



**SÉRIE DE TEXTOS PARA DISCUSSÃO
DO CURSO DE CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
TEXTO PARA DISCUSSÃO N. 047**

**Da “sabedoria prática” dos Mercantilistas à Economia Monetária
de Keynes: A Administração da Economia Doméstica frente à
atual configuração do Sistema Monetário Internacional e após a
Crise Financeira Internacional de 2008**

**Everton Sotto Tibiriçá Rosa
Thiago Custódio Alves de Oliveira**

NEPEC/FACE/UFG
Goiânia – Dezembro de 2014



Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
GPT/BC/UFG

--

Da “sabedoria prática” dos Mercantilistas à Economia Monetária de Keynes: A Administração da Economia Doméstica frente à atual configuração do Sistema Monetário Internacional e após a Crise Financeira Internacional de 2008

Everton Sotto Tibiriçá Rosa¹

NEPEC/FACE/UFG

Thiago Custódio Alves de Oliveira²

Graduado pela FACE/UFG

RESUMO

Este trabalho busca discutir a vulnerabilidade de uma economia doméstica frente à situação estrutural de seu balanço de pagamentos e da conjuntura dos fluxos internacionais de capitais, principalmente em contextos como o do período da crise financeira internacional de 2008. Para tal é proposto o resgate das contribuições de Keynes e dos aspectos centrais da economia monetária, sobretudo frente às transformações promovidas pela *globalização financeira*, iniciada na década de 1970. A dinâmica das contas do balanço de pagamentos permite identificar o grau de autonomia de uma economia frente aos capitais externos, bem como a dimensão do raio de manobra para a adoção de políticas econômicas domésticas.

Palavras Chaves: Economia Monetária, Balanço de Pagamentos, Vulnerabilidade Externa, Globalização Financeira

ABSTRACT

This paper discusses the vulnerability of a domestic economy against the structural situation of its balance of payments and the environment of international capital flows, especially in contexts such as the period of the financial crisis of 2008. To this end we propose the rescue of Keynes's contributions and central aspects of the monetary economy, especially in the face of changes promoted by financial globalization, which began in the 1970s. The dynamics of balance of payments accounts identifies the degree of autonomy of an economy to foreign capital, and the space to the adoption of domestic economic policies.

Keywords: Monetary Economy, balance of payments, external vulnerability, financial globalization.

JEL: E42, F63, G15 e G18

¹ Professor de Economia da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás (FACE-UFG) e Doutorando do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-UNICAMP). E-mail: evertal@gmail.com

² Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás (FACE-UFG).

INTRODUÇÃO

“O meio mais comum para aumentar a riqueza [da Nação] e o tesouro [do Estado] é pelo Comércio Exterior, onde nós devemos observar esta regra: vender anualmente mais aos estrangeiros do que nós consumimos deles em valor” [Mun, 1664, p.7]

Este trabalho busca discutir a vulnerabilidade econômica e financeira de uma economia doméstica frente à situação estrutural de abertura comercial, produtiva e financeira de seu balanço de pagamentos e diante da conjuntura dos fluxos internacionais de capitais, principalmente em contextos como o do período da crise financeira internacional de 2008. Para tal é proposto o resgate das contribuições de Keynes e dos aspectos centrais da Economia Monetária³, sobretudo frente às transformações promovidas ao longo do processo de globalização financeira, em curso ascendente desde a década de 1970. A dinâmica das contas do balanço de pagamentos permite identificar o grau de autonomia de uma economia frente aos capitais externos, bem como a dimensão do raio de manobra para a adoção de políticas econômicas domésticas. Neste sentido, as máximas mercantilistas parecem fazer muito sentido nos dias de hoje, sobretudo quando grandes nações conseguem expandir seus produtos internos através dos componentes da demanda voltados para o exterior.⁴ Vale dizer, tal como os mercantilistas, os que buscam superávits persistentes preocupam-se apenas com a economia nacional. Algo que é perfeitamente compreensível quando faltam acordos pela estabilidade econômica global⁵.

A hipótese central deste trabalho é a de que os países periféricos, como o Brasil, estão diante do paradoxo de ter que conduzir uma política monetária contracionista em um ambiente de baixo dinamismo da atividade econômica e da produção doméstica, por conta da mudança de direção e do volume dos fluxos internacionais de capitais, e do agravamento da situação de acúmulo de déficits em transações correntes, desvalorização das taxas de câmbio e a intensificação da pressão inflacionária nestas economias⁶. Ao lado da hipótese central, adota-se a hipótese específica de que a ausência de déficits em transações correntes não mudaria a

³ Adota-se o termo “economia monetária” de Keynes (1936) em substituição ao conceito walrasiano de “macroeconomia” da síntese neoclássica. Isto é feito, pois a economia monetária permite tratar da economia real da produção (e não de modelos), onde o futuro, os ativos financeiros e a incerteza desempenham papéis centrais sobre as decisões do homem e, portanto, sobre a dinâmica do sistema econômico, ver Rosa & Lopes (2014).

⁴ Os superávits comerciais persistentes da Alemanha, Japão, China estão em linha com o pensamento de Mun no atual contexto de integração global com livre mobilidade de capitais e abertura de vários níveis das contas do Balanço de Pagamentos.

⁵ Algo que a ideologia liberal, desde Smith, garante que ocorrerá se o “Mercado” ou “as forças de mercado” forem deixados livres.

⁶ Oliveira (2014), Wright (2013).

situação de vulnerabilidade externa dos países periféricos, porém, seria uma situação menos crítica do ponto de vista da intensidade dos esforços requeridos para sanar o setor externo. Vale dizer, mesmo sem os déficits em transações correntes não estaria eliminada a situação de determinação externa sobre as políticas econômicas domésticas e, no limite, sobre a dinâmica da atividade econômica doméstica, tendo em vista que o grau de abertura da conta financeira, mesmo adotando a máxima mercantilista de Mun, ainda coloca a economia doméstica em xeque, pela falta de autonomia para condução dos esforços fiscais e monetários necessários para a expansão produtiva, do emprego e da renda sem interrupções.

Para atender aos objetivos definidos nesta pesquisa será realizada uma revisão bibliográfica acerca dos dilemas enfrentados para administrar a Economia Doméstica frente à Economia Internacional, resgatando a posição de economistas brasileiros, autoridades monetárias e, sobretudo, as contribuições de Keynes e autores relacionados à tradição da Economia Monetária.

Esta pesquisa está organizada, além desta introdução e das considerações finais, em duas seções: a primeira apresenta uma contextualização histórica do processo de transformação do sistema monetário internacional a partir de Bretton Woods. A segunda seção traz a abordagem teórica da internacionalização da economia global e suas consequências para as economias domésticas, apresentando as mudanças estruturais e conjunturais, a partir da consideração sobre a restrição externa do balanço de pagamentos e os reflexos sobre a evolução da taxa de câmbio, inflação, juros e desempenho da atividade doméstica.

1. TRANSFORMAÇÕES NA ORDEM MONETÁRIA INTERNACIONAL: DA INOVAÇÃO INSTITUCIONAL DE BRETTON WOODS À INOVAÇÃO DA DESREGULAMENTAÇÃO DO CAPITALISMO GLOBAL NA NOVA ERA DO LIBERALISMO ECONÔMICO

“[...] como contribuição para a arte prática de governar, que se preocupa com o sistema econômico em conjunto e tenta empregar ao máximo a totalidade dos recursos deste sistema, os métodos dos pioneiros do pensamento econômico dos séculos XVI e XVII podem ter captado certos fragmentos de sabedoria prática que as abstrações irreais de Ricardo começaram por esquecer para depois obliterar.” [Keynes, 1936, p.312]

A desregulamentação dos mercados financeiros vem modificando a dinâmica das relações entre países e agentes econômicos – bancos, empresas, instituições financeiras, investidores e Estados –, além de ter aprofundado a integração dos mercados financeiros nacionais, sobretudo a partir do fim da década de 1960, com a emergência e profundidade dos centros financeiros *offshore*. Esse movimento global veio na contramão da construção

internacional idealizada com o fim da Segunda Guerra Mundial, que tinha como objetivo evitar os excessos das economias nacionais na condução de taxas de câmbio desvalorizadas [guerra cambial], protecionismo [guerra comercial] e, finalmente, o confronto bélico [guerra propriamente dita]. Neste sentido, os Acordos de Bretton Woods⁷ foram responsáveis pela primeira etapa da globalização no século XX, cujo objetivo era a integração produtiva e comercial de nações independentes, com liberdade para adoção de políticas econômicas domésticas e com sistemas financeiros restritos ao âmbito nacional. Neste arranjo, a separação dos sistemas financeiros domésticos e o controle do sistema monetário e financeiro internacional eram centrais para a estabilidade econômica a ser construída nas décadas seguintes. Em que se pesem os esforços de integração comercial internacional, o objetivo era evitar que os países precisassem seguir estritamente a lógica descrita por Mun (1664) (ao custo das demais nações) para que pudessem prosperar economicamente. Assim, o sistema de Bretton Woods foi pensado como uma ordem de controle do sistema financeiro, mas também de colaboração internacional para se evitar os extremos de práticas pré-mercantilistas⁸ adotadas pelos liberais nos anos de 1930, bem como os desdobramentos bélicos.

A partir dos anos 1960 e 1970, novas reformas das relações entre o Estado e Mercado passaram a se efetivar, em muitos casos, na busca de alternativas de valorização financeira fora dos espaços nacionais, como no caso do *Euromercado*⁹. Estas transformações foram amparadas e se tornaram operacionalmente possíveis pelas inovações tecnológicas dos sistemas de informação e comunicação. Do ponto de vista das características da integração internacional, no entanto, estas transformações vieram no sentido contrário ao intuito dos Acordos de 1944, ou seja, a integração financeira passou a ser cada vez mais importante, mesmo que ao custo de da integração das relações produtivas e comerciais¹⁰.

⁷ Em 1944, como indica a placa em memória da conferência monetária de Bretton Woods, adotou-se o padrão dólar-ouro (35 dólares a onça de ouro). O encontro “*provided the world with a badly needed post war currency stability*”, ver INET (2011).

⁸ Diz-se “pré-mercantilistas”, pois nem os mercantilistas eram a favor do protecionismo implementado pelos países nos anos de 1930. A sabedoria dos mercantilistas é voltada para a administração do comércio exterior, e nada fere mais esse objetivo, do que a adoção de práticas bulionistas, ou seja, protecionismo custe o que custar. A título de exemplo, os mercantilistas eram favoráveis à relações de exportação de bens acabados e importação de matérias-primas e insumos básicos. Neste sentido, era fundamental a promoção e não a restrição do comércio, o que não significava a adoção do liberalismo, a não ser em posição de clara vantagem competitiva, como o caso inglês. Ver, Chang (2002).

⁹ *Euromercado* ou *Eurodollar Market*. Este mercado, de acordo com Friedman (1971, p.17), corresponde a depósitos bancários denominados em dólares em bancos fora do território [e da regulação] dos Estados Unidos.

¹⁰ Cabe destacar, no entanto, que a integração financeira não é o único movimento desarticulador dos Acordos de 1946, embora seja o aspecto a ser explorado neste artigo. Há pleno reconhecimento de que o movimento de empresas transnacionais, desde os anos 1950, atuou na contramão do objetivo de integração internacional de economias domésticas com desenvolvimento de bases nacionais. Em certo sentido, o movimento financeiro iniciava-se apoiando a expansão internacional das empresas e depois ganha lógica própria.

Não obstante, a partir da década de 1970, observou-se o aumento da volatilidade e da instabilidade das variáveis econômicas de referência, como descrito pelo comportamento das taxas de juros, taxas de câmbio, níveis de preços domésticos e internacionais. Este cenário de volta à instabilidade tem colocado limites crescentes sobre a condução das políticas domésticas voltadas para estabilidade e expansão do produto¹¹, justamente em um contexto em que a ação estatal característica para lidar com a instabilidade tornou-se cada vez mais repudiada pela ascensão do neoliberalismo político e econômico, sobretudo na década de 1980 nos países centrais e 1990 na periferia.

O reflexo deste movimento de intensificação dos fluxos internacionais de capitais e do aumento de sua volatilidade tem sido o desenvolvimento de estratégias de proteção de portfólio por parte dos agentes e instituições privadas. A partir da ruptura do padrão dólar-ouro (1971) e da flutuação das taxas de câmbio internacionais, o encurtamento dos prazos das operações produtivas e financeiras passou a ser obrigatório. As posições de portfólio de mais longo prazo passaram a representar uma exposição cada vez mais arriscada às mudanças da conjuntura econômica¹², que para alguns setores é diária. Neste sentido, a revisão do horizonte temporal das decisões passou a ser mais frequente, tendo consequências importantes para a decisão de investimento – tipicamente, o gasto com horizonte de longo prazo¹³.

Neste contexto, o desenvolvimento do mercado de derivativos financeiros, nos anos 1980, surgiu como desdobramento da etapa da globalização financeira, pois ele expressa e representa a situação do aumento da instabilidade das expectativas dos tomadores de decisão através de contratos e das posições firmadas no presente¹⁴.

Assim, com o encurtamento de prazos e a gradativa ampliação da mobilidade de capitais pelo globo, passou-se a observar de forma cada vez mais intensa a primazia dos fluxos de capital de curto prazo¹⁵ para a dinâmica de financiamento externo da economia mundial, alterando-se

¹¹Para aprofundar a discussão do cenário produtivo e financeiro global, ver: Belluzzo (2009); Aglietta (2004); Chesnais (1999); Farhi (1998).

¹²Minsky (1975); Davidson (1978); Rosa (2012).

¹³ Cabe destacar que o investimento não necessariamente se reduz, mas tem a sua composição modificada. Investimentos voltados ao aumento da eficiência de planta assumem a primazia *vis a vis* aos investimentos típicos do pós-guerra voltados para a geração de capacidade nova, com profundos impactos sobre o nível e estabilidade da produção e do emprego.

¹⁴Farhi (1998) apresenta as principais modificações institucionais nos mercados financeiros internacionais, destacando o mercado de derivativos como uma inovação que reflete o ambiente de volatilidade pós 1970.

¹⁵Contempla-se nesta definição as categorias genericamente referidas como: Investimento em carteira, capital especulativo, *hot money*. De acordo com o Banco Central: "*Hot money, em sua origem, designa fundos aplicados em ativos financeiros, em diversos países, que atraem pela possibilidade de ganhos rápidos devido a elevadas taxas de juros ou a grandes diferenças cambiais. São operações de curtíssimo prazo, em que os recursos podem ser deslocados de um mercado para outro com muita rapidez. Esses recursos são administrados por especuladores no mercado de câmbio e caracterizam-se por alta volatilidade, em oposição às aplicações de bancos centrais, bancos de investimento ou investidores domésticos. Por essa particularidade, são considerados causadores de*

estruturalmente o perfil das posições financeiras, principalmente no que concerne às economias periféricas – “emergentes” ou “em desenvolvimento”¹⁶. Assim, dada a gradual remoção das barreiras à entrada e saída de capitais, bem como os baixos custos de movimentação do capital (impostos e taxas) entre as praças financeiras, tornou-se possível realizar movimentos bruscos de entrada e saída de capital entre países, a depender das expectativas de ganho ou de perda financeira (pânico referente ao efeito manada), que como foi destacado, tornaram-se mais voláteis em relação ao período do pós-guerra¹⁷.

A elevação da volatilidade internacional dos fluxos de capitais veio acompanhada do aumento da vulnerabilidade financeira dos países¹⁸, sobretudo por parte dos países periféricos. Não é apenas uma questão produtiva de relação de dependência entre Centro e Periferia. O aspecto mais objetivo é de que os países periféricos são caracterizados por mercados financeiros de pequena dimensão e profundidade quando comparados com a dimensão dos fluxos de capitais internacionais a que estão sujeitos.

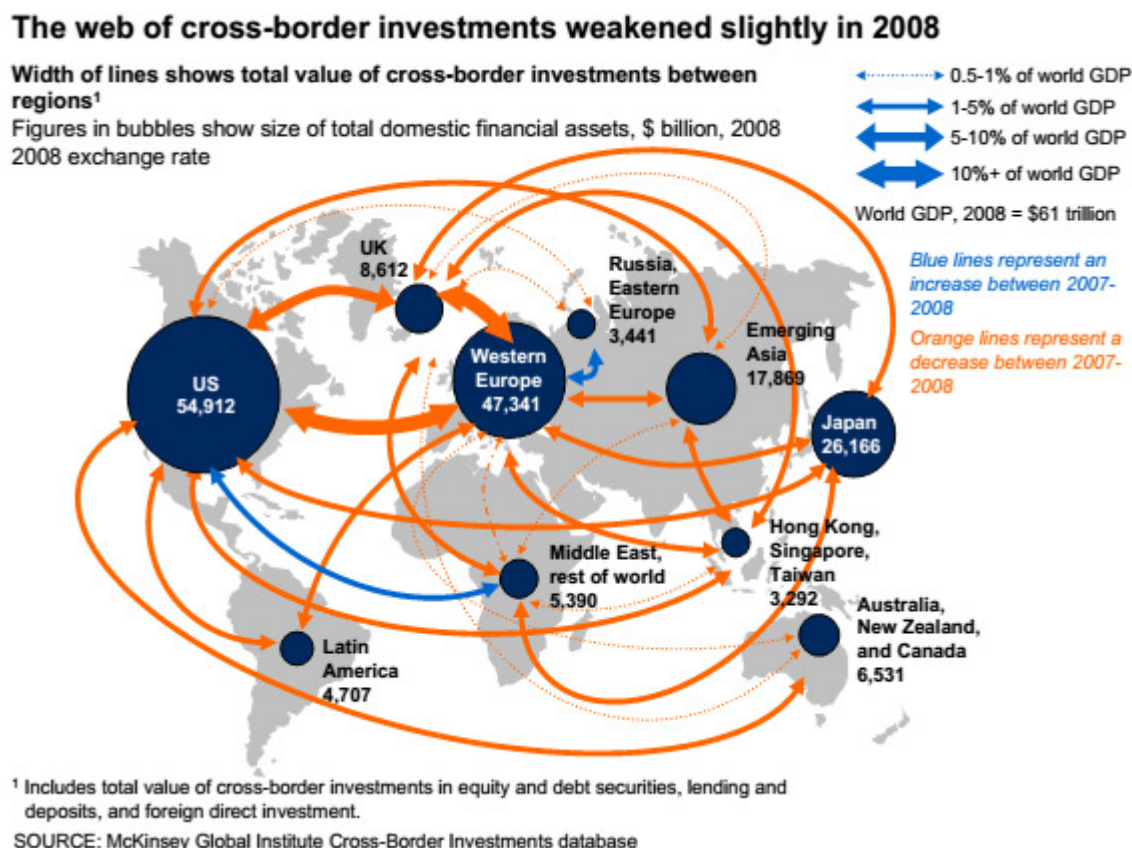
turbulências nos mercados financeiros, em algumas situações. No Brasil, o termo hot money, amplamente empregado por bancos comerciais, por extensão de sentido aplica-se também a empréstimos de curtíssimo prazo (de 1 a 29 dias). Esses empréstimos têm a finalidade de financiar o capital de giro das empresas para cobrir necessidades imediatas de recursos."

¹⁶Optou-se por designar os países como Brasil pelo termo de "economia periférica" ou "país da periferia" em contraste com "países do Centro ou centrais" - EUA, Japão e países europeus. Neste sentido, preteriu-se os termos utilizados pelo FMI e Banco Mundial - "economias emergentes" ou "economias em desenvolvimento"- de forma a resgatar a tradição de Celso Furtado, da Cepal e do debate do desenvolvimento econômico, a exemplo de Myrdal (1956), tendo em vista que os últimos termos tem uma conotação teleológica do processo de desenvolvimento e acabam suavizando a percepção de assimetria entre os países.

¹⁷ Belluzzo (2009, p. 229-233).

¹⁸ No sentido de fragilidade financeira de Minsky (1975) em relação às posições de portfólio aplicadas a qualquer "unidade econômica: famílias, empresas, instituições financeiras e países", ver Rosa (2012, p. 50-55).

Figura 1 – Dimensão dos Sistemas Financeiros Nacionais e dos Fluxos de Capitais, 2008, em trilhões de dólares



Fonte: Mckinsey & Company (2009, p.18).

Assim, os movimentos de capitais internacionais exercem uma pressão compradora ou vendedora suficiente para direcionar os mercados financeiros destes países – com inflação ou deflação de ativos, bem como valorização ou desvalorização abruptas de taxas de câmbio. É uma relação inteiramente diferente quando se considera os fluxos de capitais para o sistema financeiro americano, japonês ou europeu, caracterizados por serem amplos e profundos em termos de ativos e agentes participantes. Nestes mercados, a variação das cotações dos ativos financeiros é marcadamente menor que na Periferia, pois os fluxos de capitais globais são menos expressivos quando comparados com a dimensão do estoque de ativos financeiros destes países.

Nesta situação, ao avançar nos processos de abertura financeira e produtiva, os países acabam tendo que se adaptar aos determinantes da restrição externa de balanço de pagamentos¹⁹, sobretudo no caso dos periféricos, a despeito dos objetivos buscados pelas políticas econômicas domésticas. Vale dizer, as estratégias de crescimento e de

¹⁹A restrição externa é dada pelo volume de divisas internacionais que o país detém. Comumente, refere-se aos dólares que o país dispõe.

desenvolvimento econômico avançam até o ponto em que a quantidade de divisas internacionais permite. No contexto em que parte importante do "passivo externo" é composta por capital volátil, o país torna-se ainda mais vulnerável às mudanças dos ciclos internacionais de liquidez, pondo em xeque os objetivos de expansão do produto, emprego e controle do nível de preços domésticos. Vale dizer, o saldo externo em divisa forte, tal como pregava a prática mercantilista, é mais verdadeira do que nunca no ambiente liberalizado.

Assim, o contexto econômico pós-1970 recupera as preocupações econômicas de Keynes (1930) sobre o funcionamento de um sistema financeiro internacional e sobre os objetivos domésticos dos países, sobretudo no que diz respeito aos objetivos de estabilidade econômica e intensificação do comércio internacional. Tendo em vista que o período do boom dos anos 1920 e da Grande Depressão dos anos de 1930 apresentam as mesmas características de volatilidade e mobilidade dos fluxos de capitais e a mesma situação conflituosa entre o cenário internacional e a condução doméstica das políticas²⁰.

Os eventos da crise financeira internacional de 2008 apenas confirmaram a precariedade do arranjo financeiro internacional após a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, nos EUA, tendo em vista o imediato aumento da instabilidade dos sistemas financeiros internacionais e os movimentos abruptos de retirada e entrada de capitais movidos pela aversão ao risco. Neste sentido, a crise apenas confirmou com intensidade a preocupação teórica de Keynes e o desafio prático dos países na condução de suas políticas domésticas a despeito da organização internacional.

Após o pânico inicial dos investidores e gestores financeiros mundiais, verificou-se que o epicentro da instabilidade financeira era os EUA (mais tarde, a Europa)²¹. Neste contexto, o Brasil, assim como outros países periféricos, tornaram-se destinos desejáveis para o capital de curto prazo internacional, tendo em vista que estes países apresentavam condições econômico-financeiras não relacionadas ao colapso financeiro norte-americano, com relativa estabilidade nos índices de preços, espaço para inflação de ativos financeiros e perspectiva de crescimento econômico, mesmo no cenário de crise internacional. Ademais, por conta do período de pânico e redução da liquidez internacional de 2008, estas economias foram forçadas a manter taxas de juros ainda mais elevadas em relação aos padrões internacionais, ainda que apresentassem "bons fundamentos"²². Deste modo, observa-se que a posição dos países periféricos é

²⁰Keynes (1930, p.270-303).

²¹Ao longo de 2008, sobretudo 2009, a crise financeira passava a ser cada vez mais europeia - crise da dívida soberana.

²²Para utilizar um termo recorrente nos mercados financeiros, sobretudo por parte das agências de *rating*. Não é por acaso, que diversos países periféricos tiveram suas recomendações ampliadas e muitos avançaram em termos

demasiado sensível ao cenário internacional e à dinâmica dos fluxos financeiros de capital - “investimento em carteira” -, sobretudo, frente à profundidade do processo de abertura e desregulamentação financeira implementado pelo país²³. Neste sentido, é permitido afirmar que existe um importante aspecto de determinação externa sobre a condução de políticas econômicas domésticas, em especial, no período 2008-2014.

Observa-se que as mudanças da conjuntura internacional têm exigido a priorização da administração do "Setor Externo" do país, para o equacionamento da restrição externa imposta pelo Balanço de Pagamentos. No Brasil e nos demais países periféricos o processo é levado a cabo, em maior ou menor grau, através da condução das políticas monetárias - definição do diferencial entre a taxa de juros básica e a taxa de juros internacional²⁴. A estrutura econômica e financeira da economia doméstica, frente ao processo de abertura financeira, apenas intensifica a problemática da vulnerabilidade externa, e torna mais conflitiva a relação de sacrifício entre a economia doméstica (a estrutura) e a volatilidade dos capitais externos (conjuntura). Frente a estes tipos de problemas, é difícil não reconhecer a “sabedoria prática” a que Keynes se refere, ou seja, que há algo proveitoso nas soluções de quase trezentos anos de administração econômica em um capitalismo global:

O pensamento mercantilista nunca supôs que houvesse uma tendência para o ajuste automático através do qual a taxa de juros se fixasse ao nível apropriado. Pelo contrário, enfatizou que uma taxa indevidamente alta era o maior obstáculo ao desenvolvimento da riqueza. [Keynes, 1936, p.314-15]

Ou seja, estava claro para os mercantilistas, e é claro para Keynes na Teoria Geral e nos esforços de organização e Bretton Woods, que sem uma articulação internacional acordada, cada país terá que adotar políticas econômicas em seu benefício a despeito das consequências para os demais, pois é certo que a não intervenção, em um contexto de abertura e dependência externa, é a receita para desorganização econômica nas dimensões produtiva e financeira.

Assim, a crescente mobilidade de capital estrangeiro de curto prazo, somada à abertura financeira e à dependência/permissão ampla para importações, tem afetado a autonomia da condução da política monetária, uma vez que na ausência de outros instrumentos para amenizar a restrição externa (como o controle de capitais²⁵), e sem uma mudança estrutural das exportações (ainda mais difícil de ser obtida em contexto de baixo dinamismo do comércio exterior), a política monetária tem o desafio de controlar a taxa de câmbio e a taxa de inflação

de classificação de risco. O próprio Brasil, sem mudanças intrínsecas significativas, alcançou a posição de "grau de investimento" em 2008.

²³Carneiro (2005); Prates (2005); Fahri (1998).

²⁴Libor, Federal Funds Rate.

²⁵FMI (2011).

simultaneamente. Embora controlar o câmbio seja benéfico para controlar a inflação, é duvidoso que as medidas adotadas para sanar o setor externo sejam benéficas para a atividade produtiva²⁶.

2. KEYNES, A ECONOMIA DOMÉSTICA E A ECONOMIA INTERNACIONAL: ASPECTOS DA GESTÃO DA ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO

De acordo com Kregel (2008), Keynes defende que a adesão a um padrão monetário internacional único determinaria, no limite, a existência de taxa de juros uniforme a todos os países, e consequentemente retiraria o controle da administração da taxa de juros doméstica das mãos dos bancos centrais nacionais, tornando a gestão da moeda algo passível e não alinhado com os interesses e necessidades das economias nacionais. No Volume II de sua obra *Treatise on Money*, em específico, no capítulo sobre a “Autonomia da Política Nacional”, Keynes (1930) apresenta o conflito potencial entre a liberdade dos fluxos de capitais internacionais, sob a organização de um padrão monetário internacional como o padrão-ouro, e a necessidade de se adotar de políticas econômicas domésticas que compensem as flutuações e reversões dos investimentos e do nível da atividade doméstica.

Isso aconteceria pela necessidade de utilização da taxa de juros doméstica para conter as flutuações domésticas, mas que nesse processo conduziria, necessariamente, à construção de diferenciais de taxas de juros com os demais países e consequentemente afetaria a direção e intensidade dos fluxos internacionais de capitais, inviabilizando os esforços anticíclicos domésticos, uma vez que o capital internacional eliminaria os diferenciais da taxa de juros por seu movimento de livre entrada e saída dos países, mitigando os esforços domésticos de administração da demanda agregada.

Para resolver esse conflito, Keynes (1930) sugere a adoção de controles formais sobre os fluxos de capitais²⁷. Kregel (2008) afirma que Keynes propôs um imposto de 10% sobre a compra de títulos estrangeiros não listados no mercado britânico, com o objetivo de influenciar o ritmo de saídas de capital do país, ou seja, o diferencial de taxa de juros seria compensado, em parte, por um imposto sobre a saída que tornaria desvantajoso o movimento²⁸.

²⁶ McGroarty (2014). A reportagem traz, já no início de 2014, o dilema das economias emergentes na condução de suas políticas monetárias e a ameaça deste processo para a recuperação da economia mundial.

²⁷ Proposta que foi acatada pelo Fundo Monetário Internacional desde o momento de sua criação, ver: Rodrik (2010). Recentemente, o FMI tem se inclinado a defender a volta dos controles de capitais em decorrência da crise financeira internacional iniciada em 2008, ver FMI (2011).

²⁸ Similar ao que viria a ser conhecido como “taxa Tobin”, ver Tobin (1976) e Von Reiermann & Schiebl (2001).

Nessa perspectiva, a ênfase de Keynes (1930) é a de que as flutuações nos fluxos internacionais de capital - mudanças de direção e intensidade -, dada a ampla liberdade de movimentação, acabam convertendo-se em elementos que determinam as condições para a atividade doméstica e para os fluxos de comércio, e não o contrário, tendo em vista a velocidade das mudanças das variáveis financeiras e das decisões *vis a vis* o tempo de mudança da atividade produtiva. Outro aspecto problemático, levantado pelo autor, é de que o movimento dos fluxos de capitais estrangeiros não é necessariamente compensado por modificações em sinal contrário das relações de importações e exportações, ou seja, os movimentos da conta financeira e de capital não são compensados e não tendem ao equilíbrio com os movimentos da conta de transações correntes²⁹. As determinações financeiras e as de ordem produtiva e comercial são diferentes e envolvem diferentes agentes econômicos com diferentes percepções e objetivos.

Uma saída abrupta e de elevada magnitude de capital estrangeiro pode alterar consideravelmente o nível de crédito doméstico, caso nada seja feito para compensar este movimento. De acordo com Kregel (2008), as receitas de exportações não aumentarão automaticamente e na magnitude necessária para compensar essa saída de capital estrangeiro, consequentemente, os impactos no preço do câmbio e nos preços domésticos são praticamente inevitáveis – o que não significa que nada pode ser feito, mas justamente o contrário.

Considerando a história do Sistema Financeiro Internacional, um dos maiores fenômenos institucionais que ocorreram após a segunda metade dos anos de 1940 e 1950³⁰, foi o avanço dos processos de integração comercial e financeira internacional, conhecidos como etapas constitutivas do processo de globalização³¹. Dentre esses processos o que mais avançou, e ainda avança, é o que se denomina como globalização financeira. Segundo Carvalho (2008) a globalização significa, em termos econômicos, a unificação dos mercados e corresponde a um processo único, internacional, de formação dos preços dos ativos e, assim, das taxas de juros. Esse processo viabilizou a integração comercial global, sendo capaz de expandir os horizontes de consumo de várias sociedades e permitiu que várias economias passassem a produzir para uma demanda muito maior do que a de suas próprias fronteiras. Porém, o processo de globalização também trouxe riscos, sobretudo à soberania nacional. Por exemplo, o contato entre culturas pode levar a homogeneização e ao desaparecimento das que não contém meios materiais de sustentação, como alertou Furtado (1969). Em outras palavras o risco envolvido na estrutura das relações entre sociedades é o de que essas relações sejam de dominação, em

²⁹ Algo perfeitamente claro para os pensadores mercantilistas, como Mun.

³¹ Ver Belluzzo (2009); FMI (2009).

vez de diálogo. Keynes (1936), sendo um “internacionalista” moderado, ou seja, não dogmático, enxerga que a globalização abre oportunidades, mas também expõe as economias domésticas a riscos. Para ele o principal ponto do debate sobre o que viria a ser a globalização está na redução das possibilidades de escolhas autônomas de políticas econômicas voltadas para a solução dos problemas de cada sociedade, como afirma Carvalho (2008). A ordem de Bretton Woods, portanto, vinha no sentido de preservar para a autonomia da condução das políticas frente às necessidades nacionais, ao mesmo tempo em que colocar um limite sobre o que era aceitável fazer do ponto de vista internacional. Em suma, era reconhecer a “sabedoria prática” dos mercantilistas na gestão de suas economias, porém, construir uma base internacional para se evitar a guerra comercial, cambial, o império e a própria guerra.

A integração financeira, contudo, mostra-se muito mais problemática do que as outras esferas da globalização, como a produtiva e comercial, devido à mobilidade, baixo custo de transação e velocidade de circulação do capital que cria um ambiente propício a movimentos maciços de recursos entre economias em reação a estímulos (diferenciais) muitas vezes pequenos, desestabilizando preços-chave das economias, em especial, o câmbio. Isso difere da integração comercial que, por exemplo, trabalha com fluxos de exportações e importações de bens e serviços, os quais implicam em custos de transação significativos, acordos comerciais, tempo e burocracia, segundo Carvalho (2008)³².

Nas transações financeiras é observado que os custos envolvidos são bem menores³³ e raramente servem como barreira efetiva para a movimentação de recursos entre os países. O principal custo envolvido nas movimentações financeiras é o custo regulatório, representado pela existência de controles de capital. Na ausência destes, o fluxo internacional de capitais cresce de forma acelerada. De acordo com Carvalho (2008), Keynes em uma abordagem mais detalhada, observou que movimentos da conta de capitais poderiam não ser compensados por movimentos das contas comerciais (transações correntes), gerando desequilíbrios no balanço externo (Balanço de Pagamentos) de uma economia. Outro problema levantado por ele é de que a integração financeira cria um mercado de capitais maior (global) do que os mercados domésticos dos Estados nacionais, gerando um cenário favorável para a fuga de capital doméstico a depender dos diferenciais de retorno e risco, podendo levar a deflações dos ativos

³² É por estas razões que Keynes (1930) defendia o uso de taxas sobre as operações do sistema financeiro para reduzir essa vantagem e baixo custo de movimentação do financeiro em relação ao produtivo. Da mesma forma, a “taxa Tobin” foi pensada como uma forma de “jogar areia nas engrenagens do sistema financeiro internacional” para reduzir essa “eficiência”, sempre com vistas na promoção da atividade produtiva – princípio da demanda efetiva.

³³ Desde incidência de impostos, inexistência de depreciação física, ausência de custo de armazenagem, proteção de estoques, elevada liquidez em comparação com os bens e serviços que compõem o Produto. Ver Keynes (1936).

financeiros domésticos³⁴. Nesse sentido, Carvalho (2008) afirma que a redução da autonomia dos Estados Nacionais na escolha de políticas de interesse de suas sociedades aparece como o principal problema da globalização financeira. Esta redução de autonomia se reflete na falta de instrumentos de política econômica, bem como da viabilidade do controle dos fluxos de capitais entre os países no cenário de livre mobilidade, ou seja, no ambiente de abertura da conta financeira do Balanço de Pagamentos. Sem reforma neste aspecto, as políticas econômicas, quando muito, são de contenção de impactos, mas não de promoção da atividade produtiva e da estabilidade financeira.

De acordo com Carvalho (2008), não são apenas os mecanismos de taxas de juros e a política monetária que perdem eficácia em condições de integração financeira global. Antes mesmo do *Treatise on Money*, Keynes já mostrava preocupação com a limitação das políticas econômicas autônomas causadas pela integração financeira. Em sua obra *A Tract on Monetary Reform* (1924), Keynes defende a ideia de que, no longo prazo, a taxa de câmbio seria função da relação entre os níveis de preços domésticos e externos, mas no curto prazo, ela seria a diferença entre a taxa de juros doméstica e a dos demais países. Ele mostra também que o ideal é buscar a estabilidade dos preços internos com o menor dano à estabilidade externa, porém diante de um *trade off* entre manter a estabilidade dos níveis de preços domésticos e manter a estabilidade das trocas externas, dever-se-ia priorizar a primeira. Segundo o autor:

Nossas conclusões até aqui são, portanto, de que quando a estabilidade do nível interno de preços e a estabilidade das trocas externas são incompatíveis, a primeira é geralmente preferível e que nos casos em que o dilema é agudo, a preservação da primeira à expensas da última é, felizmente, a linha de menor resistência [Keynes, 2000, pp.163-164 *apud* Sicsú & Vidotto (2008)]

De acordo com Carvalho (2008), Keynes - *A Treatise on Money* - apresenta algumas soluções para o problema dos fluxos de capitais entre os países. Estas soluções podem ser divididas em três principais: na primeira, o autor ressalta a importância de o país manter um alto nível de reservas em moeda estrangeira para compensar o movimento do mercado de divisas quando necessário. Na segunda, Keynes destaca o estabelecimento de restrições regulatórias sobre transações com ativos estrangeiros por parte de residentes ou com ativos domésticos por

³⁴ Fato observado recentemente na deflação dos ativos financeiros nos mercados emergentes, ver Gross (2014). Esta seria a outra faceta do mesmo processo que impacta o preço do câmbio e dos produtos para a absorção doméstica.

não residentes. Na terceira, o autor sugere o uso de um mecanismo de taxação discriminatória entre compras de ativos domésticos e externos.

Analisando a posição de Keynes em relação à liberdade do fluxo internacional de capitais, nota-se que a preocupação com a autonomia das políticas nacionais, também conhecido como princípio da soberania, manteve-se sempre como prioridade maior, ainda que o autor tenha sido um dos principais arquitetos da ordem econômica internacional que emerge em 1944³⁵. Com isso ele manteve sua postura de defesa do papel do Estado como um dos meios para garantir o atendimento dos interesses da sociedade que ele representa. Segundo o autor:

“Uma política de taxas de juros autônomas, isenta de qualquer preocupação internacional, e de um programa de investimentos domésticos com vista ao nível máximo de emprego interno, é duplamente salutar no sentido de que nos ajuda ao mesmo tempo a nós e a nossos vizinhos. E é a busca simultânea destas duas políticas em todos os países que pode restaurar, internacionalmente, a estabilidade e a força econômicas, quer as meçamos pelo nível de emprego interno quer pelo volume de comércio internacional.” [Keynes 1936, p.322]

3. O DESAFIO DA PRODUÇÃO DA RIQUEZA COM ESTABILIDADE FINANCEIRA: ADOTAR O MERCANTILISMO NA AUSÊNCIA DE COOPERAÇÃO INTERNACIONAL OU ADOTAR POLÍTICAS ECONÔMICAS REATIVAS DE AJUSTE?

Nas três últimas décadas, a internacionalização financeira tem passado por um forte movimento de inovação. Esse processo tem aparecido com a intensificação do fluxo de capitais entre os países e com uma agressiva estratégia de expansão das instituições financeiras no mercado internacional. Tal movimento não vem ocorrendo somente com as instituições bancárias, mas também em instituições financeiras não bancárias, como fundos de pensão, instituições de investimentos, corretoras e seguradoras³⁶. Segundo Paulani & Braga (2007), os fatores mais citados como causas desse processo de transformação internacional são: a desregulamentação dos mercados financeiros, que contribuiu não só para uma expansão da atuação das instituições financeiras nos mercados mundiais, como também facilitou (e continua facilitando) o movimento de capitais entre os países, já que esses capitais, na maior parte das vezes podem cruzar fronteiras sem restrição de tempo e/ou quantidade. Outro fator foi o desenvolvimento dos mercados de derivativos (mercados futuros, a termo, de opções e *swaps*) que permitem maior diversificação dos riscos nos portfólios das instituições financeiras. Por último, porém não menos importante, as inovações tecnológicas nos sistemas de comunicação e informação, que tem permitido a montagem de posições financeiras em diversas partes do

³⁵Skidelsky (2005); Belluzzo (2009); Minsky (1996).

³⁶Aglietta (2004); Minsky (1996).

mundo (em tempo real), além de elevar a qualidade e a quantidade de informações relevantes para os *players* do mercado.

A liberalização e desregulamentação do mercado financeiro ocorreram no fim da década de 1970, começando nos Estados Unidos e na Inglaterra, atingindo os demais países no decorrer das décadas de 1980 e 1990. Com o fim do padrão dólar-ouro, por decisão unilateral do presidente americano Nixon em 1971, deu-se espaço para a adoção do sistema de câmbios flexíveis, como também para uma situação de instabilidade monetária em nível mundial, observada pela interrupção e reversão das decisões produtivas. Neste período, portanto, observou-se o aumento da volatilidade internacional e doméstica, manifesta através da oscilação dos preços-chave da economia (juros, câmbio, inflação) e das variáveis macroeconômicas (produto, emprego). Neste cenário de elevação de volatilidade observou-se ainda, o encurtamento do horizonte temporal dos agentes econômicos, bem como o desenvolvimento de produtos financeiros especialmente desenhados para este novo ambiente de flutuações, com o surgimento dos mercados de opções e futuros sobre moedas e taxas de juros. O mercado de câmbio e seus derivativos passaram a constituir espaços para valorização de capital de curto prazo, uma vez que se tornava uma alternativa de ganhos atraente (volatilidade) e que traz ainda a vantagem de assegurar máxima liquidez (ativo financeiro).

Além deste aspecto institucional, é argumentado que a década de 1970 marca um momento de transição de paradigma tecnológico, mostrando os limites do padrão-fordista de produção e consumo em massa³⁷. Este aspecto começou a ganhar força ao fim dos anos 1960, com o acirramento da competição global (Alemanha, Japão) com o embrião do que marcaria a "crise" que vai se abater sobre o sistema capitalista em meados de 1970³⁸. Dada à baixa perspectiva de crescimento, após mais de duas décadas de crescimento elevado, os lucros das grandes empresas foram cada vez menos sendo direcionados para novos investimentos produtivos domésticos e acabaram por se direcionar para o *Euromercado* (*offshore*), que foi se constituindo paralelamente aos sistemas financeiros nacionais e que tinha como ponto central a praça financeira de Londres. O primeiro choque do petróleo de 1973 permitiu alavancar ainda mais as operações no *Euromercado* com a reciclagem dos vultosos saldos em dólares dos países exportadores de petróleo em busca de retorno financeiro, os chamados *petrodólares*. É neste contexto que se constituiu parte importante do endividamento externo dos países da América Latina em processo de industrialização, como o caso brasileiro.

³⁷Freeman (1984).

³⁸Chesnais (1999).

A participação expressiva dos bancos nas praças financeiras *offshore* é gradativamente sobrepujada com a intensificação da internacionalização do capital, dando espaço para novos atores ao longo das décadas de 1980 e 1990, como os fundos de pensão e os *mutual funds*, enquanto gestores de riquezas financeiras em busca de valorização nas praças financeiras mundiais que oferecerem facilidades³⁹. Tem origem aí o espantoso crescimento dos chamados capitais de curto prazo (*hot money*) nas contas de capital e financeira dos países, sobretudo nos balanços de pagamentos dos países periféricos.

Como resultado de todo esse processo, os estoques de ativos financeiros foram crescendo de forma muito mais rápida do que os investimentos em capital fixo. Segundo Chesnais (1999), a taxa média anual de formação bruta de capital fixo (FBCF) dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), no período de 1980-1992, foi de 2,3 %, enquanto os estoques de ativos financeiros, no mesmo período, cresceram a uma taxa média de 6% ao ano.

Com relação ao Brasil, tradicionalmente deficitário em sua balança de serviços, a existência de um mercado de capitais mais integrado e internacionalizado pode parecer vantajosa, já que ocorre uma ampliação de mercado para os títulos de curto prazo emitidos pelo país (moeda e títulos da dívida pública) e também melhoram as possibilidades de compensar déficits em transações correntes com o movimento de capitais, particularmente com os capitais de curto prazo. Entretanto, a realização desse tipo de aplicação por parte dos investidores e gestores de riqueza internacionais, quase sempre possui fins de portfólio, caracterizados por motivações especulativas, buscando a maior rentabilidade possível e o máximo de liquidez, no menor espaço de tempo.

Uma grande dependência deste tipo de capital, por parte da economia doméstica, no cenário de desregulamentação financeira - abandono de controle de capitais e redução do papel do Estado na economia - obriga a manutenção de elevadas taxas de juros a fim de manter divisas em dimensão suficiente para cobrir compromissos correntes e eventuais de países que apresentam elevada abertura produtiva e comercial (no sentido de déficits nestas contas, como típico dos países periféricos). Neste sentido, a política cambial passa a ser central na administração da economia doméstica, contudo, passa a ser uma política voltada para os determinantes externos e não para as necessidades internas de crescimento e modernização da economia. Estas últimas são atendidas apenas quando o *front* externo dá condições, isto é,

³⁹ Entre elas destacam-se as típicas dos “paraísos fiscais”, baixa ou nenhuma tributação sobre as operações financeiras, acesso aos recursos de qualquer lugar do mundo, sigilo sobre a origem dos recursos e sobre o detentor dos mesmos.

quando os capitais voluntariamente permanecem no país, sem a necessidade de estímulos por parte das políticas domésticas.

Este cenário demonstra a característica da vulnerabilidade externa dos países, neste contexto de globalização produtiva e financeira, retomando as preocupações de Keynes na articulação da ordem internacional com as prioridades domésticas. As últimas três décadas tem sido marcadas por crises externas (de balanço de pagamentos, cambiais) e ataques especulativos contra as moedas de países periféricos, como afirma Paulani & Braga (2007)⁴⁰. Porém o problema maior talvez seja o fato de que, uma vez que os países entram nesse ciclo de dependência de capital de curto prazo, torna-se muito difícil deixá-lo, visto que os países são conduzidos a preservarem a característica de importadores de capital, tornando-se cada vez mais dependentes, uma vez que as crises criam novas dívidas, elevam o endividamento existente e exigem reformas econômicas que ao invés de reduzirem a dependência e a abertura da economia doméstica, as ampliam.

De acordo com Paulani & Braga (2007) as exigências dos capitais de curto prazo acabam por ditar as regras não só das políticas cambial, monetária e comercial, como também daquelas voltadas para o crescimento, para o emprego e para os gastos sociais, que passam por ser continuamente prejudicadas⁴¹. Mesmo os países que se adaptam de certa forma às exigências dos capitais de curto prazo, arcando com todos os custos dessa decisão, podem ser vítimas a qualquer momento de um ataque especulativo seguido de fuga em massa de capitais. Pouco importa se o ataque tem fundamento real ou se é reflexo de uma crise ocasionada em outro lugar. A vulnerabilidade do país é a mesma, vide o contágio sofrido pela América Latina frente à Crise Asiática de 1997, ou a aversão dos investidores internacionais ao Brasil nos episódios de crise financeira no México, Argentina, seja nos anos 1980 ou 1990⁴².

Segundo Ferrari (2008), com o crescimento acelerado do processo de internacionalização financeira e sua difusão também para o mercado de ações, foi possível acompanhar a partir dos anos de 1990, uma onda de crises cambiais e financeiras no México (1994/1995), no leste asiático, (1997), na Rússia, (1998), no Brasil (1998/1999) e na Argentina (2001/2002).

O aumento da integração e internacionalização dos mercados financeiros eleva o chamado risco sistêmico, justamente um dos riscos que está no cerne da última crise financeira

⁴⁰O FMI havia sido criado em 1944 justamente para evitar este tipo de problema, ver Skidelsky (2005) e FMI (2009).

⁴¹Vide as exigências do FMI aplicadas aos países no cenário das crises cambiais da década de 1980, 1994, 1997, 1999 e 2002.

⁴²Para referências sobre este processo nas décadas de 1980 e 1990, ver: Prates (2005a, 2005b).

internacional.. O risco sistêmico é mais comum no sistema bancário: a falência de um banco tende a se propagar para os outros, mas não se limita aos bancos, pode implicar países como ocorreu com o "efeito tequila" iniciado no México, em 1994 e com a "crise da Ásia", em 1997. Com a internacionalização das instituições financeiras o risco sistêmico passa a não se limitar às economias nacionais. É em função de problemas como esse que tem crescido a preocupação com a estabilidade do sistema financeiro internacional, bem como têm emergido propostas para minimizar os riscos e reduzir a fragilidade das economias que necessitam atrair capital internacional e, em muitos casos, encontram apenas o capital especulativo como meio, ao invés de um provedor de liquidez internacional, tal como pensado e criado em Bretton Woods – o FMI.

Assim, frente à desconfiguração do arranjo institucional internacional na sua tarefa original de viabilizar a resolução dos desafios econômicos domésticos e zelar pela estabilidade econômica sistêmica, a solução para os países reside entre: (i) adotar políticas agressivas, planejadas e direcionadas para o controle do balanço de pagamentos, buscando a acumulação de saldos em moeda forte – tal como as adotadas em diferentes formas e intensidades por países como Coréia do Sul, Japão, China e Alemanha – seguindo estritamente a tradição de Mun e dos mercantilistas, ou (ii) adotar a cartilha liberal de não fortalecer os instrumentos de intervenção do Estado, abrir ainda mais a economia para o exterior e usar taxas de juros para atrair capital (cada vez mais necessário), ou seja, adotar reformas e políticas de ajuste (recessivas), sacrificando crescimento do produto, desenvolvimento econômico, o emprego e renda nacional. Resumindo, sem o amplo acordo internacional, tal como iniciado em 1944, resta adotar a “sabedoria prática” dos mercantilistas em nome da soberania nacional e econômica ou adotar as receitas do liberalismo – que nada mais são do que subordinar nossas políticas econômicas às políticas mercantilistas dos países centrais, tal como afirmaria Chang (2002).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A chamada “globalização financeira”, que se iniciou na década de 1970, introduziu uma nova dinâmica na relação de fluxo de capitais entre os países. As distâncias entre os mercados tornaram-se crescentemente pouco significativas. Praticamente qualquer mercado poderia ser destino de capital a qualquer momento, em questão de segundos. Isso aliado à permissividade de entrada e saída de capitais no contexto de desregulamentação financeira, abertura das economias domésticas ao exterior, promoveu uma enorme elevação na volatilidade dos mercados financeiros mundiais. Os países poderiam receber aportes ou retiradas de capital em

poucos instantes, alterando as condições de liquidez da economia, impactando abruptamente as expectativas e as decisões sobre o produto, emprego e a alocação da riqueza financeira, sobretudo nos países cujos mercados financeiros são de pouca dimensão em relação aos fluxos de capital externo. Esse cenário gerou e gera um enorme desafio para a condução das políticas domésticas, visto que as perturbações, os contágios financeiros, as desconfiças não são restritas a um mercado ou país, e acabam sendo propagadas pelo globo. O cenário de abundância de liquidez internacional pode ser rapidamente revertido, como observado nas inúmeras crises dos anos 1980, 1990 e 2000.

As teorias inspiradas na contribuição de Keynes - sobre o desafio de condução de economias domésticas dentro de um arranjo produtivo, comercial e financeiro internacional - mostram-se presentes na realidade da economia brasileira, principalmente após a crise de 2008⁴³. Keynes sempre se preocupou com o arranjo mais factível com as condições de geração de produto e emprego doméstico, auxiliou na estruturação internacional do pós-guerra com o objetivo de manter o sistema financeiro sobre controle e factível com os objetivos domésticos, sem que fosse necessário utilizar o recurso predatório da competição internacional, através da acumulação de saldos exportadores, desvalorizações competitivas de câmbio, como haviam ocorrido nos anos de 1930. De certo modo, Keynes foi além dos mercantilistas, pois entendeu a preocupação legítima destes com suas economias nacionais, porém, a ele isto não bastava, pois era necessário assegurar ordem internacional para evitar a instabilidade econômica que levava às guerras, inclusive no seu tempo. Para isso o empenho em Bretton Woods, atender a demanda nacional mercantilista, mas com a promoção de uma ordem global estável.

Contudo, a ordem internacional evoluiu de forma diferente deste arranjo, rompendo de forma definitiva nos anos de 1970. Desta década até a atual, o mundo observou a intensificação da integração internacional sob os auspícios da globalização produtiva e financeira, movimentos que representam outro aspecto do processo de mesmo cunho liberal, a desregulação e liberalização financeira. O Brasil, como outros países periféricos, aderiu ao receituário em voga, promovendo as reformas de redução do papel do Estado ao mesmo tempo em que elevava o grau de abertura produtiva da economia - que se evidenciou mais na facilidade de importações do que de exportações -, de outro lado, foi mais além na abertura financeira, intensificando a vulnerabilidade do país às condições dos mercados internacionais e ao apetite dos investidores estrangeiros. A posição de Keynes sobre evitar uma ordem internacional predatória - em termos de acumulação de saldos exportadores a qualquer custo - e de um sistema

⁴³ Oliveira (2014).

financeiro desregulado passavam a ser um pensamento cada vez mais destoante da realidade construída desde os anos 1980.

No período recente, entendido como a amostra mais recente do processo de integração global instável, a crise financeira internacional de 2008 permitiu mais um exemplo de mudanças abruptas e massivas dos fluxos de capitais internacionais em busca incessante por proteção da riqueza financeira, em primeiro lugar, e da busca por maiores retornos, em segundo. A situação de deterioração do desempenho das economias do Centro (Estados Unidos, Europa e Japão) acabou estimulando um grande volume de entradas de capitais estrangeiros nos países periféricos, sobretudo no mercado brasileiro, como foi observado nas contas do Balanço de Pagamentos, bem como nos movimentos de apreciação das taxas de câmbio da periferia e na inflação dos ativos financeiros periféricos, como observado no índice MSCI para mercados emergentes.

Esse cenário de grande aporte de divisas internacionais aliado ao crescente déficit em Transações Correntes, seja pelos aspectos estruturais da pauta de exportação, seja pelo baixo dinamismo do comércio internacional, recolocou o Brasil e outros periféricos em uma posição de dependência desse capital para equilíbrio do seu Setor Externo, marcando uma série de determinantes para a gestão doméstica, em termos de administração de câmbio e juros. Todavia esta situação, apesar de confortável no cenário de liquidez internacional, apresenta riscos para a economia doméstica, tendo em vista que a reversão da fase do ciclo de liquidez volta a marcar a restrição externa sobre o desempenho da economia, uma vez que depender de capitais especulativos de curto prazo é associar o destino do país à volatilidade das decisões dos investidores internacionais, isto é, instabiliza as variáveis macroeconômicas pela sensibilidade dos detentores de capital estrangeiro aos pequenos movimentos na conjuntura econômica mundial, diferenciais de ganhos e, sobretudo, crises de confiança e pânico financeiro.

Com base em Keynes, essa situação tende a colocar os países em um contexto de vulnerabilidade externa, visto que os determinantes externos tendem a ameaçar o que ele chamou de “soberania nacional”, tendo em vista que os países passam a ter que adotar políticas inconsistentes com os objetivos domésticos - produto, emprego - a fim de equacionar a situação externa, a escassez de divisa internacional. Isso representa, portanto, uma perda de autonomia na aplicação das políticas macroeconômicas, principalmente no que tange à definição do nível e da variação de taxas de juros, taxas de câmbio, níveis de preços domésticos.

No caso brasileiro a perda de autonomia do Banco Central tem se manifestado através da condução da política monetária, e não pela articulação da operação do banco com outras instâncias do Estado, como o Ministério da Fazenda. Tem-se observado uma tendência de

aumento da taxa de juros em um cenário de perda do dinamismo da atividade econômica, quando o esperado nessa situação seria uma política de redução da taxa de juros básica, compatível com a expansão do crédito e redução da remuneração dos ativos financeiros mais seguros – títulos públicos federais.

A ausência de planejamento e condução articulada das políticas públicas tem se refletido no uso excessivo da taxa de juros para resolver vários problemas simultaneamente – inflação, equilíbrio do balanço de pagamentos, remuneração dos títulos públicos –, sem resolver o problema do produto, da renda e do emprego. Este cenário agrava a vulnerabilidade externa das economias periféricas, visto que a fuga de capital estrangeiro decorrente das expectativas e mudanças nas condições de liquidez internacional acaba por agravar o déficit na conta financeira do balanço de pagamentos, levando à depreciação da taxa de câmbio, independente do que ocorre internamente nos países.

A política monetária ao invés de compensar os determinantes externos está agravando as próprias bases da expansão da economia doméstica, representando um movimento cumulativo de depressão de expectativas e redução da atividade econômica que apenas se reverte por movimentos exógenos – liquidez internacional para os emergentes – e não por resultado de esforço consciente das ações do Estado. Nesse contexto a política de elevadas taxas de juros torna-se fundamental para a manutenção do saldo do balanço de pagamentos, mesmo em um momento no qual a economia brasileira perde força, e necessitaria de redução nas taxas de juros, para estimular uma retomada no crescimento econômico.

Assim, até que haja um conjunto de políticas articuladas como o objetivo de atingir a estabilidade econômica – e não apenas de preços – através do foco da produção, preços e setor externo, as economias periféricas (e a brasileira, sobretudo⁴⁴) irão operar de forma paradoxal ao sabor do movimento de capitais, expandindo-se quando a entrada de capitais [independente do prazo] valoriza o câmbio, derruba a inflação e acumula saldos no balanço de pagamentos, permitindo expandir o crédito e reduzir os juros ou retraindo-se quando os capitais mudam de direção, deflacionando os mercados de ativos domésticos, desvalorização o câmbio, elevando a inflação e agravando o financiamento do déficit em transações correntes, o que implica, nas atuais condições de manejo de políticas, elevação de juros, encarecimento e redução do crédito, redução da produção, do investimento e novos encarecimentos dos produtos – domésticos com *mark-up* ajustável, externos pela desvalorização cambial.

⁴⁴ Oliveira (2014)

Vê-se então que a instabilidade financeira das economias periféricas está relacionada com a dependência de capitais de curto prazo no balanço de pagamentos. No caso brasileiro, apesar desta dependência ser menor nos últimos anos, por conta do maior peso do IDE, ainda assim abre-se a discussão sobre a necessidade de um sistema de regulação financeira do setor externo. Além disso, a instabilidade do crescimento do Brasil, países latino americanos e asiáticos se associa ao arcabouço de políticas públicas que são adotadas frente à estrutura vulnerável do balanço de pagamentos destes países, tanto em termos de exposição da conta financeira, quanto na ausência de controle e limites aos itens da conta de transações correntes. Sem reformar a gestão do balanço de pagamentos, as políticas públicas tornam-se apenas reativas ao cenário externo, minando o crescimento prologando da economia doméstica, tendo em vista que não há estabilidade sistêmica necessária para orientar os setores mais vulneráveis a esta instabilidade: produção e o investimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGLIETTA, M.: **Macroeconomia financeira I – mercado financeiro, crescimento e ciclos**. São Paulo: Loyola, 2004.

BCB - BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do Copom**, várias reuniões. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?ATACOPOM>

_____. **Glossário: Hot Money**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=603&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

_____. **Séries temporais, Setor Externo: Balanço de Pagamentos**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>>. Acesso em: 05 abr. 2014.

BASTOS, Pedro P. Z.; BIANCARELI, André M.; Deos, Simone S. **Controle de capitais e reformas liberais: uma comparação internacional**. Campinas, 2006. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_20_1290998427.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2014.

BELLUZZO, L. G. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. Campinas: Facamp, 2009.

BIANCARELI, André M. **Padrões regionais de inserção na globalização financeira: indicadores quantitativos para Ásia e América Latina**. Porto Alegre, 2008. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_20_6209426.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2014.

CARNEIRO, R.A **supremacia dos mercados e a política econômica no governo Lula**. Cecon, Campinas, 2005. Disponível em: <http://www.iececon.net/PEF/Introducao_07-PEF.pdf>. Acesso em: 06 mai. 2014.

CARVALHO, F. J. M. **Keynes, globalização e “espaço de política nacional”**. In: SICSÚ, J. **Economia do desenvolvimento—teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

_____. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CHANG, H. J. (2002). **Chutando a Escada: A estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica**. São Paulo, Editora Unesp, 2004.

CHESNAIS, F. A. **Mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1999.

CUNHA, André M.; PRATES, Daniela M.; BIANCAREL, André M. **Os desequilíbrios da economia internacional: uma análise crítica do debate recente**. São Paulo, 2007. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_20_3592874777.pdf>. Acesso em: 26 mar. 2014.

DAVIDSON, P. **Why Money Matters: Lessons from a Half-Century of Monetary Theory**. Journal of Post Keynesian Economics. New York, p. 46–70.1978.

FAHRI, M. **O Futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. São Paulo: Unicamp, 1998. Originalmente apresentado como tese de Doutorado, Instituto de Economia da Unicamp, 1997.

_____. **O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária**. 2006. Disponível em: <http://www.iececon.net/PEF/Secao_V07-PEF.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2014.

FELDSTEIN, M.; HORIOKA, C. **Domestic Saving and International Capital Flows**. The Economic Journal, p. 314–329. 1980

FERRARI, F. F. Câmbio administrado e controle de capitais para países emergentes: uma análise a partir de Keynes. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento - teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Are Emerging Markets Still On the Receiving End?** iMFdirect, April, 2014. Disponível em: <<http://blog-imfdirect.imf.org/2014/04/03/are-emerging-markets-still-on-the-receiving-end/>>. Acesso em: 07 abr. 2014.

_____. **FMI History**. 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/about/histcoop.htm>>. Acesso em: 27/04/2014.

_____. **Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework**. IMF Survey online, 2011. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>

_____. **World Economic Outlook Reports**, várias edições. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29>>. Acesso em: 07 abr. 2014.

FREEMAN, C. **Prometheus Unbound**. Futures. v.15, 1984.

FRIEDMAN, M. **The Euro-Dollar Market: Some First Principles**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July 1971, pp. 16-24.

FURTADO, C. **Teoria e política do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1969.

GROSS, J. “**Investidor internacional é agora mais seletivo em mercados emergentes**”. The Wall Street Journal, quarta-feira, 19 de fevereiro de 2014 <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304675504579391711715304616.html?dsk=y>>.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Contas Nacionais**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/contas_nacionais/2008/SRM_contasnacionais.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2014.

INET - INSTITUTE FOR NEW ECONOMIC THINKING. **Crisis and Renewal: International Political Economy at the Crossroads Bretton Woods**, New Hampshire April 8-11, 2011. Disponível em: <http://ineteconomics.org/initiatives/conferences/bretton-woods>.

KEYNES, J. M. (1923). **A Tract on Monetary Reform**. Macmillan and Co., London, 1924.

_____. (1930). **A Treatise on Money**, The Collected Writings of John Maynard Keynes, MacMillan for the Royal Economic Society, Cambridge University Press, vol. V, 1973.

_____. (1936). **Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda**, Os Economistas, Editora Nova Cultural, São Paulo, 1996.

KREGEL, J. Keynes. Globalização e “espaço de política nacional”. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento - teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

MCGROATY, P. “**Inflação alta em emergentes ameaça recuperação global**”. The Wall Street Journal, fevereiro, 2014. Disponível em: <http://br.wsj.com/articles/SB10001424052702304104504579377553051152352?tesla=y>

MCKINSEY & COMPANY. **Global Capital Markets: Entering a New Era**. Mckinsey Global Institute, September, 2009.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Balanço de Pagamentos Abril/2014**. Boletim de Conjuntura Econômica da Secretaria de Política Econômica. Disponível em: <http://www1.fazenda.gov.br/spe/publicacoes/conjuntura/informativo_economico/2014/201405/setor_externo/IE%202014%2005%2023%20BALAN%C3%87O%20DE%20PAGAMENTOS.pdf>. Acesso em: 06 mai. 2014.

_____. **Economia Brasileira em Perspectiva**. p.105, 2013. Disponível em: <<http://www1.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economiabrasileira/edicoes/Economia-Brasileira-EmPerspectiva-Jan-Mar-19-04-13.pdf>>. Acesso em: 14 de maio, 2014.

_____. **Setor Externo**. Secretaria de Política Econômica. Disponível em: https://www1.fazenda.gov.br/spe/novo_site/home/bal-pagamentos.html.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**, McGraw-Hill books. 1975.

_____. **Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies.** The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper nº 155, April 1996.

MUN, T. (1664). **England's Treasure by Forraign Trade.** Macmillan and Co, London, 1895.

MUNHOZ, Vanessa C.; GONÇALVES, Gabriela O. **Os impactos macroeconômicos da vulnerabilidade externa do Brasil no período 1999-2011: uma investigação por meio de vetores autoregressivos com correção de erros (VEC).**

MYRDAL, G. (1956). **Teoria Econômica e Regiões Subdesenvolvidas.** Editora Saga, Rio de Janeiro, 1968.

OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? In: BERNANKE, B.;ROGOFF, K. **NBER Macroeconomics Annual 2000**, p. 339–390. 2000.

OLIVEIRA, T. **A Economia Brasileira após a Crise Financeira Internacional de 2008: em busca de estabilidade no contexto de restrição externa e dependência do movimento dos capitais internacionais.** Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da FACE, UFG, julho de 2014.

PAULANI, L. M.; BRAGA, M. B. **A nova contabilidade social uma introdução à macroeconomia.** São Paulo: Saraiva, 2007.

PRATES, Daniela M. **A inserção externa da economia brasileira no governo Lula.** Disponível em: <http://www.iececon.net/PEF/Secao_IV07-PEF.pdf>. Acesso em: 05 mar. 2014.

_____. **A fragilidade encoberta.** Disponível em: <http://www.iececon.net/PEF/Secao_II06-PEF.pdf>. Acesso em: 06 mar. 2014.

_____. **A literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”:** os modelos desenvolvidos nos anos 90. São Paulo, 2005b. Disponível em: <<http://www.iececon.net/prates/Prates6.pdf>>. Acesso em: 09 abr. 2014.

_____. **As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional.** Rio de Janeiro, 2005a. Disponível em: <<http://www.iececon.net/prates/Prates7.pdf>>. Acesso em: 19 mar. 2014.

_____.; CINTRA, Marcos A. M. **Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil.** 2007. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_28_3154255544.pdf>. Acesso em: 08 abr. 2014.

RODRIK, D. **Greek Lessons for the World Economy.** In: Project Syndicate, Retrieved. 2010.

ROSA, E. **As famílias na abordagem minskyana: aspectos e desdobramentos do endividamento das famílias americanas.** FACE/UFG, Texto para Discussão nº 35, Goiânia, 2012.

_____.; Lopes, T. **A economia monetária e a fórmula geral do capital preliminar da fissão Marx- Keynes.** (no prelo), 2014.

SKIDELSKY, R. (2005). **Keynes, Globalization and the Bretton Woods Institutions in the Light of Changing Ideas about Markets.** World Economics, Vol. 6, No. 1. January–March.

SICSÚ.J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento - teoria e políticas keynesianas.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

TOBIN, J. **A Proposal for International Monetary Reform.** Eastern Economic Journal (Eastern Economic Association): 153–159, July–October 1978. Retrieved 2010-01-31.

VON REIERMANN, C.; SCHIEßL, M. “[James Tobin: ‘The antiglobalization movement has hijacked my name’](#)”. *Der Spiegel*, September 3, 2001.

WRIGHT, T. “**Os emergentes se encontram em uma encruzilhada**”. The Wall Street Journal, November 6, 2013.

EDITORIAL

**FACE – Faculdade de Administração,
Ciências Contábeis e Ciências
Econômicas**

Curso de Ciências Econômicas

Direção FACE

Prof. Moisés Ferreira da Cunha

Vice-Direção FACE

Prof. Sérgio Barroca

**Coordenação do Curso de Ciências
Econômicas**

Prof^ª. Priscila Casari

Endereço

Campus Samambaia, Prédio da FACE –
Rodovia Goiânia/Nova Veneza, km. 0 –
Caixa Postal 131, CEP 74001-970, Goiânia
– GO.

Tel. (62) 3521 – 1390

URL

<http://www.face.ufg.br/economia>

**NEPEC – Núcleo de Estudos e Pesquisas
Econômicas**

Coordenação

Prof. Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

**SÉRIE DE TEXTOS PARA
DISCUSSÃO DO CURSO DE
CIÊNCIAS ECONÔMICAS DA UFG**

Coordenação e Equipe de Editoração

Prof. Sandro Eduardo Monsueto

Barbara Christina Carrijo

Adriana Moura Guimarães

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos que contam com a participação de pesquisadores do NEPEC. As opiniões contidas nesta publicação são de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não representando necessariamente o ponto de vista do NEPEC ou da FACE/UFG. É permitida a reprodução, desde que citada a fonte.