ou seja, propõe-se a livre negociação entre estes), e as dívidas privadas seriam solucionadas pelos judiciários nacionais (ROGOFF, 1999; CUNHA, 2004). Tal alternativa é alvo de críticas pela UNCTAD, pois, uma vez que se requer uma distribuição mais

equitativa do ônus derivado das situações de iliquidez, a mediação entre as partes deve se dar a partir de uma instituição neutra, com legitimidade e poder de coerção (CUNHA, 2002).

Note-se que aquela proposta inicialmente encampada pelo Fundo, tendo como defensora a Vice-Diretora Gerente Anne Krueger, tem um caráter mais institucional, com a qual se busca enfrentar os problemas de coordenação associados às crises de endividamento. Nos termos de CUNHA (2004:14), “[a] proposta do Fundo traduzia a tradição dos EUA, de institucionalizar o problema da reestruturação de dívidas. Tal institucionalização não implica, necessariamente, em um maior apelo a soluções judiciais. Na verdade, estimulam-se acordos ‘fora das cortes’, porém mediados por um embasamento legal capaz de estabilizar a arbitragem entre as partes”. Ao lado desta, há uma alternativa que vai de encontro aos interesses do setor privado, a partir da qual se propõem soluções descentralizadas, enfatizando os mecanismos contratuais livremente pactuados entre as partes. Nesta alternativa, admite-se a introdução de Cláusulas de Ação Coletiva, cuja adoção reflete o receio do setor privado frente a soluções do tipo estatutárias, que reduzem a possibilidade de obtenção de ganhos em negociações privadas. E, como reflexo mesmo de pressões políticas, o Fundo passa a defender a adoção das Cláusulas de Ação Coletiva, deixando de lado aquela proposta que parecia oferecer a melhor resposta para problemas relativos às dívidas soberanas contraídas de credores privados, e que claramente envolvem uma assimetria em favor dos últimos.

Em suma, as propostas que buscam dar um tratamento a tais relações têm como premissas básicas que as crises financeiras geram um rastro de dívidas não honradas, e que não existem regras globais capazes de ordenar a reestruturação destas dívidas, de forma

voluntária ou coercitiva, bem como instituições com legitimidade para garantir a supervisão e o cumprimento dos acordos, o que dificulta o equacionamento das crises. Com isto, as sugestões vão desde o incentivo ao *bailing in* dos investidores privados, preferencialmente de forma voluntária, até a criação de instituições capazes de fixar os termos de uma renegociação (EICHEENGREEN, 1999).

#### **II.4- UMA PROPOSTA DAS ESQUERDAS: *GLOBAL FINANCIAL FACILITY***

A proposta mais abrangente é a de constituição de uma instituição financeira global com o propósito de regular o sistema financeiro internacional, com vistas a evitar recessões globais, promover o desenvolvimento econômico sustentável, assegurar o pleno emprego, reverter a polarização entre a riqueza e a pobreza mundiais, e dar suporte aos esforços de política em todos os níveis para mobilizar e coordenar seus recursos econômicos. Tal proposta é apresentada por BRECHER *et alli* (1999), conformando-se a institucionalidade capitalista defendida pela esquerda – conforme os próprios autores definem –, fazendo frente à falta de mecanismos adequados de regulação em um contexto de finanças liberalizadas e de extremada instabilidade, cujos efeitos são sentidos mundialmente, mas com especial intensidade nos países em desenvolvimento.

Segundo os autores, tal instituição, a *Global Financial Facility* (GFF), estabeleceria um banco internacional para desempenhar funções de regulação monetária desempenhada inadequadamente pelos bancos centrais nacionais, posto que sua atuação é espacialmente limitada. Neste sentido, deveria:

- estabelecer, em cooperação com os reguladores nacionais, um sistema de requerimentos de reserva mínima para instituições financeiras não bancárias e operações transnacionais de corporações e bancos, restaurando o controle da oferta monetária global e nacional;
- coordenar esforços para reduzir as flutuações nas taxas de câmbio através da coordenação das políticas monetária e fiscal nacionais.

A GFF também estabeleceria um fundo público internacional de investimento, que deveria conter os ciclos econômicos globais por meio da adequada expansão ou contração de suas atividades.

Defende-se ainda a taxação de todas as transações financeiras internacionais, nos moldes da “taxa Tobin”, recursos estes que dariam suporte às atividades de tal fundo. Tal taxação reduziria a instabilidade os fluxos financeiros de curto prazo, ao mesmo tempo em que proveria recursos para investimento de longo prazo para o desenvolvimento sustentável de países pobres<sup>22</sup>.

Ademais, os autores advogam que as políticas a serem perseguidas pela GFF devem ser radicalmente diferentes daquelas preconizadas pelas instituições de Bretton Woods. E seriam:

---

<sup>22</sup> No entanto, conforme avalia BRUNHOFF (1998: 58-9), e com bastante pertinência para os nossos propósitos, “toda reforma baseada em acordos que visem limitar a instabilidade monetária internacional, tributando a especulação, atinge os interesses dos que lucram com a instabilidade, mas pode obter o respaldo dos que são lesados pelos excessos do setor financeiro. Sem modificar a correlação de forças, nenhuma proposta de novas relações monetárias internacionais terá a menor possibilidade de êxito.”

- encorajar os países a adotar política econômica baseada no crescimento e desenvolvimento doméstico, em lugar da austeridade doméstica;
- encorajar o deslocamento dos recursos financeiros globais da especulação para o desenvolvimento sustentável, mediante aplicação produtiva dos recursos;
- encorajar os países do G-7 a trabalharem juntos com vistas a estimular a demanda doméstica e prevenir a deflação global;
- encorajar a prática de taxas de câmbio mais estáveis;
- desenvolver meio para assegurar a liquidez global, tais como uma expansão do sistema de Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights – SDR*), com vistas a proteger a economia global, especialmente países de baixa renda, de crises de liquidez;
- perseguir outras medidas para assegurar uma demanda global adequada para o provimento do pleno emprego e redução da pobreza.

Estas proposições expressam pontos importantes que deveriam estar contidos em uma efetiva reforma do sistema capitalista global, pois imprime ao sistema capacidade regulatória adequada para gerir fluxos de capitais especulativos, que visam meramente a acumulação de riqueza abstrata, e que se movimentam livremente, impondo vetos ao exercício de política econômica doméstica, subordinando todos os objetivos de desenvolvimento econômico ao seu afã de acumular por acumular. É patente a necessidade de instituições supranacionais com poder regulatório sobre a totalidade das instituições

financeiras que operam em nível internacional, e que atuem com vistas à distribuição equânime da riqueza e à redução da pobreza em nível global.

Conforme apontam FRENKEL E MENKHOFF (2002), todas estas propostas de caráter mais abrangente seguem um princípio básico de acordo com o qual a integração do mercado deveria andar de mãos dadas com a criação de uma ordem apropriada a esses mercados. No entanto, os governos não parecem dispostos a desistir de boa parte de sua autonomia nacional.

É preciso ter claro, ainda, que há constrangimentos que devem ser reconhecidos e superados com vistas a um reordenamento da arquitetura do sistema monetário-financeiro internacional. Dentre os principais constrangimentos assinalados por GARLIPP (2001b e 2002), podemos destacar: primeiro, o paradoxo existente entre a dimensão assumida pelos mercados de capitais mundialmente integrados em contraste com o caráter nacional das instituições reguladoras (exceto as instituições multilaterais – Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e BIS) e seu porte e capacidade de intervenção limitados. Segundo, o poderio financeiro dos Estados Unidos, país emissor da moeda que exerce a função de reserva universal de valor, o que configura uma mundialização financeira hierarquizada a partir do sistema financeiro norte-americano. Tais constrangimentos adquirem maior relevância quanto mais dificultam o enfrentamento, por meio das políticas econômicas domésticas, dos efeitos deletérios de um capital financeiro globalizado e hierarquizado a partir da lógica das finanças privadas americanas.

A factibilidade de um reordenamento da institucionalidade capitalista, na medida em que requer a superação de importantes constrangimentos impostos às economias em

desenvolvimento, com vistas a possibilitar a retomada de sua autonomia na definição de política econômica doméstica, é bastante questionada. As experiências de inserção subordinada dos países em desenvolvimento à globalização financeira não têm se mostrado capazes de promover o tão propalado desenvolvimento de suas economias, na medida em que persistem os fatores responsáveis pela instabilidade, aumentando a precariedade dos mecanismos nacionais de regulação. Como assinalam BRAGA e CINTRA (1999), “as perspectivas de desenvolvimento para estas economias requerem uma intervenção nacional e supranacional sobre o padrão vigente de ‘globalização financeira’, com vistas a estabelecer limites tanto à concorrência internacional predatória - que destrói capacidades produtivas nacionais por critérios de mera rentabilidade - quanto ao afã exacerbado de acumular por acumular, que caracterizam os atuais movimentos monetário-financeiros mundiais”.

---

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

---

A nova dinâmica financeira internacional que se estabelece depois da ruptura do padrão monetário-financeiro erigido em Bretton Woods é marcada pelo fortalecimento dos processos especulativos e pelo aumento da instabilidade financeira, de modo que a economia mundial vem operando ao largo de um regime monetário internacional acordado. Como visto, desde a crise do padrão dólar-ouro, ganham lugar alterações substantivas no sistema financeiro internacional, condicionando a regulação e a capacidade das autoridades monetárias na gestão da liquidez internacional.

Os processos de desregulamentação financeira e a liberalização externa proporcionaram ao movimento de capitais internacionais a possibilidade de circularem entre os países, livremente, em um movimento tipicamente especulativo, fazendo com que a entrada ou saída de capitais externos dependa do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais, da variação esperada nos preços dos ativos financeiros, e do valor esperado das moedas. A própria movimentação de capitais, frente a alterações nas expectativas de ganhos de curto prazo, ligados portanto ao risco e incerteza das operações, tende a gerar flutuações extremas nas próprias taxas de câmbio e/ou nos preços dos ativos financeiros, impondo limites ao exercício de política econômica no tocante à perseguição de objetivos domésticos, tais como desenvolvimento nacional e redução da pobreza. E, na ausência de mecanismos de controle, que não os ‘mecanismos de mercado’, podem ser desencadeadas crises sistêmicas, as quais, sabemos, são características da dinâmica

financeira e uma ameaça permanente ao crescimento das economias e à estabilidade do sistema como um todo, tanto mais quanto maiores as dificuldades dos governos em combatê-las de modo efetivo.

Tem-se, portanto, um quadro em que predominam as finanças desreguladas, e em que a supremacia da dinâmica financeira imprime no sistema a suscetibilidade crescente a crises. E os recorrentes episódios críticos que são desencadeados, especialmente a partir da década de 1990, suscitam um debate em torno de um reordenamento da arquitetura do sistema financeiro internacional, debate este que expressa a necessidade de uma nova institucionalidade monetário-financeira que seja capaz de minorar os riscos de ruptura do sistema.

Diferentes proposições quanto a um reordenamento da arquitetura financeira internacional vêm sendo apresentadas, conformando um importante debate, ainda em curso. Em linhas gerais, conforme buscamos abordar neste trabalho, as propostas tendem a se dividir em duas grandes vertentes: de um lado, aquelas que estão em conformidade com a concepção crítica que toma as crises financeiras como intrínsecas ao funcionamento da *economia desregrada* (GARLIPP, 1996); de outro lado, aquelas afiliadas à concepção ortodoxa, em que as crises se explicariam pelo surgimento de ‘desequilíbrios econômicos insustentáveis’ e ‘desalinhamentos nos preços dos ativos ou das taxas de câmbio’, em contexto de distorções do sistema financeiro e inflexibilidades estruturais.

E o processo de reforma da institucionalidade capitalista avança no sentido da adoção de medidas que têm por trás o entendimento de que as crises decorrem da inadequação das políticas adotadas pelos países em desenvolvimento, da falta de

transparência, e da sua fragilidade institucional no tocante à implementação de mecanismos de regulação e supervisão financeiras. Portanto, tais medidas visam atacar problemas internos aos países. Disseminou-se, um receituário contemplando padrões regulatórios internacionais e práticas de boa conduta a serem adotados por estes países, com vistas a minorar a instabilidade dos fluxos de capital.

A questão que sobressalta é que tais medidas, além de não atuarem sobre a instabilidade do sistema, até mesmo por serem derivadas de pressupostos incorretos, tendem a exacerbar a suscetibilidade do sistema a crises de envergadura. As medidas proferidas a partir do Acordo da Basileia 2, com relação à adoção, ao menos no curto e médio prazos, dos *ratings* fornecidos por agências privadas especializadas em classificação de riscos, ilustram o caráter pró-cíclico destas medidas: a redução da nota de um país por tais agências funciona como um sinal de alerta para o conjunto dos operadores dos mercados financeiros, provocando uma mudança de comportamento de todos estes na mesma direção. É o comportamento de manada, que geralmente resulta em fuga maciça de capitais. Para um país periférico, tal classificação pode ter implicação sistêmica, pois acaba por tornar a profecia auto-realizável, instalando-se um círculo de retroalimentação – o rebaixamento da nota reforça o pânico, conduzindo a um novo rebaixamento, dificultando ainda mais o acesso aos mercados internacionais.

De outro lado, as medidas que se propõem a partir da concepção crítica que toma as crises como intrínsecas ao funcionamento do sistema capitalista, tão bem explicitado por Keynes e seus seguidores, não conseguem avançar. Tais medidas buscam enfrentar a inadequação das instituições regulatórias, de domínio nacional, frente a instituições

financeiras que operam em escala mundial e a movimentos de capitais livres e sem pátria, além de perseguirem o enfrentamento das assimetrias que marcam as relações financeiras internacionais. Uma importante fonte de assimetria – e cujo enfrentamento só será possível diante da configuração de uma nova arquitetura conformada por instituições supranacionais dotadas de poder, ao menos de emissão de uma moeda mundial e de gestão da liquidez internacional – está no poderio financeiro dos Estados Unidos, enquanto emissor da moeda que exerce o papel de reserva universal de valor, e acaba por condicionar as diversas economias aos ditames daquele país que exerce um duplo papel – o de devedor e o de prestador de última instância –, configurando-se com isto uma mundialização hierarquizada a partir do sistema financeiro americano.

Importa notar, ainda, que a ausência de mecanismos de controle para os fluxos internacionais de capitais acaba por implicar em exacerbação da instabilidade e volatilidade dos preços-chave da economia – quais sejam, taxas de juros e de câmbio –, comprometendo ainda mais as bases sobre as quais as decisões de investimento capitalista ocorrem. O investimento, que é a variável-chave da economia capitalista, responsável pela geração de emprego e renda novos, torna-se, dentre as demais alternativas de aplicação do capital, a alternativa menos atrativa, posto que envolve o longo prazo, em um ambiente impregnado pela incerteza, e concorrer com alternativas menos arriscadas e que envolvem prazos menores. Lembremos que as inovações financeiras deram-se no sentido de diluir e cobrir os riscos, ao menos sob a ótica do capitalista, de sorte a oferecerem produtos financeiros de *hedge*, que transferem os riscos a terceiros. Mas os riscos de ruptura do sistema são, inclusive, majorados, pois permitem aos detentores do capital assumirem posturas

financeiras mais arriscadas. Na esfera das transações financeiras, há o descolamento destas com relação às atividades produtivas, configurando-se movimentos que representam mera transferência de riqueza velha.

Os diversos atores envolvidos no processo de reforma do sistema financeiro internacional, quais sejam, governos de países desenvolvidos (G-7), governos de países em desenvolvimento, bancos e mercados de capitais internacionais e instituições financeiras, conforme vimos, convergem quanto à necessidade de se promover o desenvolvimento sustentado dos países em desenvolvimento, pois com isto todos se beneficiariam. No entanto, na busca de defender interesses diversos, para muitos destes atores, em especial para aqueles que, em alguma medida, se beneficiam da atual configuração do capitalismo contemporâneo, aquele objetivo é secundário. As medidas que efetivamente seriam prementes de adoção para tal fim implicariam em abrir mão de algum interesse maior.

E, neste jogo de interesses, as medidas que levariam a mudanças desejáveis do ponto de vista dos países em desenvolvimento ainda não aconteceram. As únicas medidas que estão sendo levadas adiante vão no sentido da implementação de códigos e padrões, porquanto os governos de países desenvolvidos e as instituições financeiras internacionais são a favor disto, pois são medidas que atuam na redução dos riscos para os credores, mas não têm impacto sobre o risco de ruptura do sistema.

A partir do balanço das propostas de reordenamento da arquitetura financeira internacional empreendido neste trabalho, buscamos fornecer um panorama deste debate, explicitando que, a depender da concepção teórica que se tem acerca do funcionamento do sistema capitalista e do diagnóstico que se faz com relação à deflagração das crises, as

medidas propaladas podem ser insatisfatórias ou até mesmo ter efeitos deletérios para o sistema como um todo, mas especialmente sobre as economias em desenvolvimento.

E as propostas de longo alcance, tidas como irrealistas ou não factíveis, assim parecerão até que uma nova crise de proporções avassaladoras afete severamente todas as economias do mundo, e faça com que o impossível comece a parecer realista.

---

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

AKYÜZ, Y. 1992. On Financial Openness in Developing Countries. *Working Paper*, Genebra: Unctad.

ALMEIDA FILHO, N. 1988. A Teoria Keynesiana e os Fundamentos Micro. *Economia Ensaios*, v. 4, nº 2, Uberlândia: Edufu.

ALVES JR., A. J.; FERREIRA FILHO, F. e PAULA, L. F. R. 2000. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista Economia Contemporânea*, v. 4, nº. 1, Rio de Janeiro: UFRJ.

AZIZ, J.; CARAMAZZA, F. e SALGADO, R. 2000. Currency Crises: In Search of Common Elements. *IMF Working Paper*, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund.

BELLUZZO, L.G.M. 1999. Finança global e ciclos de expansão. In: Fiori, J.L. org. *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes.

BELLUZZO, L.G.M. 1995. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Economia e Sociedade* (4), Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, junho.

BRAGA, J.C.S. e CINTRA, M.A.M. 1999. Brazil's participation in the reorganization of international finances. In: Stiftung, F.E. coord. *Studies on international financial architecture*. Berlim (trad. bras.). A participação do Brasil na reorganização das finanças internacionais. Disponível: <http://www.fes.org.br>

BRECHER, J.; COSTELLO, T. e SMITH, B. 1999. Our New Financial Architecture And Theirs. Disponível em: [www.zmag.org/zmag/articles/feb99brecher.htm](http://www.zmag.org/zmag/articles/feb99brecher.htm)

BRUNHOFF, S. 1998. A instabilidade financeira internacional. In: Chesnais, F. 1998. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã, pp. 35-60.

CARCANHOLO, M. D. 2002. Abertura Externa e Liberalização Financeira: Impactos sobre Crescimento e Distribuição no Brasil dos Anos 90. (Tese de doutorado). Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

CARCANHOLO, M. D. 2001. Desregulamentação e abertura financeiras: repercussões sobre a autonomia de política econômica e as crises cambiais. *Economia Ensaios* vol. 15, no.2, Uberlândia: Edufu, pp.125-50, julho.

CARDOSO, E. E GOLDFAJN, I. 1997. Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. *IMF Working Paper, WP/97/115*. September.

CARVALHO, F. C. *et alii*. 2001. *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Ed. Campus.

CARVALHO, F. C. 1995. *Mr. Keynes and the post Keynesians*

ESDAR, B. 2002. Características e desafios do sistema de Bretton Woods. In: Fendt, R. e Lins, M.A.D.T. orgs. *Arquitetura assimétrica: o espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

ESTAY, J. 2000. La Globalización financiera - una revisión de sus contenidos e impactos. Disponível em: <http://www.redem.buap.mx/jaime.htm>

FRENKEL, M. & MENKHOFF, L. 2002. Propostas de reformas para um novo sistema financeiro internacional. In: Fendt, R. e Lins, M.A.D.T. orgs. *Arquitetura assimétrica: o espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. 2001. As restrições das novas regras do Comitê da Basileia. *Economia Ensaios*, vol. 15, no.2, Uberlândia: Edufu, julho.

GARLIPP, J.R.D. 2003. Fluxos de Capital para Economias Emergentes e Nova Arquitetura Financeira Internacional. *Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política*. Florianópolis: SEP, junho.

GARLIPP, J.R.D. 2002. Ager Novatus - da coordenação sem regras a uma nova arquitetura financeira internacional. *Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política*. Porto Alegre: SEP, junho.

GARLIPP, J. R. D. 2001a. Economia Desregrada - Marx, Keynes e Polanyi e a riqueza no capitalismo contemporâneo. (Tese de Doutorado). Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

GARLIPP, J.R.D. 2001b. Auri Sacra Fames - Marx, Keynes e Polanyi e a riqueza no capitalismo contemporâneo. *Economia Ensaios*, v.15, no. 2, Uberlândia: Edufu, julho, pp.5-41.

GARLIPP, J.R.D. 2001c. Noviter et Novi Principia - Considerações sobre o reordenamento da arquitetura financeira internacional. *Anais do VI Encontro Nacional de Economia Política*. São Paulo: SEP, junho.

GARLIPP, J.R.D. 1996. Economia Desregrada - um quadro aproximativo do capitalismo contemporâneo e a economia política. *Anais do I Encontro Nacional de Economia Política (4)*. Niterói: SEP, maio.

GARLIPP, J. R. D. 1991. A Economia Monetária em Keynes e Pós-Keynesianos. *Economia Ensaios*, v. 5, nº 2, Uberlândia: Edufu.

GRIFFITH-JONES, S. 2002. Uma nova arquitetura financeira como bem público global. In: Fendt, R. e Lins, M.A.D.T. orgs. *Arquitetura assimétrica: o espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

ICARD, A. 2002. Nova arquitetura e novo padrão de fluxos de capital? In: Fendt, R. e Lins, M.A.D.T. orgs. *Arquitetura assimétrica: o espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

IMF. 1998. *World economic outlook*. Washington D.C. International Monetary Fund, maio.

KAMINSKY, G. & REINHART, C. 1995. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *IMF Discussion Papers*, n. 544, march. Washington DC: International Monetary Fund.

KAUFMAN, H. 1998. Preventing the next global financial crisis. *Washington Post*. Janeiro, 28.

KEYNES, J. M. 1982. *A Teoria Geral do Juro, do Emprego e da Moeda*. São Paulo: Ed. Atlas.

KREGEL, J. A. 1986. Economic methodology in the face of uncertainty: the modeling methods of Keynes and the Post-Keynesians. *The Economic Journal*, 86, june.

KRUEGER, A. O. 2001. International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. *Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American enterprise Institute*, Washington DC, November

LINS, M.A.D.T. 2002. Uma 'nova' arquitetura financeira internacional: pontos para o debate e o espaço dos países emergentes. In: Fendt, R. e Lins, M.A.D.T. orgs. *Arquitetura assimétrica: o espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

LÓPEZ-MEJÍA, A. 1999. Large Capital Flows: A survey of the causes, consequences and Policy Lessons. *IMF Working Paper.WP/99/17*, February.

MCKINNON, R. I. 1991. *The order of Economic Liberalization: financial control in the transition to a market economy*. Baltimore: John Hopkins University Press.

MINSKY, H. P. 1987. *Las Razones de Keynes*. México: Fondo de Cultura.

MISHKIN, F. S. 2001. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. *NBER Working Paper*, 8087. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

MORGAN, B. 1980. *Monetarism and Keynesians - their contribution to monetary theory*. Ed Mc Milland.

NEELY, C. J. 1999. An introduction to capital controls. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 13-30, nov./dez.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. e SILVA, G. L. 2003. Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Política. In: Sicsú, J.; Oreiro, J. L. e Paula, L. F. orgs. 2003. *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri: Editora Manole.

POSSAS, M. L. 1986. Para uma releitura teórica da Teoria Geral. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, nº 16(2). Brasília: IPEA.

PRATES, D. M. 1997. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A Economia Brasileira na Década de Noventa. Dissertação de Mestrado, IE - Unicamp, Campinas.

RODRIK, D. e VELASCO, A. 1999. Short term capital flows. *NBER Working Paper* n.7364.

ROGOFF, K. 2002. Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind?. *Finance and Development*, v. 39, n. 4, Washington, DC: IMF.

ROGOFF, K. 1999. International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *NBER Working Paper*, 7265. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L. G. M. 1984. Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. *Texto para Discussão*, n.65. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, dezembro.

TAVARES, M.C. & MELIN, L.E. 1997. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: Tavares, M.C. & Fiori, J.L. orgs. *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes.

TOBIN, J. 1978. A Proposal for International Monetary Reform. Cowles Foundation *Discussion Papers* 506, Cowles Foundation, Yale University.

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

VERCELLI, A. 1991. *Methodological Foundations Of Macroeconomics: Keynes and Lucas*. Cambridge: UP.

WHITE, W. R. 2000. Recent Initiatives to improve the regulation and supervision of private capital flows. *BIS Working Papers*, nº92, October.

WILLIAMSON, J. e MILLER, M. H. 1987. *Targets and indicators: a blueprint for the international coordination of economic policy*. Washington, D. C.: Institute for International Economics.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)