

# Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano)<sup>1</sup>

---

*Dominique Plihon*

## **Introdução**

A evolução recente dos países industrializados é marcada pela instabilidade financeira e por uma diminuição do crescimento econômico. As crises se sucedem e se aceleram nos mercados cambiais e de capitais internacionais. Estas disfunções devem ser associadas às transformações sofridas pela economia mundial, neste fim de século, que tem como uma de suas dimensões essenciais a “globalização financeira”, isto é: a criação de um mercado mundial do capital financeiro.

A hipótese aqui adiantada é que as políticas públicas têm uma responsabilidade, em primeiro plano, nas mutações recentes que desestabilizaram a economia mundial.

Este artigo se inicia pela apresentação do “movimento liberal” que pôs em prática as novas políticas econômicas no final dos anos 70. Em seguida, analisa-se como estas políticas, fundadas sobre o liberalismo e o monetarismo, são a origem do crescimento dos desequilíbrios internacionais e do processo de globalização financeira. Em um terceiro momento, este artigo se preocupa em mostrar como a globalização financeira derivou, de uma maneira fatal, para um regime de capital especulativo, fonte da instabilidade. São, em seguida, estudadas as conseqüências nefastas do capital liberalizado sobre a economia mundial, devidas especialmente ao fato da alta durável do nível das taxas de juros reais. Uma última parte propõe vias para a reorientação das políticas públicas, de modo a libertar a economia mundial do impasse dentro do qual foi colocada pelas políticas liberais, cujo fracasso é atualmente patente.

## **1. O movimento liberal dos anos 80**

Os países industrializados conheceram um crescimento rápido e durável durante três decênios,<sup>2</sup> até o início dos anos 70. Este regime de crescimento, com desempenhos excepcionais, repousava sobre três pilares:

---

(1) Traduzido do francês por Sonia Terezinha Tomazini.

(2) Esses três decênios foram chamados por J. Fourastié de “os trinta gloriosos”.

- a relação salarial “fordista”, que se traduziu por uma evolução rápida e regular dos salários, com base em um compromisso capital-trabalho, que articulou a divisão dos ganhos de produtividade provenientes da organização científica do trabalho (Boyer, 1987);<sup>3</sup>
- as políticas de estabilização macroeconômica de inspiração keynesiana destinadas a assegurar uma progressão regular da demanda direcionada às empresas;
- os sistemas financeiros administrados, que viabilizaram o financiamento da acumulação do capital por endividamento bancário a taxas de juros baixas e controladas pelas autoridades monetárias.

Este meio institucional contribuiu para fundar um contexto econômico e social de grande estabilidade, particularmente favorável à acumulação do capital industrial e ao crescimento da produção. O aumento da demanda direcionada às empresas era assegurado pelas políticas públicas de estabilização conjuntural e, sobretudo, pelo aumento do poder de compra dos salários, decorrente da indexação dos mesmos aos ganhos de produtividade e aos preços. Enfim, a fixação administrativa das taxas de juro garantiu às empresas um custo baixo e estável do capital. Os agentes privados estavam fortemente endividados junto ao sistema bancário. Em troca, os déficits e as dívidas públicas situavam-se em níveis moderados.<sup>4</sup>

### **A crise estagflacionária põe em questão as políticas econômicas keynesianas**

O regime de crescimento rápido começou a se desestruturar no início dos anos 70 com o desmoronamento do sistema monetário internacional de Bretton Woods, com o aquecimento inflacionário nos Estados Unidos em 1972 e com o choque do petróleo de 1973. O crescimento declinou enquanto que a inflação se acelerou: isto foi a emergência de um processo “estagflacionário”.

Esta ruptura no funcionamento do regime de crescimento resultou da derrocada dos mecanismos de regulação das economias industriais (Dubois, 1987; Basle; Mazier & Vidal, 1993). Esta transformação tem causa, em grande medida, endógena às próprias economias industrializadas. Pode ser explicada a partir da análise proposta por Minsky (1982): este enunciou o “paradoxo da tranquilidade”, segundo o qual as economias capitalistas acabam necessariamente por se auto-desregulamentar. Seu raciocínio é o seguinte: seja uma economia em crescimento

---

(3) Este conceito de “relação salarial fordista” (*le rapport salarial fordiste* - N. da T.) foi desenvolvido pela escola da Regulação (Boyer, 1987). Segundo esta escola, o regime de crescimento pode ser caracterizado por cinco “formas institucionais”: o regime financeiro, a relação salarial, as formas de concorrência, a natureza do Estado e a articulação com o regime internacional. Nossa apresentação do regime de crescimento dos “trinta gloriosos” com seus três “pilares” inspira-se nesta abordagem (Relação salarial fordista).

(4) Deste modo, para a Europa dos 12 (Países da Europa Ocidental que inicialmente constituíram a União Européia - N. da T.), a relação déficit público/PIB era somente de 0,4% em média, de 1961 a 1973, contra 5,1% no decurso dos anos recentes (1987/94), como indica a Tabela 4.

regular, à taxa constante, cujas estruturas são coerentes; ela conhece um período de tranquilidade (esta é a idade de ouro dos “trinta gloriosos”). À medida que se avança neste caminho regular, os atores econômicos adquirem confiança; eles antecipam um crescimento regular que se produz efetivamente. A incerteza diminui; o futuro é concebido como a extrapolação do passado. Esta certeza crescente leva as empresas a se endividarem e a investirem cada vez mais. Produz-se, inevitavelmente, um entusiasmo exagerado. Os preços sobem, o que permite às empresas continuarem a se endividar, graças ao efeito positivo de alavancagem, malgrado o aumento dos desequilíbrios. A fragilidade financeira das empresas cresce. A alta das taxas de juros, resultante do acréscimo das necessidades de financiamento, põe em dificuldades as empresas superendividadas. A intervenção das autoridades monetárias, como emprestadoras em última instância, pode atenuar as tensões. Mas as avaliações pessimistas acabam por voltar, as empresas reduzem suas atividades e o crescimento diminui. Assim, pode-se explicar a aparição do processo estagflacionário.

Tabela 1  
Crescimento econômico e inflação nos principais países industrializados.  
Taxa média de crescimento anual em % para a área dos países do G-7 <sup>(a)</sup>

	1970/79	1980/89	1990/94
Crescimento do PIB	3,6	2,8	1,9
Alta dos preços <sup>(b)</sup>	10,7	5,1	3,3

<sup>(a)</sup> Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Canadá

<sup>(b)</sup> Deflatores do consumo familiar

Fonte: Comptes Nationaux de l'OCDE.

O fim do regime de crescimento rápido e estável fez com que se recolocasse em questão o meio institucional que funcionou desde a Segunda Guerra Mundial e que foi fundado sobre as políticas de estabilização keynesianas, a relação salarial “fordista” e as finanças administradas.

Observou-se, então, uma radical virada na orientação das políticas públicas adotadas até então. O ano de 1979 marca uma virada determinante na condução das políticas econômicas dos países industrializados. Pela primeira vez, os dirigentes dos principais países reunidos em Tóquio, por ocasião da reunião de cúpula do G-5, decidem eleger como prioridade absoluta a luta contra a inflação. Esta mudança se traduz pelo abandono das práticas de inspiração keynesiana fundadas sobre a arbitragem entre o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Neste novo quadro de referência, o pleno emprego e a desinflação são considerados como dois objetivos complementares, no sentido de que a baixa do desemprego resulta, necessariamente, da estabilidade dos preços. Do ponto de vista teórico, esta nova concepção é inspirada na crítica à curva de Phillips desenvolvida pela escola novo-clássica. A estabilidade monetária é, doravante, o objetivo prioritário, e a política monetária torna-se o principal instrumento de

regulação macroeconômica, conforme os preceitos monetaristas. Impõe-se, igualmente, uma concepção liberal do papel do Estado que deve se desengajar da gestão econômica, o que leva à contestação da eficácia da política orçamentária. Monetarismo e liberalismo tornam-se, deste modo, os novos princípios fundamentais da política econômica.

A relação salarial “fordista”, outra forma institucional central do regime de crescimento do pós-guerra, foi sacrificada sobre o altar do rigor e da estabilidade monetária, para fazer face a um modo de regulação salarial concorrencial. Com efeito, na maioria dos países industrializados, a política de rigor salarial tem jogado um papel central no processo de desinflação, notadamente nos Estados Unidos (Pisani-Ferry, 1988), na França e na Grã-Bretanha (Farnetti, 1995). Foi cortado o vínculo entre o aumento dos salários, de um lado, e a evolução da produtividade e dos preços, por outro lado.

A virada de orientação nas políticas econômicas foi operada sob a direção de P. Volker, presidente do *FED*, de M. Thatcher e depois de R. Regan. Em certos países, constatou-se um forte descompasso entre a doutrina apregoada e as políticas realmente levadas a cabo.<sup>5</sup> Paradoxalmente, nos Estados Unidos, origem da doutrina liberal do desengajamento do Estado, as autoridades praticaram uma política orçamentária expansionista e, em seguida, fizeram importantes reduções fiscais, assim como aumentaram as despesas militares. E é dentro da Comunidade Européia, conduzida por uma Alemanha obcecada pela inflação, que as políticas foram as mais restritivas.

O questionamento das políticas macroeconômicas de inspiração keynesiana e da relação salarial fordista teve importantes repercussões sobre a dinâmica macroeconômica das economias capitalistas. Em particular, o abandono das políticas públicas de estabilização e das políticas de elevações salariais regulares e gerais reduziram a “previsibilidade” da demanda direcionada às empresas. As empresas e os assalariados encontraram-se em um contexto de incerteza crescente quanto aos seus rendimentos futuros. Isto resultou na instabilidade do investimento e do crescimento (Billaudot, 1995).

### **O surgimento de novos desequilíbrios**

As políticas restritivas alcançaram seu principal objetivo: a inflação foi fortemente diminuída, e o ritmo da alta dos preços ao consumidor, nos países do G-7, passou de 10,7% por ano no decênio 1970/79 para somente 3,3% em

---

(5) Esta idéia da não-intervenção do Estado nos negócios econômicos parte dos Estados Unidos, no início dos anos 80, onde se constitui um dos temas centrais do governo de Reagan. Sabe-se, a posteriori, que, contrariamente à ideologia dominante, a política orçamentária teve um papel crescente nos Estados Unidos durante este período, que viu aumentar o déficit público americano. Em sua fase atual, ao contrário, “a contra-revolução conservadora” americana põe, claramente, a ênfase no rigor e equilíbrio orçamentários.

1990/94. Mas as novas políticas tiveram um custo elevado, pois criaram novos desequilíbrios, cujos efeitos vão ser consideráveis.

O endurecimento das políticas monetárias deslanchou uma alta brutal nas taxas de juros nominais em todo o mundo. Contrariamente ao previsto pela teoria ortodoxa, a desaceleração da inflação não produziu uma baixa paralela no nível das taxas de juros nominais, nos países industrializados.<sup>6</sup> Isso resultou na alta taxa de juros reais que se mantiveram em níveis recordes desde o início dos anos 80, contrastando fortemente com a situação dos decênios 60/70, como mostra a Tabela 2.

O nível persistentemente elevado das taxas de juros reais é um fenômeno novo que corresponde à emergência de um novo modo de regulação financeira internacional. De um lado, passou-se de um regime dentro do qual as tensões macroeconômicas eram reabsorvidas em escala nacional pela emissão monetária e inflação para um regime onde os ajustes passam, de preferência, pelas taxas de juros, cujo nível e oscilação, a partir de então, aumentaram. Por outro lado, a nova ordem financeira internacional consagra o domínio do credor sobre o devedor, como se verá mais adiante. A alta das taxas de juro traduz a relação de forças doravante favoráveis aos detentores do capital financeiro.

Tabela 2  
Evolução das taxas de juros reais de longo prazo  
(Taxas anuais em %)

	1960/69	1970/79	1980/89	1990	1991	1992	1993	1994
França	1,5	-0,5	6,8	8,2	7,1	7,6	5,2	5,7
Estados Unidos	1,1	-0,3	6,5	5,8	5,7	5,0	3,4	3,9
Alemanha	2,5	-3,2	4,9	3,3	4,6	5,6	4,5	4,7
Itália	0,4	-6,1	5,3	9,1	8,8	10,6	8,4	7,2
Reino Unido	1,7	-3,0	5,8	7,5	6,7	6,9	5,1	5,6
Japão	1,2	-0,1	5,2	5,4	5,4	4,7	3,7	3,8
Membros do G-7	0,8	-0,5	6,0	6,2	6,1	5,9	4,3	4,6

Definição: Taxa de juros reais *ex post*, obtida em função da diferença entre as taxas de juro de longo prazo sobre os títulos públicos e as antecipações da inflação *ex post*, medida pela inflação observada a posteriori, sobre os dois anos seguintes.

Fonte: OCDE. Statistiques financières.

A virada de orientação das políticas econômicas foi acompanhada por um afrouxamento acentuado do crescimento econômico registrado nos principais países industrializados. A taxa de crescimento médio anual do PIB, nos países da área do G-7, passou de 3,6% durante o decênio de 1970/79 para 2,8% em 1980/89, para cair a somente 1,9% em 1990/94.

(6) De acordo com a teoria ortodoxa, desenvolvida por I. Fisher, a taxa de juro real – igual à diferença entre a taxa de juro nominal e a taxa de inflação antecipada – é independente do nível da inflação e da produtividade do capital. Segundo esta análise, quando as taxas de inflação descessem duradouramente, as taxas de juro nominais deveriam, então, diminuir na mesma proporção, porque a inflação (antecipada) é um dos determinantes do nível das taxas nominais. A realidade contradiz, claramente, esta análise.

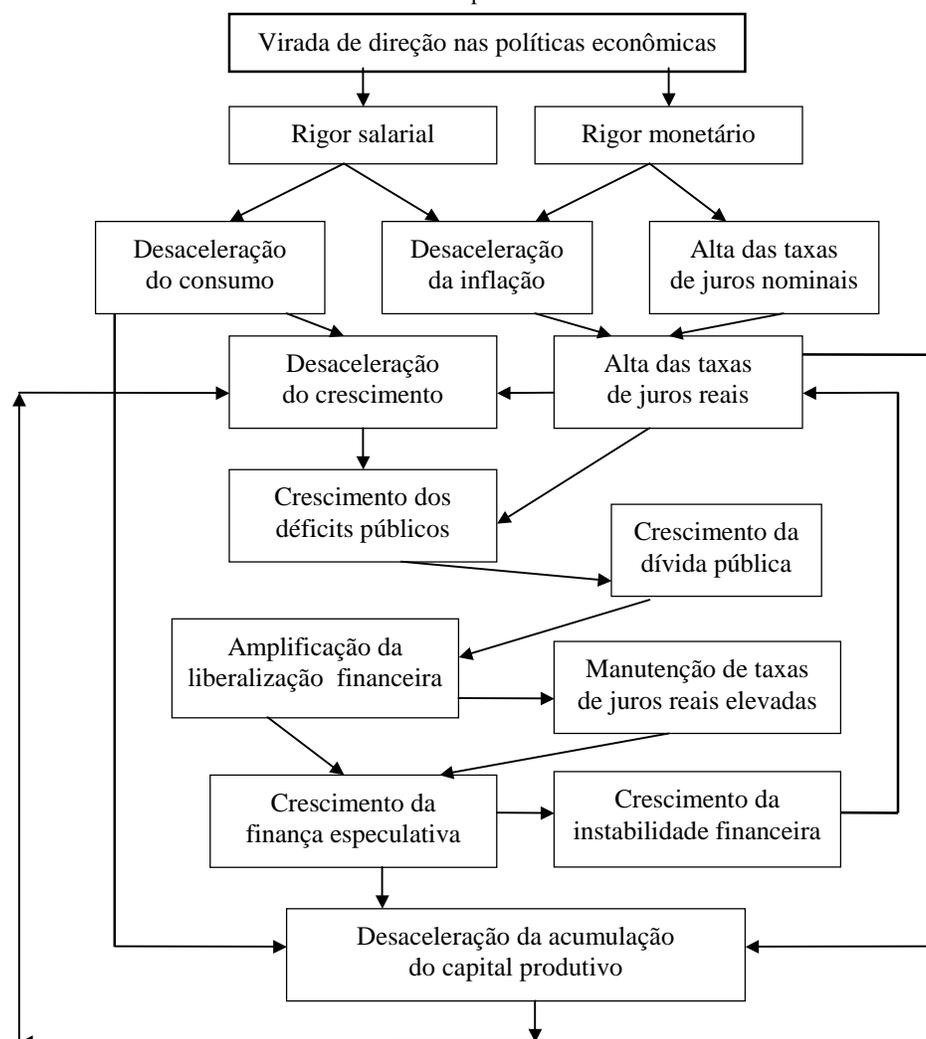
A desaceleração do crescimento engendrou importantes tensões sobre o mercado de trabalho, levando a um crescimento irreversível do desemprego. Como indica a Tabela 3, esta evolução foi mais brutal na Comunidade Européia, onde as políticas econômicas foram as mais restritivas possíveis.

Tabela 3  
O crescimento do emprego em % da população ativa

	1970/79	1980/89	1990/94
Europa dos 12	3,8	9,4	9,6
Estados Unidos	6,2	7,3	6,5
Japão	1,7	2,5	2,4

Fonte: Communautés Européennes.

Diagrama 1  
A engrenagem infernal ou como as políticas liberais conduziram à instabilidade e à depressão financeiras



## 2. Crescimento dos déficits públicos e globalização financeira

Após o início dos anos 80, a situação das finanças públicas<sup>7</sup> é progressivamente deteriorada nos grandes países industrializados. O déficit médio dos países do G-7 passou de -2,1% do PIB durante a década de 70 para -3,6% em 1990/94; e, conseqüentemente, o peso da dívida pública também cresceu fortemente, para atingir 64,3% do PIB, em média, em 1990/94. Esta evolução desfavorável das finanças públicas foi muito mais brutal nos países da União Européia, como ilustra a Tabela 4.

Tabela 4  
Evolução das finanças públicas nos países da União Européia<sup>(a)</sup>

	1961/73	1987/94
Em % do PIB:		
Déficit público	-0,4	-5,1
Juros sobre a dívida pública	0,7	5,0
Dívida pública	32,0	
Em % anual média <sup>(b)</sup> :		
Taxa de juro aparente sobre a dívida pública	2,2	8,4
Crescimento do PIB	10,2	6,7

<sup>(a)</sup> Finanças públicas lato sensu incluindo as administrações locais e sociais. Europa dos 9, até 1973; Europa dos 12, após 1973. <sup>(b)</sup> Taxa nominal, em francos correntes.

Fonte: Economie Européenne.

Os organismos internacionais (OCDE, FMI e Comissão Européia) consideram, em meados dos anos 90, que os déficits públicos se tornaram um obstáculo a uma boa ordem econômica mundial. Segundo a doutrina oficial, estes desequilíbrios são uma fonte de inquietude para os mercados e acarretam variações brutais da taxa de câmbio e da taxa de juro. As crises e as desordens que daí decorrem perturbam o crescimento mundial, provocam importantes deslocamentos do capital, diminuem o crescimento e, por isso, mantêm um desemprego elevado.

A recuperação das finanças públicas tornou-se o objetivo prioritário da política econômica. Assim, o Tratado de Maastricht impôs aos membros da União Européia o respeito às regras estritas quanto a este ponto: representado como porcentagem do PIB, o déficit público deve ser inferior a 3% e a dívida pública não pode ultrapassar 60%, em cada país membro.

(7) Neste estudo, as finanças públicas são entendidas lato sensu, isto é, incluem o orçamento no conjunto das administrações públicas central, local e social.

## 2.1. As novas políticas econômicas responsáveis pela degradação das finanças públicas

As autoridades públicas dos países industrializados enredaram-se em suas próprias contradições. Pois os desequilíbrios recentes das finanças públicas são a consequência direta das políticas macroeconômicas levadas a cabo depois do início dos anos 80.

Com efeito, diz-se que, para que a razão dívida/PIB se estabilize, é preciso que a taxa de crescimento do PIB seja pelo menos igual à taxa de juro sobre a dívida, pelas razões explicitadas no quadro seguinte, como “as condições de estabilidade da dívida pública”. Ou, como já se viu antes, a taxa de juro elevou-se brutalmente, tornando-se muito superior à taxa de crescimento econômico, devido às próprias políticas econômicas recentes nos principais países industrializados (veja, a esse respeito, a Tabela 15). O crescimento econômico tornou-se insuficiente para compensar o impacto das taxas de juro sobre as dívidas públicas; os déficits e as dívidas públicas começaram a crescer mais depressa que o PIB. Assim se explica a alta quase contínua das taxas do déficit e do endividamento públicos no decurso do período recente.

### As condições de estabilidade da dívida pública

O déficit orçamentário (d) descreve-se simplesmente:

$$(1) \text{ déficit} = \text{receitas} - \text{despesas correntes} - \text{encargos de juros}$$

Chama-se saldo primário (S) a diferença: receitas - despesas correntes.

Os encargos de juro são iguais à taxa de juros (i) multiplicada pelo estoque da dívida pública (D). O crescimento da dívida pública é igual ao déficit público (d), se bem que a taxa de crescimento da dívida corresponda a (d/D).

Da igualdade (1) acima, deduz-se que:

$$(2) d/D = i - (S/D)$$

Para que a razão dívida/PIB fique constante, é preciso que o crescimento da dívida seja igual àquela do PIB (g), isto é:

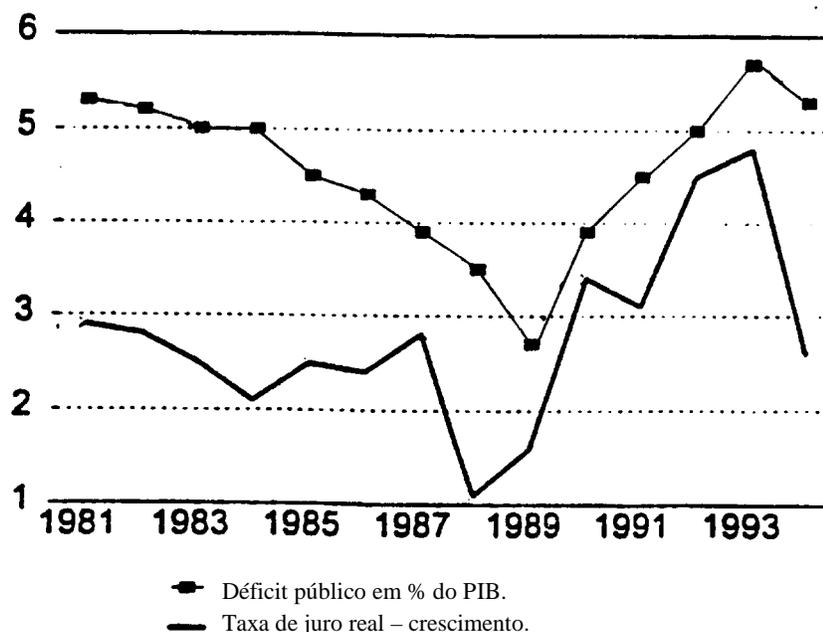
$$(3) g = d/D. \text{ Combinando-se as igualdades (2) e (3) obtém-se:}$$

$$(4) i - (S/D) = g, \text{ ou ainda: } i - g = S/D$$

A interpretação da igualdade (4) é simples: a estabilidade da razão dívida/PIB pode ser obtida de duas maneiras:

- pela igualdade entre a taxa de juro e a taxa de crescimento do PIB ( $i = g$ ), com um saldo primário nulo ( $S=0$ );
- ou, se a taxa de juro é superior à do crescimento econômico ( $i > g$ ), a estabilidade da razão dívida/PIB requer um saldo primário positivo ( $S > 0$ ), isto é, um excedente das receitas sobre as despesas correntes.

Gráfico 1  
Déficit público na Europa determinado pela diferença  
entre a taxa de crescimento e a taxa de juro



Fonte: Eurostat.

### Os países europeus encerrados dentro de um círculo vicioso

É nos países da União Européia que o “efeito de tesoura” entre crescimento e taxa de juro foi o mais espetacular: nos anos 60, a taxa de crescimento ultrapassou em grande medida a taxa de juro sobre a dívida pública; em média os déficits públicos estavam baixos, como se pode verificar pela Tabela 4. Em contrapartida, no período recente, os déficits públicos aprofundaram-se porque a taxa de juro da dívida se elevou, nitidamente, acima da taxa de crescimento econômico. O Gráfico 1 ilustra a relação entre déficit público, de um lado, e o descompasso entre crescimento e taxa de juro, por outro lado.

A análise da evolução dos principais componentes dos déficits públicos é esclarecedora a esse respeito. Tem-se a seguinte igualdade:

$$\text{saldo público global} = \text{saldo conjuntural} + \text{encargos de juros} + \text{saldo estrutural primário}.$$

O *saldo conjuntural* corresponde aos estabilizadores orçamentários automáticos. Este saldo é anticíclico: ele se agrava porque o crescimento econômico diminui, e vice-versa. Os encargos de juros são a remuneração da dívida pública; ela aumenta com o montante da dívida pública e o nível das taxas



## 2.2. A liberalização financeira imposta pela gestão da dívida pública

De um lado, existe uma ligação direta entre o crescimento potencial do capital globalizado e liberalizado e, por outro lado, o aumento dos déficits públicos nos países industrializados, depois do início dos anos 80. Com o peso crescente da dívida, os Tesouros Públicos Nacionais não puderam mais contar exclusivamente com os investidores nacionais. Era necessário apelar aos investidores internacionais, em particular aos investidores institucionais, para adquirir os títulos públicos nacionais. É desse modo que, no início, as autoridades públicas liberalizaram e modernizaram os sistemas financeiros para satisfazer suas próprias necessidades de financiamento. Este objetivo foi largamente atingido, visto que, entre os grandes países industrializados, a parte dos títulos públicos detidos pelos estrangeiros aumentou no Canadá, Reino Unido e, mais ainda, na França e na Alemanha, como mostra a Tabela 5.

Tabela 5  
O recurso ao mercado internacional para o financiamento da dívida pública.  
(% de títulos detidos pelos investidores estrangeiros sobre o total da dívida pública)

	1979	1992
Estados Unidos	18,5	20,4
Japão	2,3	5,6
Alemanha	5,0	25,9
França	0,0	31,8
Itália	1,2	6,1
Reino Unido <sup>(1)</sup>	11,4	12,5
Canadá	15,0	27,7

<sup>(1)</sup> 1985 e 1991, respectivamente.

Fonte: Bisignano. Internationalization of financial markets; IMF staff estimates.

## O déficit público americano, motor da globalização financeira

O encadeamento *déficit público* → *globalização financeira* começou a estourar a partir dos Estados Unidos. Estes, com efeito, registraram uma degradação rápida de seu saldo orçamentário, que passou de uma situação de equilíbrio, no fim dos anos 70, a um déficit estimado em 3,8% do PIB em 1983. O saldo da balança de transações correntes americana acusou uma evolução paralela, passando igualmente do equilíbrio ao déficit, como indica a Tabela 6. Isto significa que os Estados Unidos começaram a apelar aos investidores estrangeiros para cobrir uma necessidade de financiamento exterior causada pelo aumento do

déficit orçamentário.<sup>8</sup> Após esta evolução, os Estados Unidos tornaram-se o principal devedor internacional, depois de ter sido, até então, o principal credor.

Tabela 6  
Os déficits gêmeos dos Estados Unidos em % do PIB

	1980	1985	1990	1994
Déficit público	-1,3	-3,3	-2,4	-2,0
Transações correntes	0,0	-3,0	-1,7	-2,3

Fonte: OCDE. Perspectives Economiques.

O recurso massivo dos Estados Unidos ao endividamento internacional acarretou uma modificação profunda na reorientação dos movimentos internacionais do capital entre grandes regiões da economia mundial. E é precisamente a partir deste momento que se assistiu à emergência do processo de globalização financeira.

Durante os anos 60/70, o essencial dos fluxos internacionais de capital segue o eixo Norte-Sul; os principais países industriais (Estados Unidos, Japão, Europa) financiando, em grande parte, o déficit estrutural dos países em desenvolvimento (PED) (Oliveira-Martins & Plihon, 1990). Este movimento vai reforçar-se, de 1974 a 1982, com os choques do petróleo: o sistema bancário internacional garante o financiamento dos PED não-produtores de petróleo, graças à reciclagem dos petrodólares acumulados pelos países da OPEP. O superendividamento dos PED data deste período. A crise da dívida de 1982/83 marca uma virada. Os PED endividados estão em situação de suspensão de pagamento, em consequência da alta brutal das taxas de juro e do dólar que faz crescer fortemente o serviço de sua dívida.

As transferências internacionais de capital mudaram então de orientação, para seguir uma lógica Norte-Norte: os excedentes do Japão e da Europa financiam, doravante, o déficit massivo dos Estados Unidos, como ilustra o Gráfico 3. Ao mesmo tempo, as políticas de ajuste impostas pelo FMI eliminam o déficit global dos PED. A globalização financeira caminha *pari passu* com esta reorientação dos fluxos financeiros internacionais. Antes de 1982, o essencial dos financiamentos internacionais passava pela intermediação do sistema bancário. Era a lógica do endividamento bancário internacional. O crescimento dos déficits

(8) Existe, para cada país, uma relação direta entre os saldos externo e público e o equilíbrio poupança-investimento. Esta decorre da seguinte identidade contábil bastante conhecida:

$$(a) M - X = I - S = (G - T) + (D - R) = (G + D) - (R + T)$$

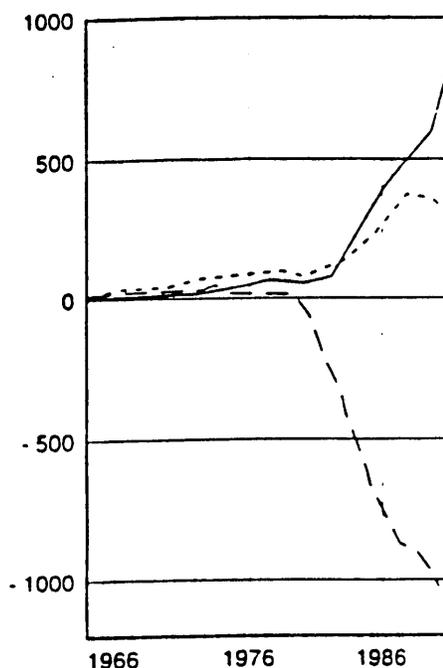
onde,

M=importações; X=exportações; I=investimento; S=poupança; G=gastos públicos; T=impostos; D=despesas privadas; R=renda nacional líquida (subtraídos os impostos).

A identidade (a) significa que o déficit externo (M-X) é igual à diferença entre investimento e poupança domésticos (I-S); e à soma do déficit público (G-T) e da diferença entre as despesas e rendas dos agentes privados (D-R). Viu-se então, através da relação (a), que um aumento do déficit público (G-T), tudo o mais constante, por outro lado, conduz a uma degradação do saldo externo, isto é, um apelo à poupança estrangeira.

gêmeos (orçamentários e externos) americanos, a crise da dívida e a reorientação Norte-Norte dos fluxos financeiros internacionais reorientam o sistema financeiro internacional em direção a uma lógica de financiamento direto (sem intermediário) e mundial. Os financiamentos e aplicações de dinheiro internacionais são doravante diretos, sem passar pelos bancos.

Gráfico 3  
Dívidas externas acumuladas dos três principais países industrializados (1960/93)  
Japão, RFA, Estados Unidos  
(em bilhões de dólares)



Fonte: Lettre du CEPII, oct. 1994.

Esta nova organização da finança responde à demanda dos atores dominantes do jogo financeiro: tanto os emprestadores quanto os tomadores de empréstimos. Investidores institucionais – (companhias de seguro, fundos de pensão, fundos de investimento), tesouros públicos nacionais, tesoureiros dos bancos e das empresas multinacionais –, todos preferem endividar-se ou aplicar no mercado dos títulos; uma técnica mais maleável e menos custosa, graças à supressão do custo de intermediação.

Doravante, aquele que investe (ou empresta) pesquisa o melhor rendimento, passando de um título a outro, ou de uma moeda a outra, ou de um procedimento de cobertura a outro, da dívida em franco à dívida em dólar, da ação

à opção, da opção ao “futuro”... No total, os mercados particulares (financeiro, cambial, opções, futuros, ...) tornaram-se um subconjunto de um mercado financeiro global, ele próprio tornado mundial. O sistema financeiro internacional virou um megamercado único de moeda, que se caracteriza por uma dupla unidade:

- de lugar: as praças financeiras são cada vez mais interconectadas, graças aos recursos modernos de comunicação;
- de tempo: funciona sem interrupção vinte e quatro horas por dia, sucessivamente, nas praças financeiras do Extremo Oriente, da Europa e da América do Norte.

Esta transformação profunda do sistema financeiro internacional foi a consequência da liberalização financeira decidida pelos países industrializados no decurso dos anos 80. Todas as formas de controle administrativo das taxas de juro, do crédito e dos movimentos do capital foram progressivamente abolidas. O objetivo foi desenvolver o mercado financeiro. A “desregulamentação” foi um dos elementos motores da globalização financeira, pois acelerou a circulação internacional do capital financeiro. A abertura do sistema financeiro japonês em 1983/84 foi, em grande medida imposta pelas autoridades monetárias americanas, depois do desmantelamento dos sistemas nacionais de controle cambiais na Europa, com a criação de um mercado único de capitais em 1990. Sob o impulso dos Estados Unidos e do FMI, os novos países industriais seguiram o movimento da liberalização, o que gerou o nascimento dos “mercados financeiros emergentes”. E foi igualmente para poder financiar seus déficits públicos que os NPI tiveram que proceder, por sua vez, a uma liberalização financeira.

### **3. A virada especulativa do capital internacional**

Mas, procedendo-se a uma liberalização total das finanças, as autoridades monetárias dos países industrializados abriram uma caixa de Pandora, fazendo surgir o capital especulativo. Uma tal evolução não é surpreendente. Foi prevista por Keynes: “o risco de um predomínio da especulação tende a crescer, à medida que a organização dos mercados financeiros progride”(Keynes, 1936, cap. 12).

No passado, a função do sistema financeiro internacional foi assegurar o financiamento do comércio mundial e dos balanços de pagamentos. De fato, no começo, o processo de globalização mundial explica-se, em grande medida, pela necessidade de financiar os desequilíbrios mundiais dos balanços de pagamentos (Oliveira-Martins & Plihon, 1990). Em 1986 e 1987, os movimentos internacionais brutos de capitais elevaram-se a 300 bilhões de dólares, o que corresponde às necessidades de financiamentos mundiais medidas pela soma dos déficits correntes dos grandes países industrializados.

### 3.1. Crescimento vertiginoso do capital internacional

Em seqüência, os fluxos financeiros internacionais conheceram uma progressão explosiva, sem possibilidade de comparação com as necessidades da economia mundial. (Chesnais, 1995). As cifras seguintes são eloqüentes: de um lado, a soma dos déficits externos correntes mundiais estabilizaram em menos de 300 bilhões de dólares por ano, no início da década de 90. Por outro lado, durante o mesmo período, aproximadamente 1 trilhão de dólares foram trocados diariamente nos mercados cambiais das principais praças financeiras. Por outro lado, as transações no mercado cambial para operações financeiras são 50 vezes mais importantes que as articuladas com o comércio internacional de bens e serviços.<sup>9</sup>

Tabela 7  
Evolução do volume de transações transnacionais com títulos  
(como uma % do GDP)

	1980	1992
Estados Unidos	9,3	109,4
Japão	7,0	69,9
Alemanha	7,5	91,2
França	8,0	122,0
Itália	1,1	118,4
Reino Unido	266,0	1015,8
Canadá	9,6	113,1

Fonte: Bisignano. Internationalization of financial markets; IMF staff estimates.

Um bom indicador da extensão do desenvolvimento do capital internacional, é dado pela evolução do volume das transações transnacionais (entre residentes e não-residentes) com títulos, expressas em porcentagem do PIB. Como se pode ver pela Tabela 7, o peso das transações financeiras transnacionais passou, em média, de 10% do PIB em 1980, nos países industrializados, a mais de 100% do PIB em 1992.

A interpretação destas cifras é simples: o capital internacional desenvolve-se, atualmente, segundo sua própria lógica que nada mais é que uma relação indireta com o financiamento do comércio e dos investimentos produtivos na economia mundial. Pode-se ler a esse respeito no boletim do Banco de Compensação Internacional de 1994: “No clima generalizado de desregulamentação, depois de uma dezena de anos, os movimentos internacionais de capitais conheceram uma expansão tão considerável que no presente as transações ligadas aos pagamentos correntes parecem, comparativamente, bem modestos”. Doravante, o essencial das operações financeiras internacionais consiste nos movimentos de vai-e-vem incessantes entre as moedas e os diferentes instrumentos financeiros.

(9) Estas estimativas são fornecidas pelo Banco de Compensação Internacional, com base nas pesquisas dos bancos.

Este crescimento vertiginoso da finança internacional corresponde a uma mudança sistêmica, no sentido de que a própria natureza do sistema financeiro internacional se transformou, sendo ele, doravante, dominado pela especulação (Bourguinat, 1995).

É conhecida a definição clássica da especulação feita em 1939 por N. Kaldor: “compra ou venda de bens com intenção de revenda (ou de recompra) em uma data posterior, quando a ação é motivada pela esperança de uma modificação do preço em vigor e não por uma vantagem ligada ao uso do bem, uma transformação qualquer ou a transferência de um mercado a outro”. Em outros termos, a especulação corresponde ao conjunto das operações que são iniciadas para realizar os ganhos de capital futuro e que não têm por objetivo contribuir, direta ou indiretamente, para o financiamento da produção e do comércio.

Atualmente, uma grande parte das transações financeiras é diretamente impulsionada pelas antecipações de lucros futuros sobre o valor dos títulos. Mas dizer que os mercados se encontram naturalmente especulativos é, igualmente, sublinhar dois outros aspectos (Cartapanis, 1994). De uma parte, os atores que raciocinam no curtíssimo prazo são predominantes, atualmente. A miopia crescente de todas as categorias de operadores é unanimemente sublinhada (Goldstein et al. 1993). De outra parte, os operadores tendem a abstrair da realidade dos fundamentos, em proveito de uma pesquisa de opinião quanto à tendência do mercado. Esta vertente especulativa intervém porque os mercados se encontram mais voláteis e, aos investidores, falta um ponto de partida para ancorar suas antecipações.

### **Os títulos da dívida pública: pilares da finança especulativa**

Os mercados de títulos do Estado tornaram-se o segmento mais ativo do mercado financeiro internacional (Montgomery, 1994). Observou-se uma progressão extremamente rápida depois do início dos anos 80. Atualmente, as operações com títulos públicos ultrapassam, em larga escala, aquelas operações de todos os outros mercados financeiros, exceto os cambiais.

Os déficits públicos persistentes nos países industrializados têm alimentado o mercado primário dos títulos públicos. O crescimento foi, todavia, mais espetacular no mercado secundário destes títulos, onde o volume das operações deslanchou, sob o efeito da especulação. Para os Estados Unidos, por exemplo, que a este respeito ocupa, de longe, o primeiro lugar no mercado mundial, o montante médio destas transações alcançaram 120 bilhões de dólares no ano de 1993, contra 14 bilhões em 1980. Esta explosão do volume de transações ocorre também com os títulos públicos dos principais países industrializados, como indica a Tabela 8.

Tabela 8  
O impulso espetacular das operações com títulos da dívida pública.  
Média anual em bilhões de dólares

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Estados Unidos <sup>(1)</sup>	13,8	18,1	23,5	30,3	38,5	55,5	68,8	77,1	70,7	77,9	76,7	88,1	105,2	119,6
Japão														
Mercado de balcão de Tóquio	1,4	1,6	1,8	2,3	4,8	17,2	29,1	73,9	62,1	49,5	44,1	38,5	44,2	57,6
Transações em bolsa	0,0	0,1	0,1	0,2	0,5	0,8	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,5	0,2	0,2
Alemanha <sup>(2)</sup>	--	--	--	--	--	--	--	2,3	3,7	3,7	3,9	4,3	6,2	9,7
França <sup>(3)</sup>														
Títulos a curto e médio prazo	--	--	--	--	--	--	0,2	1,2	2,1	2,5	2,9	3,7	7,6	13,7
Bônus do Tesouro	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8,2	14,4
Reino Unido	1,4	1,2	1,4	1,3	1,4	1,3	2,5	7,4	7,9	6,3	6,8	7,8	8,5	9,5

<sup>(1)</sup> Transações do operadores primários com valores do Tesouro dos Estados Unidos.

<sup>(2)</sup> Volume das operações em bolsa com bônus federais emitidos pelo Tesouro, dos correios e das estradas de ferro.

<sup>(3)</sup> Transações do mercado secundário com valores do Tesouro, abrangidas as pensões.

--: dados não-disponíveis.

Fonte: FMI, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues, Sept. 1994.

Explica-se, facilmente o sucesso dos títulos emitidos pelos Tesouros Públicos dos países industrializados: são os créditos negociáveis menos arriscados, o aval dos Estados assegura a melhor qualidade possível, já que estes não podem falir. Ademais, para realçar o atrativo de seus títulos aos olhos dos investidores internacionais, os países industrializados empreenderam reformas para aumentar a liquidez dos mercados. É assim que, na maioria dos países, o Tesouro designou os operadores “especialistas” em valores do Tesouro que, proporcionando certas vantagens, são considerados como asseguradores de um mercado permanente, o que garante um certo grau de liquidez no mercado secundário da dívida pública. Paralelamente, os fracassos se concentram sobre um pequeno número de emissões de referência padronizadas.<sup>10</sup> Por fim, foram criados contratos a prazo sobre a dívida pública;<sup>11</sup> isto é uma medida essencial, pois os produtos derivados – entre os quais os contratos a prazo ou “futuros” – são, atualmente, o principal canal da especulação financeira.

### **3.2. A finança na França: um caso exemplar**

A evolução recente da economia francesa é uma excelente ilustração do papel das políticas públicas no processo de “financeirização” e no crescimento dos desequilíbrios econômicos. A França é, certamente, um dos países industrializados que puseram em prática as políticas econômicas mais restritivas, desde o início dos anos 80, notadamente no âmbito monetário e salarial.<sup>12</sup> A desinflação foi espetacular. Mas o custo desta política foi elevado em termos de crescimento e de desemprego, como indicam os dados da Tabela 9. As taxas de juro reais cresceram fortemente, passando de um nível médio de 2% ao ano a quase 6%. Elas se tornaram superiores à taxa de crescimento econômico. Verificou-se, inelutavelmente, um crescimento do peso dos déficits e da dívida pública. É a primeira vez que, em tempo de paz, a França registra relação dívida pública/PIB tão elevada (Daniel, 1994). O papel desempenhado pelo crescimento das taxas de juro na degradação da situação das finanças públicas é ilustrado pelo fato de que o déficit público equivale a um montante praticamente igual ao encargo da dívida pública (Tabela 9).

Para satisfazer o imperativo da gestão da dívida pública, uma política de modernização e de liberalização financeira foi colocada em prática a partir de 1985. Pode-se, assim, ler nas notas azuis de Bercy (1994): “...o aumento do déficit público desde o início dos anos 80 exigiu uma reforma profunda do financiamento

---

(10) Na França, os títulos públicos padronizados são as Obrigações Assimiláveis do Tesouro (OAT).

(11) Em fevereiro de 1986, o primeiro contrato a prazo criado na França no âmbito do MATIF (Mercado Internacional da França) é o “nocional” contrato a prazo sobre o “Bônus do Tesouro”.

(12) As políticas de austeridade foram iniciadas no final dos anos 70 pelo governo Barre; elas têm sido retomadas e amplificadas por todos os governantes que se sucederam, a partir de 1983.

do Estado e da gestão da dívida pública... Os meios tradicionais do Tesouro não podem mais fazer face às necessidades crescentes de longo prazo. O recurso aos financiamentos de mercado foi inelutável, tanto mais que concorreu para o surgimento do mercado unificado e ampliado da moeda. Com efeito, aumentando o papel dos títulos do Tesouro, os poderes públicos vão contribuir de forma decisiva para o ajustamento dos títulos de crédito negociáveis e, através dos volumes emitidos, vão desempenhar um papel primordial na dinâmica do mercado”.

Tabela 9  
Principais indicadores macroeconômicos da França

em %	1961/73	1974/86	1987/94
Crescimento do PIB <sup>(a)</sup>	5,4	2,2	2,1
Inflação <sup>(b)</sup>	4,8	9,9	2,6
Taxa de desemprego <sup>(c)</sup>		6,7	10,0
Saldo público <sup>(d)</sup>	0,4	-1,8	-3,0
Serviço da dívida		-1,8	-3,1
Dívida pública <sup>(e)</sup>	16,9	31,4	38,6
Taxa de juro a longo prazo			
Taxa nominal	6,9	11,9	8,6
Taxa real <sup>(f)</sup>	2,1	2,2	6,0

<sup>(a)</sup> Taxa de crescimento médio anual; <sup>(b)</sup> Taxa de crescimento médio anual do deflator do consumo privado; <sup>(c)</sup> Em % da população ativa; <sup>(d)</sup> Capacidade ou necessidade de financiamento das administrações públicas em % do PIB; <sup>(e)</sup> Em % do PIB; <sup>(f)</sup> Taxa nominal menos inflação.

Fonte: Économie Européenne, Commission Européenne.

A realidade talvez tenha ultrapassado os objetivos. Porque a França participa, doravante, plenamente da finança especulativa internacional. A evolução do balanço de pagamentos francês, que descreve a inserção da França na economia mundial, é particularmente eloqüente a este respeito (Plihon, 1994).

Tabela 10  
Estrutura da balança de pagamentos francesa.  
(A divisão entre fluxos reais e financeiros em % dos fluxos totais)

Participação do balanço global (fluxo em %)	1980		1986		1994	
	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito
Transações correntes	71,1	72,5	56,7	56,2	23,5	23,1
Movimentos de capitais <sup>(a)</sup>	28,8	27,5	43,3	43,8	76,5	76,9
Investimentos de portfólio	(8,0)	(7,9)	(34,5)	(29,1)	(69,9)	(72,7)
Investimentos diretos	(2,0)	(2,0)	(1,7)	(2,4)	(1,4)	(1,4)
Movimentos de capitais em % do PIB	14,3	13,8	26,5	27,1	113,4	114,0

<sup>(a)</sup> Variações

Fonte: Rapports Annuels de la Balance des Paiements. Banque de France.

Constata-se, com efeito, um crescimento brutal dos movimentos de capitais. Em 1980, os fluxos registrados pelo balanço de pagamentos repartiam-se

à razão de 71% para as transações correntes e de 29% para os movimentos de capitais (Tabela 9). Em 1994, esta estrutura se invertia já que as transações correntes não representam mais que 23% e os capitais 77% dos fluxos da balança de pagamentos da França. Os movimentos de capital ultrapassam, a partir daí, 100% do PIB, quando esta porcentagem não foi mais de 14% em 1989. É interessante notar que este crescimento dos fluxos financeiros externos sobreveio quando a balança de transações correntes da França esteve próxima do equilíbrio, com um saldo médio inferior a 1% do PIB, no curso do período recente! Reencontra-se, desse modo, a desconexão mencionada anteriormente, entre as trocas de bens e serviços, de um lado, e as operações financeiras internacionais, de outro.

O predomínio dos fluxos financeiros foi devido, em grande medida, ao crescimento explosivo dos investimentos de portfólio<sup>13</sup> (superior a mais de 50% por ano, em média, desde 1990). Em contrapartida, a progressão dos investimentos diretos, cuja rentabilidade é ligada à esfera produtiva, foi muito mais lenta: em 1994, eles não representam mais que 1,4% dos fluxos registrados na balança de pagamentos.

Tabela 11  
Evolução da balança de capital francesa.  
Fluxos líquidos em bilhões de francos<sup>(a)</sup>

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
1. Investimentos diretos (saldo)	-54,3	-98,3	-53,2	-16,8	-0,1	-6,2
2. Investimentos de portfólio						
A. Investimento francês no exterior	-42,3	-46,1	-84,2	-101,4	-171,7	-110,7
B. Investimento externo na França	+181,2	+234,1	+167,0	+282,9	+194,8	-160,0
C. Investimento com títulos públicos	(+106,5)	(+142,0)	(+46,1)	(+183,9)	(+90,2)	(-178,5)
Relação C/B	(58,8%)	(65,8%)	(27,6%)	(64,8%)	(46,3%)	(111,5%)
D. Instrumentos condicionais	--	--	-2,2	+5,5	-1,8	-0,8
- Saldo: A + B + D	+138,8	+188,0	+80,6	+187,0	+21,2	-271,7
3. Outros movimentos de capitais	-49,0	-6,3	+10,3	-192,8	-80,0	+221,2
Balança global dos capitais <sup>(b)</sup> 1 + 2 + 3	+35,5	+83,4	+37,7	-22,6	-58,9	-56,7

<sup>(a)</sup> sinal +: entrada de capitais (aumento dos investimentos externos)

sinal -: saída de capitais (aumento dos créditos externos)

<sup>(b)</sup> Inclui o ajustamento, não inclui as transferências em capital.

Fonte: Publications de la Banque de France.

## A dívida pública, suporte privilegiado da especulação

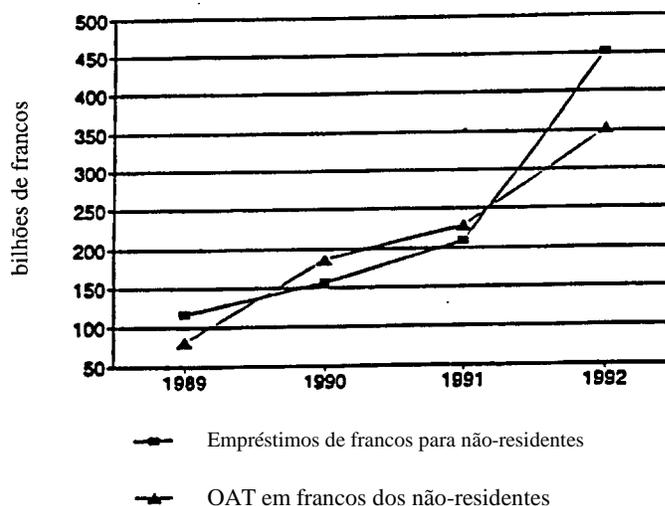
O caráter especulativo destas operações é ilustrado pela forte volatilidade do saldo dos investimentos de portfólio. Após ter sido inflado no momento do

(13) Os investimentos de portfólio correspondem a transações com títulos estrangeiros efetuadas com o objetivo de rentabilidade financeira. Os investimentos diretos correspondem à aquisição de participações nas empresas estrangeiras realizadas dentro de uma lógica industrial e comercial.

*boom* nos mercados de valores, no início dos anos 90, o saldo retraiu-se violentamente após a crise do mercado. Essas evoluções atestam que os investidores estrangeiros negociam os títulos franceses com uma visão largamente especulativa para realizar lucros no curto prazo.

Constata-se, pela Tabela 11, que uma parte importante (mais de 50% em média) das compras de valores franceses pelos não-residentes se referem aos títulos da dívida pública. O Tesouro francês, com efeito, foi um dos tomadores públicos dos mais dinâmicos nos mercados internacionais. Ele propôs títulos particularmente atrativos aos investidores, notadamente as Obrigações Assimiláveis do Tesouro (OAT). O caráter especulativo desses investimentos é evidenciado pelo fato de que uma parte importante das compras das OAT por não-residentes foi financiada por empréstimos em francos dos bancos franceses, como sugere o Gráfico 4. Encontra-se aqui uma outra categoria de créditos “especulativos” ofertados pelo sistema bancário francês.

Gráfico 4  
Compras de OAT pelos investidores não-residentes financiadas pelos empréstimos dos bancos franceses



Fonte: Plihon (1994).

Estes comportamentos especulativos constituem, doravante, uma verdadeira “espada de Dâmocles” sobre a cabeça das autoridades públicas francesas. Estas caem na armadilha da famosa trindade impossível, segundo a qual não se pode obter simultaneamente a estabilidade monetária, a mobilidade dos capitais e a autonomia da política monetária. A partir do momento, em que o princípio da liberalização da finança é aceito, é necessário garantir a estabilidade

monetária e assegurar a livre circulação dos capitais internacionais; logo, não há mais independência da política monetária. Ela é de agora em diante, largamente ditada pelos interesses dos investidores estrangeiros que detêm, hoje, em torno de um terço da dívida pública francesa (ver Tabela 5).

#### **4. A acumulação produtiva freada pela liberalização da finança**

##### **4.1. A finança liberalizada conduziu às taxas de juro elevadas**

As transformações do sistema financeiro internacional e o nível elevado das taxas de juro reais são dois fenômenos intimamente ligados. Viu-se que, inicialmente, a alta das taxas de juro foi desencadeada pelo endurecimento das políticas monetárias. Em seguida, a manutenção das taxas de juros reais em um nível elevado foi resultado do novo modo de regulação internacional imposto pela liberalização da finança.

Nos anos 1960/70, as economias industrializadas conheceram, em geral, uma situação marcada pela inflação e um comportamento monopólico do sistema financeiro: este remunerou mal os depositantes e este resultado econômico repercutiu sobre os emprestadores. As taxas de juros nominais e reais estavam baixas e as reais até mesmo negativas (Tabela 2). Esta política foi encorajada pelos governantes, que viam nela um meio de sustentar o investimento.

Para as teorias liberais, essas políticas de baixa taxa de juros conduziam a uma alocação de recursos ruim, permitindo o financiamento de investimentos de baixa rentabilidade. Ademais, o controle administrativo do crédito foi fonte de rigidez e de desperdício, em favor dos projetos públicos e das empresas pouco competitivas. Chegou-se a uma situação de “repressão financeira”, segundo a tese desenvolvida por McKinnon (1989), na qual a poupança e o investimento foram desencorajados pelos sistemas financeiros administrados e pouco competitivos.<sup>14</sup>

Segundo esta concepção, a liberalização financeira deveria estimular a poupança e o investimento, permitindo a alta das taxas de juro. A poupança é uma função crescente da taxa de juro; quanto maior a taxa de juro, mais os agentes econômicos admitem a hipótese de renunciar ao gasto imediato e optar em favor de um consumo futuro, cujo nível será aumentado pela alta das rendas financeiras. Por outro lado, a alta da taxa de juros deve conduzir a uma melhor alocação do capital, posto que os projetos de investimento menos rentáveis são eliminados.

As políticas liberais que foram postas em prática nos países industrializados, a partir do final dos anos 70, traduziram-se efetivamente por uma

---

(14) Veja sobre este tema a contribuição de P. Salama “Do capital financeiro à financeirização ou à industrialização excludente”.

alta das taxas de juro. Os monopólios bancários foram quebrados; a concorrência entre os intermediários financeiros fez desaparecer os recursos baratos; e a concorrência entre países obrigou cada um a alinhar-se à maior taxa de juro ofertada.

A flexibilização da finança criou uma relação de força favorável aos credores. Certos autores não hesitam em falar de uma “ditadura dos credores” (Fitoussi, 1995). Esta é uma das principais razões da manutenção das taxas de juro reais em um nível elevado. Os credores pressionam constantemente para preservar suas remunerações e suas riquezas. Eles impuseram a estabilidade monetária e conseguiram que as taxas de juro incluam os prêmios de risco para cobrir o custo da instabilidade crescente dos mercados. Encontra-se aqui uma diferença essencial com a finança monopólica e administrada, que funcionou até o final dos anos 70. Este último sistema favoreceu, com efeito, ao tomador, que se beneficiava das baixas taxas de juro reais graças ao prêmio inflacionário.

### O debate sobre o impacto das taxas de juro reais elevadas

Não obstante, a alta das taxas de juro não produziu os efeitos benéficos esperados sobre a poupança e o investimento. É a evolução inversa que foi registrada desde o início dos anos 80, a alta das taxas de juro andou junto com a tendência à baixa simultânea das taxas de poupança e de investimento nos principais países industrializados, como é descrito pela Tabela 12.<sup>15</sup>

Tabela 12  
Evolução da poupança e do investimento nos principais países industrializados em % do PIB

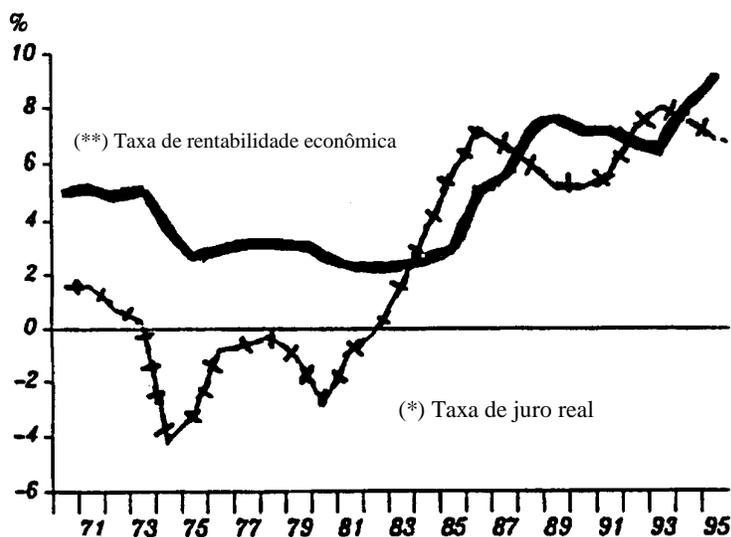
	1960/69	1970/79	1980/89	1990	1991	1992	1993	1994
Taxa de investimento global								
França	23,4	24,1	20,6	21,4	21,1	20,0	18,9	19,1
Estados Unidos	18,3	19,1	19,0	16,8	15,4	15,3	16,0	17,8
Alemanha	24,8	22,6	20,3	20,9	23,9	23,2	21,5	21,6
Itália	24,8	24,0	21,3	20,3	19,7	19,1	17,1	16,7
Reino Unido	18,0	19,2	17,5	19,5	17,0	15,7	15,0	15,3
Japão	31,6	33,1	29,1	32,2	31,8	30,7	29,8	29,4
Média do G-10	24,5	24,0	21,3	20,7	20,3	19,2	19,0	19,6
Taxa de poupança global bruta								
França	26,3	25,9	20,7	21,5	20,9	19,8	18,6	18,8
Estados Unidos	20,1	19,8	17,8	15,4	15,5	14,4	14,7	15,7
Alemanha	27,3	24,4	22,4	24,9	22,8	22,1	20,4	20,4
Itália	28,3	26,0	21,8	19,6	18,6	17,2	18,0	18,2
Reino Unido	18,5	17,9	16,5	14,3	13,5	12,8	12,7	13,9
Japão	34,4	35,3	31,8	34,6	35,1	34,0	32,5	32,4
Média do G-10	24,5	24,0	21,3	20,7	20,3	19,2	19,0	19,6

Fonte: Comptes Nationaux de l'OCDE.

(15) Nota-se o caso particular da Alemanha que registrou uma alta significativa da sua taxa de investimento no decurso dos anos 90. Esta evolução favorável foi devida à reunificação das duas Alemanhas, que se traduziu por um choque da demanda através das finanças públicas; isto é, por uma política keynesiana expansionista.

Esta constatação contradiz a hipótese introduzida pelos economistas liberais, segundo a qual uma forte alta das taxas de juro reais, obtida graças à liberalização financeira, permite reforçar a poupança e o investimento. Os fatos parecem, antes, dar razão à análise proposta por Keynes. Este tinha, precisamente, criticado a idéia, segundo a qual um nível elevado da taxa de juros era necessário para induzir a uma poupança suficiente (Keynes, 1936, cap. 24). Ele apresentou a poupança como uma função da renda e não da taxa de juro. Como a renda depende do investimento via efeito multiplicador, a poupança é, no final das contas, determinada pelo investimento, que é uma função decrescente da taxa de juro. Assim, taxas de juros elevadas conduzem, antes, a uma baixa do investimento e da poupança, entrando em conflito com o crescimento e o emprego. No final das contas, a “repressão financeira” será antes causada por um nível elevado das taxas de juro reais, o que contradiz as conclusões da visão liberal.

Gráfico 5  
O declínio da rentabilidade do investimento na França



(\*) Taxa de juro aparente da dívida das empresas deflacionada pelo índice de preço ao consumidor.

(\*\*) Poupança líquida + dividendos + imposto sobre as empresas/estoque de capital líquido.

Lucratividade: Diferença entre rendimento do capital e taxa de juro real. Consta-se que, até o início dos anos 80, a lucratividade foi fortemente positiva porque a rentabilidade do investimento foi superior à taxa de juro real. A lucratividade encontra-se próxima de zero, em seguida.

Fonte: INSEE, calculs BNP-DEE.

Pode-se explicar a baixa da taxa média de investimento pela diminuição da taxa de lucro, medida pela diferença entre a taxa de rentabilidade do capital e da taxa de juro real. O Gráfico 5 mostra, assim, que no caso da França, a

recuperação da rentabilidade aparente do capital foi largamente atenuada pela alta da taxa de juro. Pode-se pensar que esta mesma evolução se encontra na maioria dos países industrializados.

Quanto à baixa da taxa de poupança, o Fundo Monetário Internacional (FMI) – que representa a ortodoxia financeira internacional – terminou, ele mesmo, por reconhecer, no último relatório anual sobre a economia mundial (1995), que “a maioria dos trabalhos indicam que liberalização financeira teve um impacto negativo sobre o comportamento da poupança nos países industrializados, ainda que este efeito devesse ser temporário” (p. 81). O FMI admitiu igualmente o fundamental da análise keynesiana, uma vez que publicou as seguintes observações: “Os trabalhos, que abrangeram os testes de causalidade estatística, levam cada vez mais à conclusão da existência de um elo de causa e efeito que parte do crescimento (da renda) em direção à poupança” (p. 77).

#### **4.2. Os efeitos devastadores das taxas de juro elevadas**

O alto nível das taxas de juro reais teve efeitos consideráveis. Ele contribui para encurtar o horizonte dos agentes económicos, posto que o preço do futuro, medido pela taxa de juro, tem aumentado. Assim se explica que seja privilegiada a rentabilidade de curto prazo em detrimento dos projetos de investimento de prazo mais longo. Por outro lado, o nível elevado das taxas de juro reais conduz à supremacia do capital financeiro sobre o capital produtivo (Guttman, 1994).<sup>16</sup> Neste contexto, com efeito, as empresas não são mais induzidas a investir e a crescer, porque o custo do endividamento é superior ao rendimento prospectivo do capital produtivo (efeito de alavancagem negativo). Os investimentos financeiros, sob a forma de compra de títulos, tornam-se mais rentáveis. Para usar a expressão de Hicks (1974), passa-se de uma “economia de endividamento” (*overdraft economy*), orientada para os investimentos produtivos financiados pelo endividamento junto aos bancos, a uma “economia de fundos próprios” (*autoeconomy*), onde as empresas buscam maximizar seus lucros pelas políticas de desendividamento e de aplicações financeiras. É exatamente o que se observou na França desde o início dos anos 90 (Plihon, 1995).

É dentro deste contexto que se desenvolveu o “capital fictício”,<sup>17</sup> isto é, os ativos financeiros negociáveis, cujo valor depende da situação do mercado e se encontra dissociado das vicissitudes do risco industrial. Como estes ativos são

---

(16) Veja, igualmente, a contribuição de Guttman (1996).

(17) Marx, no *Capital*, v. 3 (1894), foi o primeiro a utilizar o conceito de capital “fictício”, que ele opunha ao capital emprestado (para produzir) e que associava aos títulos financeiros cujos valores não tinham contrapartida no nível do capital produtivo. Recentemente, H. Bourguinat introduziu o conceito de “finança virtual” para qualificar as transações financeiras que proliferam à margem da esfera produtiva e que se apóiam em produtos “imagens” como os produtos derivativos.

negociáveis no mercado, eles são mais líquidos que os créditos correspondentes aos do capital emprestado (os créditos dos bancos para com as empresas). Estas propriedades encorajam que se assumam posições especulativas cujo objetivo é, como já se viu, a realização do lucro nas operações que não têm como objeto o financiamento do capital produtivo. A especulação não é um fenômeno novo na história do capitalismo (Kindleberger, 1978; Galbraith, 1995). Mas as inovações financeiras recentes deram-lhe uma importância sem precedentes. Uma ilustração eloqüente desta constatação é fornecida pelo funcionamento dos mercados de produtos derivativos, nos quais 75% das operações são de natureza especulativa e que tiveram um papel importante quando das crises monetárias e financeiras recentes.

### **A lógica da especulação prevalece sobre a lógica da produção**

Certas análises atuais chegam a considerar que o nível elevado das taxas de juro reais é um fator de desestabilização profunda para as economias contemporâneas, na medida em que se dissocia o interesse do empresário ou do trabalhador, de um lado, e dos detentores de ativos financeiros, de outro. Para os primeiros, é a taxa de crescimento da economia que importa; para os segundos, é a taxa de juro real. No momento em que esta ultrapassa a taxa de crescimento, as solidariedades construídas em torno de uma projeção coletiva do futuro tendem a se dissolver (Fitoussi, 1995).

De fato, as análises modernas não fazem mais do que retomar as idéias que Keynes já tinha adiantado. Este indica, na Teoria geral (1936: cap.12) que, diante das incertezas do futuro, os agentes econômicos optam entre duas atitudes: “empreender” o que consiste em prever o rendimento descontado dos investimentos produtivos; ou “especular”, o que significa prever a “psicologia do mercado”. A especulação é definida como um comportamento de preferência pela liquidez e de proteção contra a incerteza. Quando a incerteza em relação ao futuro é grande, a economia de empresa recua, cedendo espaço ao espírito especulativo. A circulação financeira deve ser, então, mais ativa que a circulação industrial.

No tratado sobre a reforma monetária (1923), Keynes explica que os mercados financeiros não contribuem para o bom funcionamento da empresa; a não ser que haja uma separação das funções entre aquele que investe e aquele que poupa. A confusão dessas funções significa que a moral do “empreendedor” recua e que, simetricamente, a especulação cresce.

### **Os investidores internacionais à frente do “governo de empresa”<sup>18</sup>**

Com o crescimento em potencial dos investidores institucionais internacionais, assiste-se, precisamente nos dias atuais, àquela confusão das funções da poupança e do investimento, denunciada por Keynes. Os investidores

---

(18) “Governo de empresa” é a tradução do conceito americano de *corporate governance*.

institucionais dividem-se em duas categorias: eles são, em primeiro lugar, os fundos de pensão, particularmente poderosos nos Estados Unidos e no Reino Unido, que administram as aposentadorias pela capitalização. Sua aplicação financeira passou de 3,9 trilhões de dólares, em 1988, para 6,9 trilhões, em 1993 (3,6 trilhões nos Estados Unidos)). Existe igualmente os Organismos de Aplicação Coletiva em Valores Mobiliários (OPCVM) ou *mutual funds*, cujos ativos passaram de US\$1,8 trilhões em 1988 para US\$3 trilhões em 1993 (2,1 nos Estados Unidos).

Tabela 13  
Tamanho do portfólio global dos fundos de investimento  
em bilhões de dólares

	1988	1993
Fundos de pensão	3 900	6 900
OPCVM ( <i>mutual funds</i> )	1 800	3 000
Total	5 700	9 900

Fonte: Presse Financière.

Os gerentes destes fundos de investimentos são, sem dúvida, atualmente, os atores mais poderosos do planeta. *Fidelity*, o primeiro fundo de investimento americano e do mundo, movimenta cerca de 330 bilhões de dólares (1,8 trilhões de francos). Uma categoria bem conhecida de investidores é especializada nas operações puramente especulativas: são os *hedge funds*<sup>19</sup> ou fundos de alto desempenho, dentre os quais o mais importante é o *Quantum Fund*, dirigido por G. Soros.<sup>20</sup>

Estes fundos de investimento estão na origem de uma parte importante dos movimentos internacionais de capitais; eles fazem ou desfazem as moedas. Com efeito, em média, 10% de suas aplicações financeiras (aproximadamente 1 trilhão de dólares em 1993) foram investidas em títulos estrangeiros. Detêm uma parte importante da dívida pública dos países industrializados. O deslocamento dessas aplicações de uma moeda para outra basta para desestabilizar as moedas em questão.

Estes fundos de investimento impõem seus critérios de gestão às empresas, cujo capital e dívida controlam: é o sistema de *corporate governance* ou “governo da empresa” (Albert et al. 1994), que consagra a supremacia da lógica financeira nas empresas e nos bancos. Dentro deste sistema, que se desenvolveu a partir dos Estados Unidos, o poder dentro da empresa está com os gerentes dos fundos de investimento, que são considerados como representantes dos acionistas. Esta redistribuição do poder se faz em detrimento dos executivos

(19) Os *hedge funds*, que significam fundos de cobertura (*hedge*), representam bem mal seu nome, uma vez que seu objetivo principal é a especulação.

(20) Este fundo parece ter tido um papel importante nos ataques especulativos de 1992/93, que explodiram o sistema monetário europeu. G. Soros teria ganho 1 bilhão de dólares com aplicações, quando da baixa da libra esterlina.

(a tecnoestrutura). A empresa deve ser gerenciada segundo critérios puramente financeiros: estes devem satisfazer os objetivos de rentabilidade financeira de curto prazo dos organismos de gestão coletiva da poupança.

Uma das conseqüências dessa nova lógica é o “espírito de curto prazo”,<sup>21</sup> isto é, o encurtamento do horizonte temporal da empresa. Os acionistas (pequenos e grandes) externos às empresas impelem os executivos a privilegiar os resultados financeiros de curto prazo em detrimento do crescimento de longo prazo. Sob a pressão dos mercados financeiros e dos fundos de investimento, os dirigentes das empresas são conduzidos a privilegiar a satisfação dos impulsos imediatos de um conjunto de acionistas cada vez mais socializado.

### **A crise dos sistemas bancários**

Esta emergência brutal da flexibilização da finança tem igualmente exercido um efeito desestabilizador sobre os sistemas bancários dos países industrializados. Os países mais atingidos foram os Estados Unidos, no início dos anos 80, seguidos do Japão e da França, no curso do período atual. A situação crítica em que se encontram atualmente os bancos franceses – descritos pelos indicadores da Tabela 14 – ilustra, perfeitamente, a gravidade do choque. A participação dos bancos no financiamento da economia, medida pela taxa de intermediação, diminuiu fortemente, passando de 64,6%, em 1985, para 22,6%, em 1993. Esta queda brutal teve duas causas principais:

–a concorrência exercida pelo financiamento direto: as grandes empresas preferem se endividar nos mercados, emitindo títulos antes de tomar emprestado junto aos bancos;

–o crescimento da “economia de fundos próprios”: em vista do nível elevado das taxas de juro, as empresas procuram se desendividar e financiar seus investimentos com sua poupança; é desse modo que a taxa de autofinanciamento das empresas passou de 83%, em 1985, para 105,7%, em 1993.

A partir de 1992, o crédito bancário, medido em termos reais, diminuiu e os resultados dos bancos tornaram-se negativos, o que não se via desde 1945. Estes maus resultados dos bancos trouxeram importantes conseqüências sobre o seu comportamento de financiamento da economia francesa. Em primeiro lugar, os bancos estavam duramente fragilizados, eles não podiam mais fazer o papel de motor do crescimento, que foi o seu objetivo no passado. Em segundo lugar, para preservarem suas atividades e sobreviverem, os bancos são incitados a assumir riscos e a desenvolver operações de natureza especulativa, o que aumenta sua vulnerabilidade. Finalmente, os bancos são levados a destruir empregos para realizar ganhos de produtividade: o número de assalariados diminui sem parar, desde 1987 (Tabela 14).

---

(21) Espírito de curto prazo: *court-termisme* (N. da T.).

Tabela 14  
Alguns indicadores da crise do sistema bancário francês

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Taxa de autofinanciamento das empresas em % <sup>(1)</sup>	83	93,5	95,9	103,1	98,1	90,6	93,7	101,1	105,7
Taxa de intermediação em % <sup>(2)</sup>	64,6	45	62,8	66,1	56	58	52,5	36,1	22,6
Evolução dos créditos em francos constantes <sup>(3)</sup>	+0,5	-5,7	-0,3	+11,5	+13,3	+6,8	+7,8	-0,3	+2,2
Provisões + perdas com créditos incobráveis em % <sup>(4)</sup>	19,6	21,5	20,5	18	19,1	21,6	21,5	38,2	36,3
Resultado líquido em % <sup>(4)</sup>	6,7	8,2	9,1	10,1	7,8	7,3	8,3	-0,9	-5,2
Evolução do número de assalariados	+0,4	+0,7	-0,9	-1,2	-0,8	-1,6	-2,2	-2,3	-2,5

<sup>(1)</sup> poupança bruta/investimento

<sup>(2)</sup> créditos distribuídos pelos bancos/conjunto dos créditos para a economia

<sup>(3)</sup> taxa de crescimento anual dos créditos para a economia corrigidos da inflação

<sup>(4)</sup> em % do produto líquido bancário

Fontes: Banque de France et INSEE.

A fim de analisar o comportamento dos bancos diante da crise, é útil distinguir três categorias de créditos bancários, segundo sua destinação (Pollin, 1992). O primeiro tipo serve para financiar o aumento do capital produtivo (crédito produtivo); o segundo financia a aquisição dos ativos patrimoniais efetuada com o intuito de realizar ganhos futuros (crédito especulativo); o terceiro tipo de crédito permite financiar as despesas correntes dos agentes não-financeiros que não podem ser efetuadas com seus recursos próprios por causa de uma inflexão nas suas rendas reais (créditos substitutivos).

No passado, no regime de “economia de endividamento”, os bancos distribuíam os “créditos produtivos” para financiar os investimentos. Por outro lado, estes desempenhavam o papel de amortecedor nas recessões e favoreciam a retomada do crescimento, oferecendo créditos “substitutivos”. No período atual, os bancos não mais parecem estar à altura de desempenhar este papel, pois eles estão fragilizados pelas mutações financeiras recentes. Esta mudança de comportamento certamente contribuiu para a recessão de 1992/93, a mais profunda do pós-guerra, e para a fraqueza da retomada do crescimento registrada desde 1994.

Para lutar contra a erosão de suas participações no mercado, os bancos procuraram diversificar sua atividade. A fim de reconstituir rapidamente suas margens de lucro, foram incitados a por em prática uma verdadeira fuga adiante, levando, às vezes, a resultados catastróficos. Os bancos, desse modo, desenvolveram intensamente os créditos-promotores, a fim de lucrar com a bolha especulativa que ocorreu no setor imobiliário no final dos anos 80. Esses créditos especulativos custaram caro aos bancos em seguida à crise imobiliária que grassou a partir de 1990. Em grande medida, por causa do desmoronamento do setor imobiliário, a participação dos créditos incertos, no total dos créditos

distribuídos pelos Bancos AFB,<sup>22</sup> mais que dobrou, passando de 1,8%, em 1989, para 4,2%, em 1993. As provisões consideráveis (estimadas em 100 bilhões de francos), que os bancos deviam constituir para cobrir seus riscos são uma das causas principais das perdas financeiras recentes (veja a Tabela 14).

A atividade especulativa dos bancos orientou-se, a seguir, para os produtos derivativos. Em 1993, a soma nocional destas operações para os bancos AFB, arrolada fora do balanço, foi cinco vezes superior ao seu tamanho. No mesmo ano, ganhando com o *boom* especulativo nos mercados de obrigações, os bancos aplicaram seus ganhos nos mercados de derivativos, que representavam mais de 40% de suas receitas líquidas globais, medidas pelo produto líquido bancário.<sup>23</sup> É uma situação muito perigosa, quando se sabe que os bancos americanos e ingleses (*Barings*) decretaram falência especulando com os derivativos.

## 5. Reorientar as políticas públicas

Em meados dos anos 90, as políticas liberais vivem um impasse, por duas razões: em primeiro lugar, a flexibilização financeira traduz-se por uma “ditadura dos mercados”, diante da qual as autoridades nacionais se tornaram impotentes. Em segundo lugar, as políticas públicas se apoiam em esquemas analíticos inadequados, o que as conduz a erros de diagnóstico.

### 5.1. A impotência das políticas monetárias diante dos mercados

As autoridades monetárias das principais potências financeiras encontram-se, doravante em uma situação de “buscar lã e sair tosquiado”. De um lado, como se viu, os poderes públicos nacionais desempenharam um papel de catalisadores, no crescimento explosivo da finança internacional. De outro, a massa de capitais, doravante suscetíveis de se deslocar a todo momento entre as praças financeiras, tornou-se uma ameaça permanente para as autoridades monetárias. Alguns não hesitam em considerar que os mercados exercem, então, uma verdadeira “tirania” sobre as políticas econômicas (Bourguinat, 1995).

De fato, a experiência recente sugere que os instrumentos tradicionais de política monetária perderam sua eficácia. Isto é particularmente verdadeiro para as

---

(22) Os bancos AFB são vinculados à Associação Profissional dos Bancos. Eles constituem, ao lado da rede mutualista, o principal componente do sistema bancário francês. BNP, o *Crédit Lyonnais* e o *Sociétés Générales*, muitas vezes chamados os “três velhos” são bancos AFB.

(23) Bem claro que, as operações com produtos derivativos não são todas de natureza especulativa e servem, em princípio, para cobrir os riscos da taxa. Considera-se, não obstante, que 75% destas operações são de natureza especulativa, isto é, tem como objetivo principal a realização de ganhos antecipados.

políticas cambiais dos Bancos Centrais. No passado, as políticas repousavam sobre três instrumentos principais: as intervenções “esterilizadoras” no mercado de divisas; a manipulação das taxas de juro; e do controle de divisas. A liberalização financeira conduziu à suspensão direta de compra/venda deste último controle. Quanto aos outros dois instrumentos, sua eficácia tornou-se fraca em período de crise nos mercados.

As reservas cambiais dos bancos centrais – mesmo tendo sido aumentadas as facilidades oficiais de empréstimos, são doravante insuficientes para fazer face aos ataques especulativos, que põem em jogo somas consideráveis, a partir das aplicações relativamente fracas (em particular, para os produtos derivativos). As reservas oficiais dos dez principais países industrializados não se elevam a mais de 400 bilhões de dólares, o que é pouco, diante dos movimentos de capitais suscetíveis de se deslocarem. Dessa forma, à época da crise cambial, do SME, de julho de 1993,<sup>24</sup> o Banco da França perdeu a totalidade de suas reservas em divisas. Do mesmo modo, a manipulação da taxa de juro não teve senão um efeito limitado, diante de um movimento profundo de desconfiança com respeito à moeda: a título de ilustração, para defender eficazmente uma moeda exposta aos ataques especulativos fundados sobre uma depreciação antecipada de 10% no horizonte de um mês, será necessário subir a mais de 120% o nível das taxas de curto prazo, o que, evidentemente, é incompatível com os objetivos internos da política monetária.

Pode-se considerar que em meados dos anos 90, as políticas monetárias se acham não somente ineficazes mas igualmente contraproduativas, por duas séries de razões. Há, em primeiro lugar, um argumento adiantado pelos próprios economistas liberais, conhecido sob o rótulo de “aritmética monetarista” (Sargent & Wallace, 1981). A idéia exposta é que uma economia monetária restritiva que conduz as taxas de juros a um nível superior ao do crescimento econômico conduzirá, necessariamente, no final, à inflação e à instabilidade financeira. Neste contexto, os agentes econômicos “racionalistas” vão antecipar um aumento dos déficits públicos. No modelo monetarista, a única saída possível é, cedo ou tarde, inflação suplementar para diminuir o encargo real da dívida pública. É, efetivamente, segundo este mecanismo inflacionário que alguns países “regulam” sua dívida pública.<sup>25</sup>

Mas é um outro cenário ainda mais perigoso, do tipo “deflacionário”, que parece se desenrolar, desde que a estabilidade dos preços se tornou o objetivo prioritário das políticas monetárias. Nesta situação, com efeito, os desequilíbrios macroeconômicos não podem mais se resolver pelas variações da taxa de inflação. O endividamento torna-se, então, insuportável. Os agentes privados e públicos

---

(24) SME – Sistema Monetário Europeu (N. da T.)

(25) Os economistas liberais denominam com a palavra francesa *seigneurage* esta política de diminuição da dívida pública através da inflação.

endividados são obrigados a sanear sua situação financeira, o que os conduz a reduzir suas despesas e a diminuir a atividade econômica. O comportamento racional no nível microeconômico vai, realmente, reforçar a depressão econômica, segundo um processo cumulativo de “deflação de dívidas”, que Fisher (1933) trouxe à baila para explicar a grande crise dos anos 30. O comportamento atual de redução das despesas e de desendividamento das empresas e das administrações públicas nos países industrializados inscreveu-se perfeitamente no processo deflacionário.

## **5.2. O erro de diagnóstico**

A atual falta de eficácia das políticas públicas provém, igualmente, de um erro de análise quanto às causas de suas dificuldades. Em meados dos anos 90, admitiu-se, a justo título, que a questão fundamental da política econômica, particularmente nos países europeus, é a saída do entrelaçamento dos déficits públicos crescentes, de um lado, e das taxas de juro elevadas, de outro. Diz-se que a situação das finanças públicas se agravará tanto, que o nível das taxas de juro reais permanecerá superior ao do crescimento do PIB.

Segundo a concepção dominante, os déficits públicos são os principais responsáveis pelo elevado nível da taxa de juro, de modo que, uma redução dos mesmos deverá fazer baixar as taxas de juro. A hipótese básica é que a taxa de juro real reflete as tensões nos mercados de bens: um nível elevado desta corresponde a um excesso de demanda, isto é, a uma insuficiência da poupança. Todo aumento da demanda devida a um aumento do déficit público provoca uma alta na taxa de juro real e uma queda na produção. Então, a baixa das taxas de juro e o retorno a um crescimento equilibrado necessitam de uma política orçamentária restritiva. Esta não pode exercer senão um impacto positivo sobre o crescimento econômico, porque ela reduz “a substituição” das despesas privadas pelas despesas públicas. É este quadro, inspirado no paradigma neoclássico, que orienta as recomendações da OCDE e do FMI, e que constitui a doutrina oficial dos principais países industrializados.

Esta visão parece largamente ultrapassada pelos fatos. Existe uma abundante literatura sobre a relação entre a dívida pública e a taxa de juro. Esta não consegue estabelecer a existência de um efeito de substituição das despesas privadas pelas despesas públicas através da alta das taxas de juro (Paraponaris, 1994). Por outro lado, se fosse verdadeiro que o nível das taxas de juro reais é comandado pelas tensões dos mercados de bens, este nível deveria se elevar quando a demanda fosse maior que a oferta – nos períodos de inflação rápida e de forte utilização da capacidade produtiva. Ora, essa asserção não mais se verificou: deste modo, os países da União Européia experimentaram uma alta espetacular

das taxas de juro reais nos anos 80, enquanto havia um nível alto de margens de capacidades não-utilizadas (Créel & Sterdynick, 1995). A hipótese do excesso de demanda ou da insuficiência de poupança, portanto, não tem fundamento. Assentar as políticas económicas sobre um tal erro de diagnóstico não pode senão conduzir a desilusões.

Parece então que o nível elevado das taxas de juro reais não corresponde mais a uma insuficiência da poupança ou a um excesso estrutural da demanda no mercado de bens, que seria causado pelos déficits públicos. Como já foi mostrado, os déficits públicos são o efeito do nível elevado das taxas de juro. Estas têm uma origem essencialmente financeira. Dois fatores explicativos foram postos em discussão: o endurecimento das políticas monetárias, de uma parte, e a flexibilização financeira que deu um peso importante aos rentistas e à especulação, de outra. É trabalhando sobre essas causas que as políticas públicas reencontrarão sua eficácia e que as taxas de juros reais baixarão.

### 5.3. Enquadrar os mercados financeiros

A liberalização financeira concedeu um poder exorbitante aos mercados e reduziu, consideravelmente, o papel das políticas monetárias. Muito se tem discutido sobre a estratégia, por conseguinte para restaurar a eficácia da política monetária em face do capital internacional. Duas concepções se opõem a esse respeito, a corrente do pensamento liberal acentua a “credibilidade” da política monetária. Segundo esta concepção, a impotência das políticas monetárias diante da especulação, em situação de mobilidade perfeita dos capitais, pode ser explicada a partir das antecipações auto-realizadoras. Em outros termos, os mercados provocam as crises cambiais ao antecipá-las. São os ataques especulativos que causam as modificações da política económica.

Quando uma moeda é atacada, podem ocorrer dois equilíbrios de longo prazo, segundo a reação do Banco Central:

- ou o Banco Central é reputado como fraco (*wet central bank*), caso em que o ataque conduz a uma depreciação imediata da moeda; a depreciação provém de uma falta de credibilidade da política monetária;
- ou o Banco Central é forte (*dry central bank*); e reage ao ataque através de uma política monetária restritiva. Esta reação, sendo antecipada, faz com que a taxa cambial se valorize imediatamente.

Uma segunda concepção de política monetária, de inspiração keynesiana, considera que a credibilidade não é um escudo suficiente contra a instabilidade causada pela especulação. A idéia central é que os mercados financeiros não podem mais se auto-regular e estão sujeitos ao “risco sistêmico”(Aglietta et al. 1990).

Por “risco sistêmico” entende-se um risco de instabilidade global que resulta da propagação dos movimentos especulativos nos mercados, quando a interação dos comportamentos individuais, longe de desembocar em ajustes corretivos, agrava os desequilíbrios. A “crise sistêmica” é ligada ao funcionamento do próprio sistema e não pode ser resolvida por uma regulação, de origem externa (extra-mercado), efetuada pelas autoridades monetárias.

### **Coordenação internacional das políticas econômicas**

A ação reguladora realizada pelas autoridades pode tomar duas formas principais. Em primeiro lugar, trata-se de pôr em prática uma forte coordenação das políticas econômicas entre as principais potências econômicas e financeiras. O objetivo principal desta medida é enviar os sinais coerentes aos mercados, de modo a prover uma “ancoragem” às antecipações dos operadores. Como a finança especulativa se traduz por desequilíbrios múltiplos correspondentes às antecipações diferentes, o único meio de encontrar o “bom” equilíbrio é suscitá-lo pela fixação de objetivos articulados de política econômica. Tais tentativas de coordenação se manifestaram por ocasião dos encontros do G-7, mas malograram até aqui, pois os nacionalismos monetários continuam muito fortes, até enquanto a finança se encontra universalizada. Pode-se constatar, no decurso do período recente, que as crises financeiras internacionais, freqüentemente, têm por origem uma falha na coordenação das políticas nacionais. Desse modo, a crise da bolsa, de outubro de 1987, irrompeu por um desacordo público entre as autoridades americana e alemã quanto à política das taxas de juro; os alemães opondo-se à política monetária americana frouxa. Do mesmo modo, a crise cambial que desestabilizou o sistema monetário europeu em 1992/93 foi provocada pelo fato de que a Alemanha, sob o choque expansionista da reunificação, impôs políticas inadequadas a seus parceiros expostos à recessão.

### **Taxação e regulamentação das operações especulativas**

A segunda série de medidas que permitiram reduzir a especulação consistiu em proceder-se a uma taxa e a uma nova regulamentação das operações financeiras. O objetivo é o de frear a mobilidade do capital e limitar a ação do risco nos mercados. Uma das razões da desconexão entre a economia real e o capital especulativo é que este último adquiriu uma velocidade de rotação rápida demais. Os preços e as transações nos mercados financeiros desenvolvem-se à velocidade da luz, graças à liberalização e as inovações tecnológicas, enquanto as trocas de bens e serviços eram por natureza, muito mais lentas. Convém reduzir esta diferença, entre as velocidades de ajuste das esferas real e financeira porque esta é fonte de instabilidade, como foi mostrado, notadamente por Dornbusch (1976), a propósito das taxas cambiais.

Keynes já tinha sugerido, em 1936, que uma taxa sobre as transações financeiras teria um peso crescente para os operadores “fundamentalistas” e

reduziria a importância da especulação. Resgatando esta idéia, Dornbusch e Tobin (1978; 1995) propuseram a imposição de uma taxa uniforme e universal sobre as transações cambiais. Seria suficiente uma taxa fraca para desencorajar as transações especulativas a curto prazo: uma taxa de 0,5% sobre as arbitragens internacionais, que se traduzem por um vai-e-vem entre duas moedas, conduziria a um sobrecusto de 40% em ritmo anual, para operações de três meses, de 12% para operações de um mês, ....Esta transação pesaria pouco sobre o setor produtivo e, em contrapartida, seria de natureza a desencorajar a maioria dos movimentos especulativos.

Esta proposição é freqüentemente criticada por sua falta de realismo. É verdade que ela não seria eficaz, a não ser que todas as praças financeiras a pusessem em prática. Ou os interesses que seriam atingidos por esta medida são tão importantes e poderosos que as autoridades públicas ainda não ousaram passar à ação.

Hoje, admite-se consensualmente que se tornaram necessárias novas políticas de regulamentação. A liberalização financeira deve, com efeito, vir junto a uma regulamentação preventiva rigorosa. Isto é, a liberdade atual dos operadores deve ter, em contrapartida, respeito às normas estritas de boa gestão e de prudência. O risco sistêmico parece ainda mais importante, já que uma parte considerável das operações escapam a toda forma de controle. Esta observação se aplica, particularmente, aos mercados de derivativos de balcão, cujo crescimento selvagem dos últimos anos é inquietante.

Dois concepções de regulamentação preventivas se opõem. Existe a concepção liberal segundo a qual a disciplina do mercado é suficiente para eliminar os comportamentos “erráticos”. Basta, então incitar os operadores a praticar um controle interno rigoroso para evitar os excessos. Esta é a posição do Comitê de Basileia, encarregado de propor medidas de fiscalização dos mercados.

Se se considera que os mercados não podem auto-regular-se, é claramente necessário criar um controle e uma regulamentação preventiva mais restrita. Seria necessário, sem dúvida, que uma crise financeira grave se produzisse para que se impusessem, verdadeiramente, esta concepção de regulação pública dos mercados financeiros.

#### **5.4. Abandonar o dogma do monetarismo**

As políticas econômicas recentes obedecem aos preceitos monetaristas, isto é, à prioridade dada à estabilidade e à política monetária. O Tratado de Maastricht, que procura construir a Europa em torno do processo de integração monetária, constitui a ilustração mais espetacular desta concepção. A prioridade

dada à política monetária, que se traduz no plano institucional pela independência dos bancos centrais, foi um fator de desestabilização. Porque ela levou à coexistência de uma política monetária restritiva e de uma política orçamentária expansionista, na maioria dos países industrializados. Ou, como se viu, esta *policy-mix* teve grande participação no desencadeamento da alta das taxas de juro, o que detonou o crescimento dos déficits públicos. Sair deste círculo vicioso implica que esta *policy-mix* seja invertida, isto é, que as políticas de saneamento das finanças públicas sejam associadas a uma flexibilização das políticas monetárias a fim de assegurar uma queda das taxas de juro.

Pode-se rezear que o contexto institucional não viabiliza esta reorientação das políticas económicas. Porque a independência do Banco Central não favorece nem um pouco a articulação dos instrumentos de regulação macroeconómica nas mãos das autoridades públicas; e o fato de que a estabilidade monetária seja o objetivo prioritário do Banco Central conduzirá o Banco, a preferir a restrição ao afrouxamento monetário.

Existem, pelo menos, duas razões para recolocar em questionamento, atualmente, o papel dominante conferido à política monetária no final dos anos 70. Em primeiro lugar, sabe-se que ela perdeu sua eficácia no contexto atual de perfeita mobilidade internacional do capital. Somente as autoridades monetárias dos países emissores de moedas de reserva (Estados Unidos, Alemanha, Japão) podem pretender ter um certo domínio sobre sua taxa de juro doméstica. Esta variável escapa ao controle de todos os outros países, sobretudo quando eles participam de um sistema de câmbio estável, como é o caso para os países (com exceção da Alemanha) membros do mecanismo cambial europeu.

O segundo motivo para pôr em questionamento a supremacia da política monetária é que a luta contra a inflação não é mais o problema maior dos países industrializados, em meados dos anos 90. A inflação foi vencida em profundidade e o objetivo prioritário passou a ser o retorno ao caminho do crescimento económico durável e criador de emprego. Não se pode esquecer que os ataques especulativos suportados pelas moedas europeias em 1992/93, os mais violentos em mais de vinte anos, foram causados pela inquietude dos mercados diante da recessão e do crescimento do desemprego. É, então, evidente que a adoção das políticas monetárias restritivas tornou-se inadequada e perigosa.

## **5.5. Definir os novos princípios de política económica**

Para os mercados, as políticas liberais não são mais confiáveis, é o que explica o crescimento da instabilidade financeira em meados dos anos 90. Os mercados duvidam – e com razão – que as políticas atuais possam resolver os grandes problemas económicos atuais, a saber: o desemprego e os déficits

públicos. Mas o que os mercados não vêem é que são eles próprios, em grande medida, responsáveis pela crise atual. Porque é sob sua pressão (ou sob sua “ditadura”) que as autoridades monetárias foram levadas a adotar políticas restritivas que, como mostramos, terminaram por elevar as taxas de juro reais e os déficits públicos, e por diminuir o crescimento.

O primeiro problema para resolver é eliminar a diferença importante entre a taxa de juro e a taxa de crescimento: de 1990 a 1994, em média, nos principais países industrializados, as taxas de juro reais elevaram-se a 5,4%, enquanto que o crescimento caiu a 1,9% (veja as Tabelas 1 e 2). O fato de que uma tal diferença perdure significa que as políticas atuais são insustentáveis. Pois a análise econômica elementar mostra que uma tal configuração constitui um obstáculo à acumulação de capital e, por conseguinte, ao crescimento.<sup>26</sup> Por outro lado, viu-se que o “efeito de tesoura” entre a taxa de juro e o crescimento foi a origem dos déficits públicos e da instabilidade financeira recente. Quais princípios deveriam guiar as políticas macroeconômicas – monetárias e orçamentárias – para sair do impasse atual?

### **A flexibilização necessária das políticas monetárias**

O objetivo prioritário das políticas monetárias deve ser baixar as taxas de juro para as reconduzir ao nível da taxa de crescimento do PIB. O afrouxamento monetário foi encetado no início dos anos 90, mas manteve-se insuficiente: as taxas de juro permaneceram bastante superiores à taxa de crescimento do PIB, como mostra a Tabela 15. Para ser bem sucedida, esta política de queda das taxas deve satisfazer duas séries de condições. Em primeiro lugar, a baixa das taxas de juro deve ser geral e combinada entre os principais países industrializados, em virtude da interdependência atual dos sistemas financeiros nacionais.<sup>27</sup> Em segundo lugar, é necessário que o conjunto das taxas de juro seja afetado por esta queda. As autoridades monetárias não controlam senão as taxas de curto prazo. Contudo as taxas de longo prazo são as mais estratégicas para o financiamento dos investimentos produtivos e da dívida pública. Segundo a mais propalada teoria da estrutura das taxas de juro, as taxas de juro de longo prazo correspondem àquelas de curto prazo antecipadas para o futuro, acrescidas de um “prêmio de

---

(26) Esta condição foi colocada, primeiramente, pelas teorias do crescimento chamadas de “regra de ouro”. Esta idéia do crescimento ótimo – o que maximiza o consumo a longo prazo – é obtida quando a taxa de juro é igual à taxa de crescimento da produção.

(27) Se os principais países industrializados não baixarem conjuntamente suas taxas de juro, as diferenças de taxas crescerão entre as principais moedas, o que traz o risco de acarretar movimentos de capitais desestabilizadores. A análise econômica (trata-se da teoria da paridade das taxas de juro não-cobertas) ensina, com efeito, que são as diferenças de rendimentos antecipados dos ativos expressos nas diferentes moedas que suscitam os movimentos internacionais de capitais.

risco”.<sup>28</sup> Este prêmio de risco depende, notadamente, da credibilidade da política monetária e que se funda, segundo a moderna teoria (Barro & Gordon, 1983) sobre a noção de “coerência temporal”: uma política não é julgada séria, se ela é insustentável no tempo, isto é, se ela é suscetível de ser posta em questionamento no futuro.

Tabela 15  
Evolução das taxas de juro de curto e de longo prazos e do crescimento do PIB  
Taxa de juros nominais e taxa de crescimento anuais em %

	1990	1991	1992	1993	1994
Estados Unidos					
Taxas de juro de curto prazo	7,8	5,5	3,5	3,1	4,6
Taxas de juro de longo prazo	8,6	8,1	7,7	6,6	7,4
Crescimento do PIB nominal	5,6	3,2	5,2	5,4	6,2
Japão					
Taxas de juro de curto prazo	7,8	7,4	4,4	3,0	2,3
Taxas de juro de longo prazo	7,5	6,7	5,3	4,0	4,2
Crescimento do PIB nominal	7,2	6,3	2,6	0,6	0,7
Europa dos 12					
Taxas de juro de curto prazo	11,6	11,0	11,2	8,6	6,7
Taxas de juro de longo prazo	11,0	10,3	9,9	8,1	8,2
Crescimento do PIB nominal	8,4	7,2	5,3	3,1	5,2

Fonte: Economie Européenne; Perspectives Economiques de l'OCDE.

No curso do período recente, a baixa significativa das taxas de juro de curto prazo, decidida pelas autoridades monetárias dos principais países industrializados, nem parcialmente repercutiu sobre as taxas de longo prazo, como mostra a Tabela 15. Deste modo, para a Europa dos 12, de 1990 a 1994, as taxas de juro de curto prazo abaixaram em cinco pontos, enquanto que as taxas de juro de longo prazo não acompanharam o movimento de afrouxamento além de três pontos, aproximadamente. Constata-se, então, que a diferença entre as taxas de longo e as de curto prazo tende a aumentar, recentemente. Logo, haveria um aumento do prêmio de risco, o que pode ser interpretado como uma perda de credibilidade das políticas monetárias.

No total, uma baixa coordenada das taxas de juro na economia mundial seria muito mais eficaz para reduzir os déficits públicos, do que as políticas atuais de alta de impostos e de diminuição das despesas públicas de custeio ou de capital. A título de ilustração, para os países do G-7, onde a razão média dívida pública/PIB é da ordem de 60%, uma baixa de 2 pontos da taxa de juro sobre a dívida pública reduziria os déficits públicos em 1,2% do PIB, ou seja, aproximadamente um terço de seu nível, em meados dos anos 90. Reaproximar-

(28) Esta exposição da estrutura temporal das taxas de juro corresponde à teoria conhecida como “o habitat preferido”, que explica o fato de as taxas de juro de longo prazo serem, geralmente, superiores às taxas de curto prazo, devido aos riscos ligados à incerteza do futuro.

se-ia, então, de uma situação de estabilização do peso da dívida pública porque, para os países do G-7, a diferença entre a taxa de crescimento potencial do PIB (da ordem de mais de 3%) e a taxa de juro aparente da dívida, estimada em 5%, tenderia a desaparecer.

### **Impõe-se uma gestão diferente das finanças públicas**

É igualmente necessário rever os princípios segundo os quais a política orçamentária é definida, atualmente, nos países industrializados. De acordo com a ortodoxia liberal atual, a ação orçamentária deve ser totalmente subordinada ao objetivo de reduzir os déficits públicos, de modo a minorar o temor dos mercados. Pouco importa a natureza do déficit e a maneira como ele é reduzido. Toda forma de desengajamento do Estado é favorável à economia. Uma tal concepção é, evidentemente ineficaz e perigosa. Ela está em completo desacordo com relação aos ensinamentos da análise econômica.

Os próprios teóricos liberais evoluíram recentemente e admitem o papel positivo realizado pelo Estado no crescimento.<sup>29</sup> Eles apresentaram modelos de “crescimento endógeno” que acentuam a importância, para o crescimento, dos investimentos no âmbito da infraestrutura, da formação, da pesquisa e do desenvolvimento (Guellec & Ralle, 1995). Em todos estes casos, justifica-se a intervenção do Estado.

Do mesmo modo, uma releitura da obra de Keynes revela que este tinha uma concepção de política orçamentária bem diferente desta que é apresentada por seus detratores liberais (Orio & Quilles, 1993). Nos seus escritos do pós-guerra,<sup>30</sup> Keynes sugeriu que se distinguíssem dois orçamentos:

- um orçamento corrente ou ordinário, que deveria ser, idealmente, inteiramente financiado pelo imposto;
- um orçamento de investimento (*capital budget*), que conteria o programa de investimento público de longo prazo e que seria financiado por empréstimo.

A este respeito, a prática orçamentária que o Japão adotou no passado é interessante, pois ela mostra que as proposições “keynesianas” são operacionais. Neste país, com efeito, o Estado dispõe de um orçamento geral, que administra com rigor<sup>31</sup> e que executa seu papel conjuntural de sustentação da atividade; acrescenta-se um programa orçamentário de investimentos e de empréstimos, como um “segundo orçamento”, cujo montante é próximo a 60% do orçamento geral. Esse é destinado à execução e ao financiamento de longo prazo dos projetos de investimentos do setor público e dos organismos governamentais. A vantagem

---

(29) Trata-se da escola dos “novos clássicos”, cujos principais representantes são os economistas americanos Barro, Lucas e Romer.

(30) Por exemplo, *White Paper* sobre a política de emprego (1944).

(31) De 1990 a 1994, o orçamento público global do Japão apresentou um saldo positivo igual a 0,5% do PIB.

desta gestão orçamentária é clara: ela permite colocar em um horizonte plurianual as prioridades do Estado em matéria de investimentos públicos, assim como os meios de financiamento que serão mobilizados. Uma tal política permite enviar uma mensagem clara ao conjunto dos agentes econômicos, sobre as intenções do Estado.

A execução das políticas orçamentárias definidas segundo estes princípios teria uma tripla vantagem em relação à situação atual:

- ela introduziria um maior rigor na gestão das finanças públicas;<sup>32</sup>
- ela reasseguraria aos mercados a credibilidade das políticas orçamentárias, com os efeitos benéficos que isto comportaria (redução da instabilidade, baixa das taxas de juro de longo prazo);
- ela permitiria salvaguardar o papel positivo do Estado no crescimento, no que concerne aos investimentos públicos.<sup>33</sup>

## Conclusão

Pode-se resumir a análise apresentada neste estudo, observando-se que as políticas econômicas liberais vivem um impasse, em meados dos anos 90: flexibilizando os sistemas financeiros, as autoridades responsáveis colocaram-se à mercê dos mercados. Estes últimos impuseram políticas rigorosas, que engendraram um afrouxamento do crescimento, assim como um aumento dos desequilíbrios e da instabilidade econômica e financeira. O círculo vicioso da dívida pública, alimentado pela alta das taxas de juro causada pelas políticas monetaristas e liberais, é a melhor ilustração do fracasso destas últimas.

Somente uma política cooperativa de re-regulamentação financeira, acompanhada de um afrouxamento monetário acoplado a uma política orçamentária rigorosa, reabilitando o papel motor das despesas públicas, poderia retirar a economia dos países industrializados da situação atual de instabilidade e de crescimento lento. Em outros termos, é necessário proceder-se a um questionamento radical dos princípios que inspiraram as políticas liberais, desde o final dos anos 70.

Dominique Plihon é professor da  
Universidade de Paris-Nord, Paris, França.

## Referências bibliográficas

AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1995. (Repères, n.166)

---

(32) Deste modo, as autoridades ligadas aos orçamentos deveriam renunciar a certas práticas aberrantes, como o destino das receitas de privatização para financiamento das despesas de funcionamento ou de transferências do Estado, como se viu no caso da França, recentemente.

(33) Deve-se lembrar, a este respeito, que na maior parte dos países industrializados, a participação no PIB das despesas públicas em capital tendeu a diminuir, o que é inquietante para o crescimento futuro.

- ALBERT, M. et al. Corporate governance, le gouvernement d'entreprise. *Revue d'Economie Financière*, n. 31, 1994.
- BARRO, R.; GORDON, D. Rules, direction and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 1983.
- BASLE, M.; MAZIER, J.; VIDAL, J-F. *Quand les crises durent*. Paris: Economica, 1993.
- BILLAUDOT, B. *Dynamiques macroéconomiques à court et à moyen terme, dans La théorie de la Régulation: l'état des savoirs*. Paris: La Découverte, 1995.
- BOSWORTH, B. *Saving and investment in a global economy*. Washington, DC: The Brookings Institution, 1993.
- BOURGUINAT, H. La Tyrannie des marchés. Essai sur l'économie virtuelle. *Economic*, 1995.
- BOYER, R. *La théorie de la Régulation. Une analyse critique*. Paris: La Découverte, 1987. (Coll. Agalma)
- CARTAPANIS, A. Le rôle déstabilisant des mouvements de capitaux sur le marché des changes. *Cahiers Economiques et Monétaires*, n. 43, 1994.
- CHESNAIS, F. *La mondialisation du capital*. Paris: Syros, 1995.
- CREEL, J.; STERDYNIK, H. Les déficits publics en Europe: causes, conséquences ou remèdes à la crise? *Document de Travail de l'OFCE*, n. 95-01, jan. 1995.
- DUBOIS, P. Ruptures de croissance et progrès technique. *Economie et Statistique*, 1987.
- FARNETTI, R. *Le royaume désuin, l'économie britannique et les multinationales*. Paris: Syros, 1995.
- FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions. *Econometrica*, n.4, Oct. 1933.
- FITOUSSI, J-P *Le débat interdit: monnaie. Europe, pauvreté*. Paris: Arléa, 1995.
- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL. *World Economic Outlook*, May 1995.
- GALBRAITH, J.K. *Brève histoire de l'euphorie financière*. Paris: Seuil, 1995.
- GOLDSTEIN, M. et al. International capital markets. Exchange rate management and international capital flows. *World Economic and Financial Surveys*, Washington, 1993.
- GUELLEC, D.; RALLE, P. *Les nouvelles théories de la croissance*. Paris: La Découverte, 1995. (Repères)
- GUTTMANN, R. *How credit shapes the economy: the United States in a global system*. Armonk: M.E. Sharpe, 1994.
- \_\_\_\_\_ A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.7, p. 51-83, dez. 1996.
- HICKS, J. *The crisis in keynesian economics*. Oxford: Basic Blackwell, 1974.
- KALDOR, N. Speculation and economic activity. *Review of Economic Studies*, v. 7, n.1, 1939.
- KEYNES, J.M. *A tract on monetary reform*. MacMillan, 1923.

- KEYNES, J.M. *General theory on employment, interest and money*. MacMillan, 1936.
- KINDLEBERGER, C. *Histoire mondiale de la spéculation financière* Editions P.A.U. 1994.
- McKINNON, R. Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 4, 1989.
- MINSK, Y H. *Inflation, recession and economic policy*. Wheatsheaf Books, 1982.
- MONTGOMERY, J. Les marchés de la dette publique à l'heure des transformations. *Finances et Développement*, dec. 1994.
- OLIVEIRA-MARTINS, J.; PLIHON, D. L'impact des transferts internationaux d'épargne sur les déséquilibres extérieurs. *Economie et Statistique*, n. 232, mai 1990.
- \_\_\_\_\_ ; \_\_\_\_\_ *Transferts internationaux d'épargne et intégration financière, "dans l'épargne"*. Paris: PUF, 1993.
- ORIO, L.; QUILES, J-J. *L'économie keynésienne, un projet radical*. Circa, Nathan, 1993.
- PARAPONARIS, A. *Une analyse de la relation dette publique-taux d'intérêt en France sur la période récente*. Etude présentée aux XIèmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, 1994.
- PISANI-FERRY, J. *L'épreuve américaine, les Etats-Unis et le libéralisme*. Paris: Syros, 1988.
- PLIHON, D. Mouvements de capitaux et instabilité monétaire. *Cahiers Economiques et Monétaires*, Paris, n. 43, 1994.
- \_\_\_\_\_ Liquidité et investissement, une lecture keynésienne des mutations financières récentes et de leurs conséquences. *Cahiers de l'ISMEA*, oct./dec.1995.
- POLLIN, R. Destabilizing finance worsened this recession. *Challenge*, Mar./Apr. 1992.
- SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981.
- TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, v. 4, 1978.
- \_\_\_\_\_ et al. Two cases for sand in the wheels of international finance, in Policy forum: sand in the wheels of international finance. *The Economic Journal*, n.105, Jan.1995.

### Resumo

Este artigo descreve como as políticas liberais, adotadas pelos países industrializados, desde o final dos anos 70, criaram uma grande instabilidade financeira e a ocorrência de desequilíbrios. Utiliza como exemplos os membros do G-7, particularmente a França. A globalização e a liberalização financeira criaram uma defasagem importante entre a taxa de juro e o crescimento económico. Essa defasagem resultou, nos anos 90, em um círculo vicioso: redução do crescimento económico, alta das taxas de juro, aumento da dívida pública e desregulamentação dos mercados financeiros e de trabalho.

**Palavras-chave:** Globalização financeira; Finanças públicas; Desregulamentação.

**Abstract**

This article explains how the policies adopted by the industrialized countries since the end of the seventies implied great financial instability and the occurrence of disequilibrium. It is based upon data of G-7 members, particularly France.

Globalization and financial deregulation created an important gap between interest and growth rates. This gap led to a vicious circle in the nineties: slower growth, higher interest rates, higher public debt and deregulation of financial and labor markets.

**Key-words:** Financial globalization; Public finance; Deregulation.