

**Keynes e a hierarquia de moedas:
possíveis lições para o Brasil**

**Daniela Magalhães Prates
Marcos Antonio Macedo Cintra**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 137, out. 2007.
ISSN 0103-9466**

Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil

Daniela Magalhães Prates¹

Marcos Antonio Macedo Cintra²

Introdução

Keynes sempre se manteve fiel a alguns objetivos fundamentais: um mundo sem desemprego e sem grandes desigualdades entre as classes e as nações, o que exigiria uma gestão racional da economia pelo Estado. Um acordo monetário e financeiro internacional, que instituísse uma moeda bancária internacional, suprimindo o papel estabilizador exercido pelo ouro – enquanto instrumento universal da preferência pela liquidez – seria essencial para atingir esses fins. Isso porque uma ordem monetária internacional, ancorada seja nesse metal, seja numa moeda-chave, emitida pela potência hegemônica, reproduziria a hierarquia de moedas e, assim, as assimetrias nos processos de ajustamento externo entre países credores e devedores.

Este capítulo pretende resgatar as reflexões de Keynes sobre as questões monetárias internacionais, que permearam sua obra e culminaram em sua proposta apresentada na Conferência de Bretton Woods (abril-junho de 1944). Isso porque, tais reflexões revelam-se atuais e úteis para a compreensão dos dilemas enfrentados pelos países periféricos, entre os quais o Brasil, no manejo da sua política macroeconômica no sistema monetário internacional contemporâneo, ancorado no dólar fiduciário, no regime de câmbio flutuante e na livre mobilidade dos fluxos internacionais de capitais. Vale destacar que o debate atual sobre os regimes cambiais e monetários mais adequados para esses países, apesar de intenso, tem desconsiderado, de forma geral, uma das questões centrais destacada por Keynes: as restrições impostas pela existência de uma

(1) Professora do Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) desse Instituto. Pesquisadora do CNPq.

(2) Professor do IE/Unicamp e pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri) desse Instituto. Pesquisador do CNPq.

hierarquia entre as moedas nacionais, que atingem, principalmente, as economias emissoras de moedas não-conversíveis, que se situam na base dessa hierarquia, quais sejam, as emergentes.

Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na primeira seção, realiza-se um resumo das reflexões de Keynes sobre a dinâmica assimétrica de um sistema monetário internacional ancorado numa hierarquia de moedas e suas propostas para reformá-lo. Na segunda seção, mostra-se que a hierarquia de moedas revela-se ainda mais assimétrica e perversa para os países emissores de moedas não-conversíveis no sistema monetário internacional contemporâneo, dado o caráter fiduciário do dólar e o contexto de ampla mobilidade de capitais. Na terceira seção, a partir da hipótese de que uma reforma do sistema monetário internacional nos moldes propostos por Keynes em Bretton Woods continua sendo utópica, se apresentam: (i) as alternativas de política que dispõem os países periféricos para ampliar a autonomia da gestão macroeconômica e reduzir sua vulnerabilidade às reversões súbitas dos fluxos de capitais; e (ii) as opções adotadas pelas autoridades políticas e econômicas brasileiras no período recente. Seguem-se algumas considerações finais.

1 Keynes e a hierarquia de moedas

Desde o início da sua carreira, Keynes se interessou pelas questões econômicas internacionais e, mais precisamente, pelas questões monetárias e financeiras, como teórico, mas também como funcionário e negociador do governo britânico e especulador no mercado financeiro. Na verdade, foram essas questões que despertaram seu interesse pela economia. Seu trabalho no *Indian Office* (Ministério dos Negócios das Índias), entre outubro de 1906 e julho de 1908, o levou a se debruçar sobre os problemas monetários da Índia e sobre o funcionamento do sistema monetário internacional. A partir dessa experiência, seu primeiro livro *Indian Currency and Finance* (1913) já continha fragmentos das suas posições sobre a reforma do sistema monetário internacional, sobretudo a crítica à lógica do mecanismo de ajuste automático do balanço de pagamentos no regime do padrão-ouro, que ele desenvolveria nas décadas seguintes (Dostaler, 2005).

Keynes (1913) já questionava a utilização do ouro como principal instrumento de reserva internacional. Para ele, o padrão-ouro sacrificava o pleno emprego e a estabilidade de preços em prol da estabilidade da taxa de câmbio, uma vez que os objetivos da estabilidade da taxa de câmbio, dos preços internos e do pleno emprego eram contraditórios. Ele propôs, então, a partir da experiência do sistema monetário e financeiro da Índia, uma reforma monetária internacional com características similares às do *gold-exchange standard*, no qual prevalece a sistemática de compra e venda de moedas conversíveis em relação ao ouro. O sistema financeiro internacional seria estruturado para prevenir a escassez das reservas de ouro, que gradualmente perderia o papel de instrumento de reserva internacional. Premonitório, Keynes (1913, p. 36) afirmou: “a utilização de uma moeda local, conversível e mantida ao par com a moeda internacional, (...) [seria] a moeda ideal do futuro”. Seu clamor foi escutado pelos assessores do presidente americano, Richard Nixon, quando em agosto de 1971 eliminaram “a relíquia bárbara” do sistema monetário internacional, estabelecendo o dólar como a primeira moeda reserva global sem lastro da história.

Assim, uma das idéias fundamentais de Keynes, a necessidade de uma gestão racional da moeda e da economia, já estava presente nessa obra inaugural (Dostaler, 2005). No percurso das obras seguintes, a primazia do equilíbrio interno e da livre escolha de política econômica frente à rigidez das taxas de câmbio foi salientada de forma recorrente. A estabilidade financeira internacional deveria ser organizada de forma a permitir, a cada país, a consecução dos objetivos nacionais de pleno emprego, crescimento e estabilidade de preços. Contudo, na proposição concreta de reformas, o pragmatismo de Keynes o levava a modificar constantemente suas posições.

No *Tract on Monetary Reform* (1923), Keynes mostrou que o padrão-ouro não era um sistema de ajustamento automático (*self-managing system*), mas que sua operação dependia da política e que interesses nacionais poderiam divergir. Somente quando o sistema entrou em colapso em 1931, as autoridades e os agentes econômicos compreenderam o alcance das suas afirmações. Neste livro, Keynes também analisa detalhadamente os fatores determinantes das taxas de câmbio, ressaltando aspectos relevantes para a reflexão atual sobre a dinâmica dos mercados cambiais. No capítulo 3, além de apresentar (e defender)

a teoria de paridade do poder de compra, o autor introduz a teoria da paridade da taxa de juros na discussão sobre a relação entre as taxas de câmbio no mercado à vista e a termo. No capítulo 5, por sua vez, Keynes sugere que as intervenções dos bancos centrais (especialmente, o Banco da Inglaterra) nesses dois mercados podem ampliar os graus de liberdade da política monetária doméstica.

Depois, no *Treatise on Money* (1930), argumentou que o objetivo central da política monetária deveria ser a manutenção de uma taxa de juros consistente com o pleno emprego, o que era incompatível com uma atitude passiva diante dos fluxos internacionais de ouro. É importante retomar alguns aspectos da análise de Keynes no capítulo 36 do *Treatise on Money* (1930), no qual trata da relação entre a gestão internacional do dinheiro e a autonomia de política doméstica. Em um parágrafo desse capítulo, Keynes resume o que seria o principal dilema de um sistema monetário internacional (por sinal, um dos objetivos da proposta da *Clearing Union* é resolver esse dilema): “preservar as vantagens da estabilidade das moedas locais dos vários membros do sistema em termos do padrão internacional e preservar, ao mesmo tempo, uma adequada autonomia local para cada membro sobre sua taxa de juros e seu volume de empréstimos estrangeiros” (Keynes, 1930, p. 272).

Nas páginas seguintes, Keynes examinou as alternativas de políticas que as autoridades econômicas nacionais teriam para lidar com esse dilema, ou seja, para ampliar a autonomia da política doméstica num sistema monetário internacional ancorado num regime de taxa de câmbio fixa e na livre mobilidade de capitais. Ele estava, na realidade, analisando o que a literatura contemporânea chamou de “trindade impossível”.

Ressaltou ainda outro aspecto central no ajustamento externo das economias abertas, também presente no contexto contemporâneo: as diferentes velocidades de ajuste entre a conta comercial e a conta financeira. Na passagem a seguir, o *trade-off* entre livre mobilidade de capitais e autonomia de política num contexto de rigidez da conta comercial no curto prazo fica explícito:

Esse alto grau de mobilidade de curto prazo dos empréstimos internacionais, combinado com um baixo grau da mobilidade de curto prazo do comércio internacional, significa – falhando as medidas para lidar com o primeiro – que mesmo uma pequena e temporária divergência da taxa de juros doméstica em relação ao padrão internacional tende a limitar indevidamente o poder de lidar

com sua situação doméstica de forma a manter a estabilidade interna e o ótimo de emprego (Keynes, 1930, p. 276).

Nesse capítulo, Keynes analisou três opções de política que possibilitariam o aumento da autonomia de política mantendo o *status quo* (ou seja, os traços básicos do padrão-ouro então vigente, inclusive a livre mobilidade de capitais): i) o acúmulo de reservas; ii) a ampliação da banda entre os *gold points*, que pode ser interpretada como uma maior flexibilidade cambial; iii) as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio a termo, resgatando a idéia apresentada seminalmente no *Tract*. Como destaca Kregel (2006, p. 15): “*Keynes’s conclusion is that Central Banks should use bank rate, the forward rate and flexibility in its bid and offer rates to influence short-term flows*”. Somente no capítulo 38, Keynes apresentará uma proposta de “*supernational management*”, que pode ser considerada um embrião da proposta da *Clearing Union*. Nesse momento do *Treatise on Money* (1930), Keynes apresentou pela primeira vez seu plano de um sistema monetário internacional ideal, administrado por uma instituição supranacional, que deveria assegurar a estabilidade monetária e, ao mesmo tempo, superar as limitações do padrão-ouro. Essa instituição, uma espécie de banco central mundial, teria o poder de emitir um ativo fiduciário (*supernational bank money*, SBM). Esses “certificados de empréstimos” – SBM – sujeitos a uma taxa de juros (taxa de redesconto), juntamente com o ouro, seriam as reservas legais do sistema. A taxa de câmbio entre o SBM e as moedas nacionais seria fixa, expressa em termos de ouro. Todavia, a paridade poderia sofrer alterações dentro de um intervalo prefixado. O banco central mundial teria poder para realizar operações de *open-market*, a fim de regular a liquidez internacional. Ele poderia emprestar SBM aos bancos centrais nacionais que enfrentassem desequilíbrios temporários de balanço de pagamentos na proporção dos seus depósitos de ouro e *securities*. O objetivo essencial era impedir que os países entrassem em um processo de deflação associada com a escassez de ouro. Essencialmente, era um plano para ampliar a base monetária mundial, mantendo o ouro como a moeda reserva em última instância. Duas características desse esquema – “gestão técnica livre de política nacional e poder de criar depósitos” – seriam retomadas no plano de Keynes para a Conferência de Bretton Woods.

Assim, no *Treatise on Money* (1930), Keynes discute as condições de funcionamento de um regime de moeda administrada por um banco central

internacional. A sua problemática era “deslocar as arraigadas crenças e convenções criadas em torno da moeda-mercadoria para um regime de moeda administrada”, a fim de controlar o ciclo de crédito internacional e estabilizar as reservas globais. Nesse regime, a crença dos detentores de riqueza na solidez do padrão monetário conviveria “com mecanismos mais flexíveis de ajustamento e provimento da liquidez entre unidades de produção superavitárias e deficitárias, entre credores e devedores, **tanto no âmbito interno das economias nacionais como na esfera internacional**” (Belluzzo; Almeida, 2002, p. 33; grifos nossos).

Enfim, sua preocupação no *Treatise on Money* (1930) dizia respeito aos dilemas associados à gestão monetária num contexto histórico em que “os constrangimentos internacionais começam a dominar, de forma assimétrica, a ação dos bancos centrais das economias industrializadas” (Belluzzo e Almeida, 2002: 57). De acordo com Keynes, a capacidade de uma economia nacional manter, simultaneamente, as condições de estabilidade interna e o equilíbrio de sua posição internacional dependeriam de seu “poderio financeiro”. Como destacam Belluzzo e Almeida (2002, p. 57):

ao realçar a importância do ‘poderio financeiro’ para determinar a maior ou menor liberdade de execução das políticas monetárias, Keynes estava apontando para a hierarquia entre as moedas nacionais. Pretendia sublinhar a capacidade inferior das economias devedoras e ‘dependentes’ de atrair recursos livres para a aquisição de ativos e bens denominados na moeda nacional. Dessa diferença de poder financeiro nascem importantes assimetrias nos processos de ajustamento de balanço de pagamentos entre países credores e devedores.

Em outras palavras, no *Treatise on Money* (1930), Keynes já apontava a existência de uma hierarquia de moedas, na análise dos diferentes graus de autonomia das políticas monetárias das economias devedoras (Inglaterra) e credoras (França e Estados Unidos) no entreguerras. Assim, a concepção de um banco supranacional aventada vinculava-se às seguintes preocupações: (i) garantir mecanismos mais flexíveis de ajuste e provisão da liquidez entre países superavitários e deficitários em âmbito internacional; (ii) eliminar a assimetria nos ajustes de balanço de pagamentos entre os países, decorrente da sua posição na hierarquia de moedas.

Nos trabalhos preparatórios para a Conferência de Bretton Woods, Keynes voltou a atacar a doutrina do *laissez-faire*, que pressupõe a existência de um mecanismo de ajustamento automático, preservando o equilíbrio do sistema

monetário internacional.³ A idéia básica de Keynes era estender à esfera internacional os princípios bancários aplicados ao âmbito nacional. A *International Clearing Union*, um banco central dos bancos centrais, emitiria uma moeda bancária internacional, o *bancor*, de natureza pública, que liquidaria posições entre os bancos centrais: déficits e superávits dos países resultariam em, respectivamente, reduções e aumentos do *bancor* dos bancos centrais nacionais junto à *International Clearing*. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais, que estariam vinculadas ao *bancor* mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis (Keynes, 1943, 1944; Belluzzo, 2005 e Ferrari Filho, 1999).

O *bancor* não seria passível de entesouramento pelos agentes privados. Teria uma paridade com o ouro, a “reliquia bárbara”, mas este não exerceria nenhuma função ativa na liquidação das transações e contratos em âmbito internacional. No Plano Keynes, esse metal seria uma espécie de “rainha da Inglaterra” do sistema monetário internacional. No seu plano, a única função do ouro era a fixação da unidade de conta da moeda universal, pois um de seus objetivos era “eliminar o papel perturbador exercido pelo ouro enquanto último ativo de reserva do sistema, instrumento universal da preferência pela liquidez” (Belluzzo, 2005, p. 226).

Nesse sistema, os problemas de liquidez ou solvência dos países de menor poder financeiro (ou seja, que ocupam posições desvantajosas na hierarquia monetária) não teriam mais de ser resolvidos “mediante a busca da confiança nos mercados de capitais” (Belluzzo e Almeida, 2002, p. 60). O banco central dos bancos centrais teria a função de administrar de forma consciente as necessidades de liquidez do comércio internacional e os desequilíbrios de balanço de pagamento entre credores e devedores. Com isso, os ajustamentos deflacionários seriam evitados e as economias nacionais poderiam sustentar suas trajetórias em direção ao pleno emprego.

Nesse sentido, ele recomendava a configuração de um sistema cambial de taxas fixas (ao *bancor*), mas ajustáveis de forma cooperativa pelos países membros. De modo geral, os economistas de sua época duvidavam que uma depreciação cambial pudesse conduzir a economia ao equilíbrio; ela poderia ter

(3) Para uma excelente reconstituição dos debates em torno da Conferência de Bretton Woods, ver Scandiucci Filho (2000).

um efeito contrário, se levasse o país a vender suas exportações a um preço muito baixo. A percepção de que sérios desalinhamentos podem ser provocados por um sistema de câmbio flutuante seria redescoberta nos anos 1970/1980. Na época de Keynes, a flutuação cambial não era vista como uma solução para os desequilíbrios de balanço de pagamentos (Skidelsky, 2000).

Mas Keynes também defendeu que a taxa de câmbio fixa poderia se revelar insuficiente para conter as incertezas inerentes à dinâmica das “economias monetárias de produção.”⁴ Por isso, a regulação dos fluxos de capitais de curto prazo pelos bancos centrais nacionais seria necessária para estabilizar as instituições financeiras e garantir a autonomia para a política econômica das economias nacionais. Nesse sentido, afirmou: “a meu ver, toda a administração da economia doméstica depende da liberdade de se ter a taxa de juros apropriada, independentemente das taxas vigentes em outros lugares do mundo” (Keynes, 1980, p. 149).

Assim, outro pilar do sistema proposto por Keynes era os controles sobre os movimentos de capitais de curto prazo, vistos como desestabilizadores. Os controles de capitais deveriam ser uma característica da nova ordem econômica mundial:

Não há país que possa, no futuro, permitir com segurança a fuga de fundos por razões políticas, ou para evadir-se aos impostos domésticos, ou na expectativa de o proprietário tornar-se um refugiado. Igualmente, não há país que possa com segurança receber fundos fugitivos, que constituem uma importância indesejada de capital, e que, no entanto, não pode ser usado com segurança para o investimento fixo (Keynes, 1980, p. 185).

Essa postura em relação à regulação dos fluxos financeiros internacionais decorria, em grande parte, da experiência dos anos 1920, quando os capitais de curto prazo (*hot money*) – induzidos pelos diferenciais de rentabilidade entre os centros financeiros da época (essencialmente, Nova Iorque e Londres) –, subtraíram autonomia das políticas internas e imprimiram alta

(4) Keynes definia as economias capitalistas como “economias monetárias de produção”, pois a condição básica de seu funcionamento é a existência de uma malha de contratos fixados em termos monetários: “o dinheiro se coloca, num amplo campo, entre o ativo real e o proprietário da riqueza. O proprietário efetivo do ativo real financiou-se mediante empréstimo do proprietário real da riqueza. Além disso, é em grande parte por intermédio do sistema bancário que isso foi arranjado. Em outras palavras, os bancos interpuseram, por uma consideração, sua garantia, permanecendo como o real fornecedor e o real tomador do empréstimo. Deram sua garantia ao emprestador de fato; e sua garantia só é boa se o valor monetário do ativo pertencente ao real tomador do empréstimo valer o dinheiro que por ele foi entregue” (Keynes, 1963, p. 47).

instabilidade aos mercados financeiros, o que culminou no *crash* de 1929 e na desestruturação das relações econômicas internacionais nos anos 1930.⁵

Deve ser sublinhado ainda que a proposta de Keynes para a reforma do sistema monetário internacional está condicionada pela defesa dos interesses da Inglaterra. Como afirmou Schumpeter (1952): “O aconselhamento de Keynes era em primeira instância sempre um aconselhamento inglês, nascido de problemas ingleses”. No entanto, havia uma consistência formal no sistema multilateral proposto por Keynes. Um sistema multilateral, que preservasse as vantagens do padrão-ouro, seria a melhor solução, mas se ele não pudesse ser atingido, a Inglaterra deveria ser livre para manejar sua taxa de câmbio e sua política comercial de acordo com seus interesses nacionais. A peça-chave de um sistema ideal para Keynes era que os países deficitários nunca deveriam ser forçados a implementar deflações de preços.

Apesar da consistência formal, havia uma tensão entre o nacionalismo e o internacionalismo de Keynes, que requer uma “*fabulous formula*” para ser superada (Skidelsky, 2000, p. 193). A tendência nacionalista da sua teoria fica clara na sua insistência de que a autoridade nacional deve ter o controle da taxa de juros interna de forma a perseguir o pleno emprego e políticas sociais progressivas. Somente um sistema monetário internacional que garantisse a redistribuição das reservas dos países credores para os devedores poderia satisfazer esses requisitos. Uma resposta moderna poderia ser um sistema de câmbio flutuante. Mas, como já se sugeriu, essa solução não se colocava naquela época. Como destaca Skidelsky (2000, p. 193): “Uma resposta moderna poderia ser um sistema de taxas de câmbio flutuantes. Mas isso estava além da imaginação prática ou teórica daquele tempo, incluindo Keynes”. Também existia uma tensão emocional entre o nacionalismo e o internacionalismo de Keynes, que não era um problema enquanto a Inglaterra “conduzia a orquestra internacional”, mas se tornou quando o bastão passou para os Estados Unidos.

2 A hierarquia de moedas no padrão dólar “flexível, financeiro e fiduciário”

As características fundamentais de um sistema monetário internacional em cada período da história são: a forma da moeda internacional; o regime de

(5) Sobre a postura de Keynes em relação aos controles de capitais, ver também Carvalho e Sicsú (2006).

câmbio e o grau de mobilidade dos capitais. Uma quarta característica, de forma geral negligenciada pela literatura convencional, é a dimensão hierárquica desse sistema. Como destacado na primeira seção, no *Treatise on Money* (1930) Keynes já havia apontado a existência de uma hierarquia de moedas na análise dos diferentes graus de autonomia das políticas monetárias das economias devedoras e credoras no entreguerras. Essas características, por sua vez, moldam o perfil do sistema financeiro internacional em cada período – como também destacou Keynes durante os debates que precederam o acordo de Bretton Woods. Nesta seção pretende-se discutir como a hierarquia de moedas no ambiente contemporâneo pode se revelar ainda mais perversa para os países periféricos emissores de moedas não-conversíveis, dadas as características do sistema monetário internacional após o colapso do acordo de Bretton Woods, em 1971-1973.

Em geral, a moeda internacional deve desempenhar as funções da moeda nacional – meio de liquidação das transações e dos contratos, unidade de conta e reserva de valor – em âmbito global. A partir de um compromisso hierárquico entre os países centrais, que reflete suas relações de poder, estabelece-se uma moeda-chave – a moeda do país hegemônico – uma vez que nunca existiu até o momento uma verdadeira moeda internacional. No entanto, esse compromisso tem um caráter contraditório, pois a moeda-chave é igualmente um ativo financeiro, em concorrência com as outras divisas (Brunhoff, 1996). Vale lembrar que um dos objetivos centrais do Plano Keynes era exatamente suprimir esse caráter contraditório, ao criar uma moeda internacional escritural que não poderia ser detida nos portfólios dos agentes privados e, assim, não estaria sujeita à demanda especulativa destes agentes.

Como não poderia deixar de ser, o papel do dólar no sistema monetário internacional no pós-guerra emergiu das relações de força – políticas, econômicas e militares –, predominantes na Conferência de Bretton Woods. Após o colapso desse acordo, a posição do dólar como moeda-chave ancorou-se no poder financeiro dos Estados Unidos, associado à importância das instituições financeiras americanas e à dimensão do seu mercado financeiro doméstico (Strange, 1986; Helleiner, 1994). A hegemonia financeira foi reforçada pelo choque de taxa de juros de 1979, que inaugurou a política do

“dólar forte”, bem como pela desregulamentação e/ou liberalização financeiras⁶ implementada a partir do final dos anos 1970 (Tavares, 1997).

É importante esclarecer o papel desempenhado pelo dólar nesse ambiente. Como destacam Tavares e Melin (1997), nesse sistema o dólar não desempenha mais a função de reserva de valor como um padrão monetário clássico, mas cumpre, principalmente, o papel de “moeda financeira” num sistema desregulado e sem paridades cambiais fixas. Ou seja, o dólar passou a desempenhar o papel de moeda financeira de origem pública e denominador comum da riqueza financeira mundial. Os títulos da dívida pública americana consolidaram sua posição como um refúgio seguro nos momentos de perturbações na confiança dos investidores globais (Belluzzo, 1997).

Além da sua transformação em moeda financeira, Teixeira (2000) e Serrano (2002, 2004) destacam uma segunda mudança crucial na natureza do dólar, enquanto moeda-chave do sistema monetário e financeiro internacional, a qual estaria subjacente à concentração do poder dos Estados Unidos e às assimetrias que caracterizam as relações internacionais contemporâneas.⁷ Segundo esses autores, a especificidade da situação atual em relação à estabelecida em Bretton Woods decorreria da natureza exclusivamente fiduciária do dólar, que deixou de estar vinculado a qualquer mercadoria real (ou seja, ao ouro), “a moeda ideal” para Keynes (1913). Essa natureza fiduciária garantiria um grau de autonomia de política ainda maior para o país emissor da moeda-chave. Nesse contexto, a gestão da política monetária americana e, assim, as variações da taxa de juros básica do sistema, que influenciam decisivamente a direção dos fluxos internacionais de capitais, passariam a depender estreitamente do ciclo econômico doméstico americano.

Simultaneamente, ao se libertar das “amarras” da conversibilidade em última instância ao ouro, os Estados Unidos puderam incorrer em déficits comerciais recorrentes, o que resulta em outra especificidade do sistema monetário internacional após Bretton Woods: o caráter devedor líquido do país

(6) A desregulamentação e/ou liberalização monetária e financeira refere-se à diminuição dos controles governamentais sobre os mercados monetários e financeiros. Esses termos são, em geral, utilizados como sinônimos na literatura.

(7) Como destacam Medeiros e Serrano (1999), as condições geopolíticas (ou seja, o fim da Guerra Fria e o colapso da União Soviética) também contribuíram para o maior grau de autonomia de política do país emissor da moeda-chave.

emissor da moeda-chave. A progressiva liberalização dos fluxos de capitais foi produzindo um mercado unificado de dinheiro e ativos financeiros em escala global, sob o comando do sistema financeiro americano. Kindleberg (1987: 43) entendia que, após a Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos desempenhavam o papel de banco comercial do mundo (*The U.S. as a bank*). Isso porque o sistema financeiro americano atuava como banco “comercial” global, atraindo e emprestando recursos. Serrano (2002, p. 9) lembra que “a analogia correta é a de que os Estados Unidos, ao controlar a emissão da moeda internacional, faziam o papel de banco central do mundo.”⁸

Atualmente, as finanças dolarizadas encontram mais semelhança com os bancos múltiplos que atuam como supermercados financeiros, sob a proteção do Federal Reserve. Diante das potencialidades dos mercados financeiros americanos, em termos de liquidez, profundidade, sofisticação, introdução de inovações e custos de emissão, o sistema financeiro dos Estados Unidos e o padrão dólar flexível atuam como o mercado de crédito e de capitais planetário, por ser o mais internacionalizado de todos os “mercados nacionais” e comandar o dinheiro que tem sido o verdadeiro dinheiro mundial (Braga; Cintra, 2004).

Essa parece ser a grande vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro:

a eliminação pura e simples da sua restrição externa. Agora, os Estados Unidos podem incorrer em déficits em conta corrente, permanentes e crescentes, sem se preocupar com o fato de seu passivo externo líquido estar aumentando, uma vez que esse passivo “externo” é composto de obrigações denominadas na própria moeda e não conversíveis em mais nada (Serrano, 2002, p. 10).

O sistema financeiro americano desregulado e liberalizado, sem limite à capacidade de endividamento da economia americana, fornece a liquidez do sistema monetário internacional (Metri, 2003). Como “banco múltiplo”, esse sistema atrai, amplia e redistribui capitais pelo mundo. Por meio das contas financeiras dos países que sediam os principais mercados financeiros (Estados Unidos, Canadá, Japão, Reino Unido, área do euro e mercados emergentes),

(8) Ver também, Solomon (1977, p. 31): “entre 1949 e 1959, os Estados Unidos assumiram o importante papel de banco central do mundo, preenchendo assim, uma função não especificada nos acordos de Bretton Woods: os Estados Unidos criaram moeda internacional ao expandir suas dívidas líquidas para com o resto do mundo”.

pode-se observar que o sistema financeiro americano realizou a intermediação de grande parte do fluxo bruto global de entrada de capitais e do fluxo de saída.

A partir de 1982, a conta corrente do balanço de pagamento dos Estados Unidos tornou-se deficitária (exceção ao ano recessivo de 1991), sendo financiada mediante a atração de capitais estrangeiros. A entrada de capitais (de curto e de longo prazo) tem sido capaz de financiar o déficit em conta corrente e a saída de capitais americanos, mesmo em momentos de fraudes contábeis, seguidas por pedidos de concordatas (Enron, WorldCom etc.) e acentuadas desvalorizações nas cotações das Bolsas de Valores, bem como taxas de juros muito baixas (1% entre junho de 2003 e junho de 2004). Não resta dúvida, no entanto, que um grave problema dessa ordem financeira mundial, sob o comando dos Estados Unidos, é a incapacidade de os mercados livres e desregulados manterem os fluxos de recursos para os países e devedores de maior risco. A partir da crise asiática de 1997, por exemplo, os bancos e os investidores de títulos e ações passaram a reduzir suas exposições aos mercados emergentes. Mesmo mantendo o volume de investimento estrangeiro direto em patamares relativamente elevados, o fluxo líquido tornou-se negativo a partir de 2000. Desde então, o conjunto dos países em desenvolvimento passou a apresentar superávits em conta corrente, liderados pelos países asiáticos e produtores de petróleo. Isso significa que os países em desenvolvimento tornaram-se emprestadores líquidos de capital para o sistema financeiro internacional (Cintra; Farhi, 2003).

De todo modo, nos momentos de auge dos ciclos – como o vigente entre 2003 e 2005 – a ampliação crescente da interpenetração patrimonial entre as economias – devedoras e credoras –, por meio dos circuitos sucessivos de renda e de ativos, mantém as taxas de crescimento e a liquidez globais e perpetua os desequilíbrios. Nesse contexto, as políticas monetárias e os arranjos cambiais promovem a “*fuga para frente*” (Silva, 2004/2005). Todavia, não se consegue articular a reorganização dos mercados. Os bancos centrais, ao reduzirem as taxas de juros e ampliarem a oferta de crédito, abortam as crises financeiras, mas, atuando como emprestadores de última instância, criam as condições para a retomada do movimento ascendente da riqueza financeira em estruturas cada vez mais amplas e complexas. No auge dos ciclos expansivos, eles sobem as taxas de juros para conter a alavancagem e a “exuberância

irracional”, perpetuando os ciclos. Essa é a dinâmica predominante de funcionamento do sistema financeiro e econômico global, sem reorganizá-lo na direção de um novo ciclo virtuoso de expansão do produto e do emprego, com menor patamar de especulação financeira, como nos “anos dourados” (1947-1973).

Assim, no sistema hodierno, o dólar constitui o núcleo do sistema hierarquizado – ou seja, é a moeda-chave – a partir do qual se posicionam as outras moedas: em segundo lugar, as moedas conversíveis, emitidas pelos demais países centrais, e, em terceiro lugar, mais distantes do núcleo, as moedas não-conversíveis, emitidas pelos demais países, incluindo os emergentes, os países periféricos que foram abarcados pelo processo de globalização financeira (Carneiro, 1999).

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Em outras palavras, uma moeda nacional é conversível se for capaz de desempenhar em âmbito internacional suas três funções básicas. Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade. Na hierarquia de moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave, desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. O dólar é a moeda utilizada, preponderantemente, nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras, bem como o ativo mais líquido e seguro, portanto, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e “receptáculo” da incerteza. A incerteza tende a se tornar estruturalmente mais elevada e volátil tanto em função da instabilidade do sistema monetário internacional após o colapso de Bretton Woods, como da lógica especulativa predominante nas finanças globalizadas.

As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional e são demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros. Já as moedas dos países periféricos participantes do sistema são

inconvertíveis. Ao contrário dos países centrais, os periféricos, de forma geral, não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda.⁹

Em relação à função reserva de valor, suas respectivas moedas não cumprem o papel de “receptáculo” da incerteza em âmbito mundial. A principal manifestação dessa não-conversibilidade, especificamente no que se refere à função reserva de valor, são os diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas, que decorre da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional, desfavorável para os países não-emissores da divisa-chave e, sobretudo, para os emergentes. Vale dizer, as taxas de juros fora do núcleo correspondem à taxa de juros do dólar acrescida de um risco-país. Os países mais distantes do núcleo – ou seja, os emergentes – têm as taxas de juros mais elevadas, pois suas moedas são consideradas as menos seguras e, assim, os investidores exigem um prêmio maior para retê-las.

Dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, se os países emergentes fixam taxas de juros internas abaixo da taxa estabelecida pelo mercado, não somente deixam de atrair capitais, como podem ficar sujeitos a movimentos de fuga dos capitais domésticos. Para os países emissores de moedas convertíveis existe a possibilidade de escapar dessa regra devido ao fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros. Nesses países, a fixação da taxa de juros interna abaixo da taxa de mercado resulta na saída de capitais e na desvalorização da taxa de câmbio. Contudo, a partir de um determinado patamar dessa taxa, passa a ser atraente o retorno dos capitais, diante dos baixos preços dos ativos produtivos e financeiros devido à desvalorização da moeda. Para os países emergentes, essa alternativa não se coloca, dada a inexistência desses fluxos diante da assimetria financeira (Carneiro, 1999). Assim, essa regra de formação da taxa de juros resulta em diferentes graus de autonomia de

(9) Bordo e Flandreau (2001) mostram que somente 25 países – entre os quais, quatro países emergentes – têm capacidade de emitir dívida denominada em sua própria moeda no mercado financeiro internacional. Essa especificidade dos países “emergentes” também tem sido ressaltada por outros autores (ver, Eichengreen; Haussmann e Panizza, 2003), segundo os quais esses países sofreriam de um “pecado original”, que explicaria a sua incapacidade de se endividar externamente em sua própria moeda. Vale mencionar que, a partir de 2004, alguns países emergentes, inclusive o Brasil, emitiram títulos denominados em suas próprias moedas (liquidáveis em dólares equivalentes à taxa de câmbio do dia do vencimento) no mercado financeiro internacional (repetindo, um movimento que já tinha ocorrido no auge do ciclo de capitais de meados dos anos 1990). Contudo, essas emissões são marginais e absorvidas, sobretudo, por investidores de perfil mais especulativo que apostam na valorização de algumas moedas emergentes e/ou pelos próprios investidores nacionais no exterior (Tovar, 2005).

política dos países pertencentes ao sistema. Em outras palavras, a assimetria monetária implica assimetria macroeconômica.

Da mesma forma que nos sistemas monetários internacionais precedentes (padrão libra-ouro e Bretton Woods), baseados igualmente numa moeda nacional como moeda-chave (libra e dólar, respectivamente), o país emissor da moeda-chave tem maior grau de autonomia de política. Contudo, no sistema atual, essa autonomia é ainda maior devido ao caráter fiduciário dessa moeda, que permite aos Estados Unidos vincular, estreitamente, a gestão da sua política monetária ao ciclo econômico doméstico (Teixeira, 2000). No espectro oposto, estão os países emergentes que, por serem emissores de moedas não-conversíveis, têm o menor grau de autonomia de política.

Além de não terem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema em períodos de normalidade, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, em períodos de abundância ou escassez de recursos esses países, de forma geral, têm menor grau de liberdade para adotar políticas anticíclicas, que atenuariam os impactos dos fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico. Já os países centrais têm maior grau de autonomia de política econômica (obviamente menor que o país emissor da moeda-chave) exatamente em função da natureza conversível de suas moedas, que possibilita a utilização da política monetária para manejar o ciclo econômico doméstico.

Nos termos de Ocampo (2001), o centro tem maior autonomia de política, sendo assim *policy making*, e a periferia é essencialmente *policy taking*. Contudo, a despeito da tendência da globalização financeira, os países emergentes diferenciaram-se em relação ao grau de abertura financeira. Em princípio, nos países que mantiveram controles sobre os fluxos de capitais, a autonomia de política foi maior e vice-versa.

A volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais afeta, sobretudo, os países emergentes, pois esses fluxos são determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena a esses países, especificamente, o ciclo econômico e a política monetária do país emissor da moeda-chave (e, em menor medida, dos demais países centrais). Nos momentos de reversão do ciclo, associados às mudanças na política monetária nos Estados Unidos ou ao aumento da preferência pela liquidez, as moedas e os ativos financeiros “emergentes”, por

não serem detidos como reserva de valor em âmbito internacional, são os primeiros a serem vendidos pelos investidores globais nos movimentos recorrentes de fuga para a qualidade (ou seja, para o dólar e/ou os títulos da dívida pública americana).

3 Lições para o Brasil

Na seção precedente, procuramos argumentar que a hierarquia de moedas revela-se ainda mais assimétrica no sistema monetário internacional contemporâneo, principalmente em função da natureza fiduciária da moeda-chave, que garante à potência hegemônica, os Estados Unidos, um grau de liberdade quase ilimitado na gestão das suas políticas cambial, monetária e fiscal. As demais características desse sistema – câmbio flexível e livre mobilidade de capitais – reforçam tal autonomia e, ao mesmo tempo, imprimem ao sistema uma instabilidade intrínseca, que atinge de forma mais perversa as economias periféricas que se inseriram no ambiente de “globalização financeira” a partir do final da década de 1980, tornando-se países emergentes.

O fato de esses países situarem-se no “piso” da hierarquia de moedas os tornou especialmente vulneráveis à natureza volátil dos fluxos de capitais, cuja reversão constituiu a principal determinante das sucessivas crises financeiras que eclodiram na segunda metade da década de 1990 (crises mexicana, asiática, russa, brasileira, turca e argentina). Assim, uma questão essencial se coloca: se a posição periférica e assimétrica das economias emergentes no sistema monetário internacional contemporâneo constitui um condicionante da menor autonomia de política e da maior vulnerabilidade às crises financeiras contemporâneas, quais seriam as opções de política para minimizar o risco de eclosão dessas crises?

Aqui é importante relembrar a proposta de Keynes na Conferência de Bretton Woods. Como já destacado, essa proposta tinha como um dos seus elementos centrais a redução das assimetrias entre países credores e devedores, de forma a garantir uma distribuição mais equitativa do ajuste dos desequilíbrios de balanço de pagamentos entre esses dois grupos de países, evitando os ajustamentos deflacionários que distanciavam as economias do pleno emprego (Belluzzo, 2005). Atualmente, uma reforma do sistema monetário e financeiro internacional nos moldes propostos por Keynes e que atenuasse as assimetrias desse sistema certamente contribuiria para ampliar a autonomia da política

macroeconômica, bem como reduzir a vulnerabilidade dos países emergentes aos *sudden stops* dos fluxos de capitais e, *pour cause*, às crises financeiras. Contudo, esse tipo de reforma, uma “utopia monetária”, revela-se ainda mais irrealizável no contexto atual, dados os desequilíbrios que caracterizam as relações internacionais contemporâneas, que refletem a concentração do poder no país emissor da moeda-chave, os Estados Unidos.

Então, quais seriam as alternativas de política disponíveis para que os países emergentes atingissem esses dois objetivos, quais sejam: maior raio de manobra na gestão macroeconômica, no sentido de manejar os dois preços-chave (câmbio e juros) para atingir níveis elevados de emprego e progresso social, bem como menor suscetibilidade às vicissitudes do mercado financeiro internacional? Um olhar atento para a forma como esses países lidaram com o excesso de liquidez internacional vigente no triênio 2003-2005 – que pode ser caracterizado como a fase de auge do terceiro ciclo de liquidez da globalização financeira¹⁰ – mostra que importantes lições foram tiradas das crises dos anos 1990.

A primeira questão que deve ser ressaltada diz respeito ao regime cambial. Isso porque, tal regime estabelece a forma de definição da taxa de câmbio, que consiste no preço da conversão de ativos e passivos denominados em moeda não-conversível para a moeda-chave. Os regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nos países periféricos até a eclosão daquelas crises, têm o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, mas se provaram extremamente suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais na segunda metade daquela década. No contexto pós-crise, esses regimes cederam lugar aos regimes de câmbio flutuante, com graus diferenciados de intervenção;¹¹ ou seja, foram substituídos por um sistema intermediário, os regimes de flutuação suja, nos quais a presença dos bancos centrais constituiu a regra, e não a exceção (BIS, 2005a, 2005b).

(10) O primeiro ciclo da globalização financeira vigorou entre 1983 e 1989, como auge no *crash* das Bolsas de Valores em 1987; o segundo entre 1990 e 2002, cuja fase de alta abrangeu o período pré-crise asiática (1990-1997), e sua fase de baixa, o período 1998-2002. Ver Biancareli (2006).

(11) Uma exceção foi o regime de câmbio fixo adotado pela Malásia entre setembro de 1998 e julho de 2005. Na esteira da mudança do regime cambial promovida pelo Banco Popular da China – que comunicou, no dia 21/7/2005 a adoção de um regime de “flutuação controlada baseada na oferta e demanda de mercado, com referência a uma cesta de moedas”, a Malásia também passou a adotar um regime de flutuação cambial.

As intervenções constantes e, em alguns casos, expressivas, das autoridades monetárias nos mercados de câmbio mediante a compra de divisas parecem responder, primordialmente, a dois objetivos. Em primeiro lugar, a redução da vulnerabilidade externa, mediante a ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa por meio do acúmulo de ativos em moeda estrangeira por parte das autoridades monetárias – com o objetivo de reduzir a vulnerabilidade à reversão súbita dos fluxos de capitais e às crises financeiras –, que se pode denominar de “demanda precaucional” por reservas (Aizenman et al., 2004; Dooley et al., 2004, 2005, Eichengreen, 2004). Entre 1998 e 2002, tal padrão foi mais nítido nos países do Sudeste Asiático. Depois de 2003, várias economias latino-americanas parecem estar replicando a estratégia asiática de acumulação de reservas (IMF, 2006). Em segundo lugar, a sustentação da taxa de câmbio em níveis competitivos de forma a garantir a geração de superávits comerciais e em conta corrente, que pode ser denominado de “motivo mercantilista”.

Apesar de alguns analistas defenderem que a “demanda precaucional”, e não o “motivo mercantilista”, seria o determinante mais geral da política de acúmulo de reservas pelos países emergentes,¹² esses objetivos estão estreitamente vinculados e se auto-reforçam. Isso porque, a manipulação da taxa de câmbio no sentido de garantir uma inserção comercial virtuosa é fundamental para a obtenção de superávits em conta corrente e, assim, de um ingresso líquido de divisas genuinamente obtidas pelos países. Indubitavelmente, reservas acumuladas com base nesses superávits (e nos fluxos de investimento externo direto) são mais robustas do que aquelas obtidas a partir do ingresso de fluxos de capitais voláteis (investimento de portfólio e empréstimos bancários de curto prazo).

Independente do motivo subjacente à acumulação de reservas, essa política, apesar de mais eficaz nos países emergentes,¹³ envolve custos elevados. Além do chamado custo fiscal – decorrente do diferencial entre a taxa de juros

(12) De acordo com Rodrik (2006), o fato de vários países que não elegeram a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva às exportações como objetivo de política terem perseguido essa estratégia seria uma indicação da primazia do *self-insurance motive*.

(13) Segundo Disyatat e Galati (2005), o menor desenvolvimento e profundidade dos mercados financeiros dos países emergentes explicariam, em grande parte, essa maior eficácia. Isso porque, a dimensão das transações das autoridades monetárias seriam bem superior ao *turn-over* do mercado de câmbio e, nesse contexto, essas autoridades teriam maior conhecimento das condições do mercado do que os agentes privados.

interna e externa, bem como do impacto dos eventuais movimentos de apreciação da moeda nacional em relação à moeda-chave –, intervenções excessivas e recorrentes nos mercados de câmbio podem implicar em futuros desequilíbrios monetários e financeiros;¹⁴ e, como enfatiza Rodrik (2006), não seria a única forma de reduzir essa vulnerabilidade. O mesmo objetivo poderia ser atingido mediante a adoção de controles sobre os fluxos de capitais, que reduzissem o endividamento de curto prazo em moeda estrangeira. Para Rodrik (2006, p. 12), os países em desenvolvimento

responderam à globalização financeira de uma forma altamente desequilibrada e distanciada do ótimo. Eles sobreinvestiram numa custosa estratégia de acumulação de reservas e subinvestiram em políticas de gestão da conta de capitais para reduzir passivos externos de curto prazo.

A manutenção de reservas elevadas seria o preço a ser pago pelos governos que não desejam ou são incapazes de regular os fluxos de capitais, devido, entre outras razões, aos interesses financeiros contrários a essa segunda alternativa.¹⁵

É importante destacar que os países emergentes diferenciaram-se em relação ao uso de controles de capitais. Os países que optaram por uma maior cautela nos seus processos de abertura financeira (como China, Taiwan e Índia) foram exatamente aqueles que permaneceram imunes às crises da segunda metade da década de 1990. Estudos comparativos sobre as experiências de controles de capitais nos países periféricos também revelam a sua eficácia tanto no sentido de ampliar o grau de autonomia da política econômica, como de reduzir a vulnerabilidade a essas crises (Epstein; Grabel e Jomo, 2003; Carvalho; Sicsú, 2006; Ferrari Filho; Paula, 2006).

Ademais, a relação entre o acúmulo de reservas internacionais e os controles de capitais não é necessariamente de substituição, como sugere Rodrik (2006). Pode-se afirmar que, após a adoção dos regimes de câmbio flutuante por vários países emergentes no contexto pós-crisis dos anos 1990, emergiu um novo papel para os controles de capitais. Esses controles podem, inclusive, se

(14) Sobre esses desequilíbrios, ver Mohanty e Turner (2005).

(15) Sobre a resposta dos países em desenvolvimento, afirma Rodrik (2006, p. 12): “As razões talvez não sejam difíceis de entender. Diferentemente da acumulação de reservas, controles sobre endividamento de curto prazo afetam poderosos interesses financeiros, tanto domésticos quanto internacionais” Ver também, Medeiros (2006).

revelar uma precondição à adoção de políticas cambiais mais flexíveis, funcionando como “filtros” que atenuam os efeitos instabilizadores dos fluxos de capitais de curto prazo (Greenville, 2000). Como salientam Mohanty e Scatigna (2005), a regulação dos fluxos de capitais – as “*capital account policies*” – constitui um instrumento coadjuvante às intervenções nos mercados de câmbio na gestão dos regimes de câmbio flutuante nas economias emergentes (por exemplo, ao reduzir o patamar mínimo de reservas necessárias para conter movimentos especulativos e aliviar as pressões sobre a taxa de juros nos momentos de saída de capitais).

A experiência brasileira recente é elucidativa dos desafios enfrentados pelas autoridades monetárias dos países periféricos na gestão macroeconômica em um sistema monetário internacional ancorado no dólar “financeiro, flexível e fiduciário”, com livre mobilidade de capitais. Esses países deparam-se, na realidade, com uma “dualidade impossível” (Flassbeck, 2001): tal ambiente implica perda de autonomia de política econômica, independentemente do regime cambial adotado,¹⁶ pois um regime de câmbio flutuação pura, além de não levar ao ajustamento automático dos balanços de pagamentos, acentua a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio e a influência das decisões de portfólio dos investidores globais sobre esses preços-chave. Nesse contexto, a dinâmica dos fluxos de capitais sobrepõe-se, em geral, àquela dos fluxos comerciais, exercendo influência decisiva sobre a trajetória dos balanços de pagamentos e o comportamento da taxa de câmbio real – preço relativo dos bens comercializáveis e, assim, variável-chave para o desempenho da balança comercial.

É exatamente a percepção da incapacidade desses regimes de garantir o equilíbrio das contas externas, a autonomia da política econômica e uma trajetória estável da taxa de câmbio real que explica a adoção, de fato, dos regimes de flutuação suja. Esses regimes, ao não se comprometerem com uma paridade fixa ou uma banda para a taxa de câmbio, seriam menos vulneráveis aos ataques especulativos auto-realizáveis e, ao contrário dos regimes de flutuação pura, permitiriam às autoridades monetárias atenuar a inter-relação entre as taxas de câmbio e de juros, exercer alguma influência sobre a trajetória

(16) Vale lembrar que, de acordo com o enunciado da “trindade impossível”, um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais garantiria plena autonomia da política monetária.

desses preços-chave e acumular reservas em moeda estrangeira para ampliar a capacidade de resistência àqueles ataques. Contudo, a eficácia das suas intervenções nos mercados cambial e monetário é inversamente proporcional ao grau de abertura dos mercados financeiros domésticos.

No caso da economia brasileira, a política de acumulação da reservas – estratégia *market friendly* adotada pela maioria dos países emergentes – depara-se com dois importantes constrangimentos: o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e o diferencial entre os juros internos e externos (associado, no período 2003-2006, ao sistema de metas de inflação extremamente rígido), que tornam o custo das operações de esterilização excessivamente alto, reduzindo o raio de manobra do Banco Central do Brasil na gestão cambial.

Ademais, o elevado grau de abertura financeira da economia brasileira, que permite o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado organizado de derivativos financeiros doméstico (a Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F) diminui ainda mais a capacidade de a autoridade monetária influenciar a determinação da taxa de câmbio, bem como a formação da curva de juros (Truman, 2002).

Vale lembrar que o processo de abertura financeira do Brasil iniciou-se no final dos 1980, ainda no governo José Sarney, tendo sido aprofundado nos governos Fernando Collor de Mello e Fernando Henrique Cardoso, especialmente no segundo mandato, quando a Resolução nº 2.689, de janeiro de 2000, permitiu a aquisição direta de ações e títulos de renda fixa pelos investidores estrangeiros, bem como o acesso ao mercado de derivativos financeiros domésticos.¹⁷ No primeiro governo de Luiz Inácio Lula da Silva, deu-se continuidade a esse processo, a partir da mesma estratégia adotada nos governos precedentes: a crescente integração financeira entre o país e o exterior promovida de forma *ad hoc*, seja mediante resoluções e circulares do Banco Central, seja por meio de Medidas Provisórias.¹⁸ Três medidas destacaram-se.

(17) Sobre o processo de abertura financeira, ver Freitas e Prates (2001), Cintra e Prates (2006) e Prates (2006).

(18) A Lei n. 4.131/1961, que regulamenta os capitais estrangeiros no país, permanece intacta. Sua reformulação exigiria um debate no âmbito do Congresso Nacional sobre o tipo de inserção financeira mais adequada ao país.

Em primeiro lugar, a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de Não-Residentes (CC-5) em março de 2005, que eliminou os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior.¹⁹ Em segundo lugar, em fevereiro de 2006, a Medida Provisória nº 281 sancionou a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna. Em terceiro lugar, a cobertura cambial às exportações, que já havia sido flexibilizada em março de 2005, com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores, foi ampliada. No final de julho de 2006, os exportadores foram autorizados a deixar no exterior até 30% do resultado de suas exportações, a fim de honrar compromissos externos (dívidas e importações); os outros 70% deveriam ser trazidos ao país em até 210 dias (ou poderiam ser remetidos ao exterior após o pagamento da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF – nas operações de câmbio).

Em suma, as autoridades econômicas nacionais optaram por aprofundar a integração financeira externa do Brasil (Cintra, 2006), e, descartaram-se os controles de capitais enquanto estratégia de mitigação da vulnerabilidade intrínseca da economia brasileira à reversão súbita dos fluxos de capitais e de ampliação da autonomia de política econômica. Já a estratégia alternativa, o acúmulo de reservas internacionais, revelou-se ainda mais onerosa e menos eficaz no sentido de ampliar essa autonomia exatamente em função do grau elevado de abertura financeira vigente, que intensificou os canais de transmissão entre os fluxos de capitais, a taxa de juros e a taxa de câmbio. Nesse contexto, além das intervenções no mercado de câmbio à vista, a autoridade monetária recorreu à utilização de instrumentos derivativos (os *swaps* reversos)²⁰ para conter as pressões pró-depreciação exercidas pelos investidores nos momentos de escassez de liquidez internacional ou pró-apreciação nas fases de abundância de recursos externos. Esses instrumentos, por sua vez, não resultaram em

(19) Ainda não foi permitido o endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Esse endividamento amplia a capacidade de alavancagem e, assim, de especulação desses agentes contra a moeda nacional (como mostrou a experiência da Tailândia nas vésperas da crise cambial de 1997).

(20) Esses instrumentos equivalem à compra de dólar no futuro e a venda de contratos de DI (Depósito Interbancário). Ou seja, são exatamente o reverso dos *swaps* ofertados nos momentos de depreciação do real (1998, por exemplo), quando os investidores demandavam dólares em troca de reais. Com os *swaps* reversos, a autoridade monetária se posicionou na ponta oposta aos investidores estrangeiros nos contratos de câmbio e de juros da BM&F, formando posições compradas em câmbio e vendidas em juros.

ampliação da liquidez em moeda estrangeira, mas ampliaram a suscetibilidade do balanço do Banco Central às variações dos preços-chave.

Considerações finais

A despeito das diferenças entre o sistema monetário internacional na época de Keynes e no contexto recente, seus trabalhos sobre a dinâmica monetária mundial e suas implicações sobre a gestão econômica e o desempenho macroeconômico dos países revelam-se ainda extremamente úteis para a reflexão sobre as alternativas de política de que dispõem os países em desenvolvimento, os quais se situam numa posição subordinada na hierarquia de moedas nacionais.

Um dos objetivos centrais da proposta de Keynes em Bretton Woods era instituir “regras de gestão monetária que possam garantir a priori a convivência desejável entre estabilidade e flexibilidade” (Belluzzo; Almeida, 2002, p. 34). Nesse sentido, é interessante refletir sobre a compatibilidade entre a visão de Keynes e as estratégias recentes dos países periféricos, em especial do Brasil.

Como ressaltado na primeira seção, o regime de câmbio flutuante não era visto como uma alternativa de política nos anos 1930 e 1940. De acordo com Skidelsky (2000), além das desvalorizações competitivas dos anos 1930, a maioria dos economistas daquela época (inclusive para Keynes), duvidava da capacidade do regime de câmbio flutuante conduzir o balanço de pagamentos ao equilíbrio. Todavia, nos escritos da década de 1920 e do início da década seguinte (principalmente, no *Treatise*), Keynes destacou a importância do equilíbrio interno *vis-à-vis* o externo e, coerentemente, como salienta Kregel (2006), sugeriu que um sistema de câmbio flexível seria preferível ao câmbio fixo, desde que: (i) houvesse um mercado de câmbio à termo, no qual os agentes pudessem se proteger dos riscos cambiais; (ii) os bancos centrais interviessem frequentemente nos mercados de câmbio à vista e à termo. Assim, se poderia afirmar que Keynes estava recomendando o atualmente denominado regime de flutuação suja.

De fato, as políticas de flutuação suja talvez sejam as que mais reduzam a tensão entre a estabilidade e a flexibilidade no caso dos países emergentes, entre os quais o Brasil, no ambiente monetário internacional vigente após o

colapso de Bretton Woods, caracterizado por uma ampla mobilidade de capitais e interpenetração patrimonial entre os países. A ênfase de Keynes na prioridade do equilíbrio interno frente ao externo decorria da extrema rigidez do regime de taxas de câmbio fixas e conversíveis do padrão-ouro. Naquele contexto, a desvalorização seria preferível à deflação. Os regimes de flutuação suja, se manejados de forma adequada, podem viabilizar uma desvalorização – se esta for desejável para conduzir a economia para níveis mais próximos ao pleno emprego –, sem resultarem, necessariamente, em ataques especulativos auto-realizáveis por parte dos investidores globais. As experiências dos anos 1990 revelaram que os regimes de câmbio fixo ou bandas cambiais se mostraram especialmente suscetíveis a esses ataques, dadas as características do sistema monetário internacional contemporâneo. Todavia, dado o contexto de ampla mobilidade de capitais, esse regime deve ser acompanhado de controles de capitais que atenuem os efeitos negativos dos fluxos especulativos sobre os mercados de câmbio (à vista e futuro) e sobre os mercados financeiros domésticos.

Em relação aos controles de capitais, a posição de Keynes era mais do que explícita. Aqui vale reproduzir uma das suas frases contidas nos escritos preparatórios à Conferência de Bretton Woods: “Eu compartilho da visão de que o controle de movimentos de capital, tanto para dentro quanto para fora, deve ser um traço permanente do sistema do pós-guerra” (Keynes, 1980, p. 86).

Assim, provavelmente Keynes concordaria que uma política econômica baseada em controles de capitais e num regime de flutuação suja (que garanta uma trajetória estável para a taxa de câmbio e o acúmulo de reservas em moeda-chave) poderia contribuir para atenuar os efeitos deletérios da assimetria monetária em termos de perda de autonomia de política econômica e vulnerabilidade externa. Ou seja, uma estratégia bem distinta da implementada pelo Brasil nos últimos anos.

Referências bibliográficas

AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. *International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and case study of Korea*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.534). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10534>>.

BELLUZZO, Luiz G. de M. O dólar e os desequilíbrios globais. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 25, n. 3 (99), p. 224-232, jul./set. 2005.

_____. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, 1997. p. 151-193.

_____; ALMEIDA, Julio Sérgio G. de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida ao impasse do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BIANCARELI, André M. Países emergentes e ciclos internacionais. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp/Fapesp, 2006. p. 97-129.

BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. *BIS Papers*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.

BIS. Globalisation and monetary policy in emerging markets. *BIS Papers*, Basle: Bank of International Settlement, n. 23, May 2005.

BRAGA, José Carlos de S.; CINTRA, Marcos Antonio M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes, 2004. p. 253-307.

BORDO, Michael D.; FLANDREAU, Marc. *Core, periphery, exchange regimes, and globalization*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2001. (NBER Working Paper, n. 8584).

BRUNHOFF, Suzanne de. L'instabilité monétaire internationale. In: CHESNAIS, F. (Coord.). *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/Unicamp, n. 13, p. 58-92, 1999.

CARVALHO, Fernando Cardim de; SICSÚ, João. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In: SICSÚ, João; FERRARI FILHO, Fernando (Org.). *Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 1-28.

CINTRA, Marcos Antonio M. As transformações no sistema financeiro brasileiro entre 1995 e 2006. In: BRAGA, José Carlos de S. (Org.). *A reestruturação dos bancos públicos brasileiros*. Campinas: Ceri/IE/Unicamp, 2006. (No prelo).

_____; FARHI, Maryse. Os limites da inserção internacional dos países emergentes no limiar do século XXI. *Ensaio FEE*, Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, v. 24, n. 2, p. 351-402, 2003.

_____; PRATES, Daniela M. Os fluxos de capitais para o Brasil nos anos 1990. In: LACERDA, Antonio Correa de (Org.). *Crise e oportunidade: o Brasil e o cenário internacional*. São Paulo: Sobeet e Editora Lazuli, 2006. p. 125-161.

CUNHA, André M.; BIANCARELI, André M. O novo regime cambial chinês e a diplomacia do 'yuan fraco'. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, n. 7, out./dez., 2005. Disponível em <www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_ceri/boletim/boletim7/02_Diplomacia.pdf>.

DOSTALER, G. *Keynes et ses combats*. Paris: Éditions Albin Michel, 2005.

DOOLEY, Michael P.; FOLKERS-LANDAU, David; GARBER, Peter. *The revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (Working Paper, n. 10332). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10331>>.

_____; _____. *International financial stability*. Deutsche Bank, 2005.

EICHENGREEN, B. *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Papers, n. 10.497). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10497>>.

_____; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. *Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper, n. 10036). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10036>>.

EPSTEIN, Gerald; GRABEL, Ilene; JOMO, K. S. *Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future*, 2003. Mimeografado.

FERRARI Filho, Fernando. A moeda internacional na economia de Keynes. In: LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999. p. 328-339.

_____; PAULA, Luiz Fernando de. Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. In: SICSÚ, João; FERRARI FILHO, Fernando (Org.). *Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 184-221.

FLASSBECK, H. *The exchange rate: economic policy tool or market price?* Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, Nov. 2001. (Unctad Discussion Paper, n. 157).

FREITAS, M. Cristina Penido de; PRATES, Daniela M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade*, Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, n. 17, p. 81-111, 2001.

GREENVILLE, S. A. Exchange rate regimes for emerging markets. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Sydney: Reserve Bank of Australia, Nov. 2000.

HELLEINER, Eric. *States and the emergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

IMF. *World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, Apr. 2006. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

KEYNES, J. M. *Indian currency and finance*. London: MacMillan Press Ltd., 1913.

_____. (1923). A tract on monetary reform. In: MOGGRIDGE, D. (Ed.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. IX. London: MacMillan, 1971.

_____. *The general theory of employment, interest and money*. London: MacMillan Press Ltd., 1936. (Tradução brasileira *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1985. Coleção Os Economistas).

_____. (1930). *Treatise on money*, v.2 – The applied theory of money. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. VI. London: MacMillan, 1971.

_____. (1943). A União Internacional de Compensação. In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). *Keynes*. São Paulo: Editora Ática, 1984. p. 197-207.

_____. (1944). O Fundo Monetário Internacional. In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). *Keynes*. São Paulo: Editora Ática, 1984. p. 208-218.

_____. *Essays in persuasion*. Part II. Inflation and deflation. New York: W. Norton & Co. Inc., 1963. p. 77-178. (Tradução brasileira *Inflação e deflação*. São Paulo: Abril Cultural, 1978. Coleção Os Pensadores).

_____. Activities 1940-1944: shaping the post-War World; the Clearing Union. In: MOGGRIDGE, D. (Ed.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. v. XXV. London: MacMillan, 1980.

KINDLEBERGER, C. P. *International capital movements: based on the Marshall Lectures given at the University of Cambridge 1985*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

KREGEL, Jan. Financial liberalization and domestic policy space: theory and practice with reference to Latin America. Paper preparado para o Seminário *Financial Liberalization and Economic Performance: the experience of Brazil and other emerging markets*, Centre for Brazilian Studies, University of Oxford, Nov. 3, 2006.

MEDEIROS, Carlos A. *A economia política da integração financeira e da privatização na América Latina*. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 11, Vitória, 13-16 jun. 2006. *Anais...* Vitória: Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas / Sociedade Brasileira de Economia Política. Disponível em: <<http://www.sep.org.br>>.

_____; SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, José Luís (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999. p. 119-154.

METRI, Maurício M. *Hierarquia e competição entre Estados nacionais no atual sistema monetário internacional*. Dissertação (Mestrado)– Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Rio de Janeiro, 2003.

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOHANTY, M. S.; SCATIGNA, M.. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: GLOBALISATION and monetary policy in emerging markets. *BIS Papers*, n. 23. May 2005.

_____; TURNER, P. Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications. *BIS Quarterly Review*, Sept. 2006.

OCAMPO, J. A. *International asymmetries and the design of the international financial system*. Santiago: Cepal, abr. 2001. (Series Temas de Coyuntura, n. 15).

PRATES, Daniela M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp/Fapesp, 2007. p. 133-171.

RODRIG, D. *The social cost of foreign exchange reserves*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006. (Working Paper, n. 11952). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11952>>.

SCANDIUCCI FILHO, José G. *Hegemonia, Estados e mercado nos arranjos de Bretton Woods*. Tese (Doutoramento)–Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2000.

SCHUMPETER, J. A. *Ten great economists*. London: Allen & Unwin, 1952.

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, IE/Unicamp, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, 2002.

_____. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J. L. (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes, 2004. p. 179-222.

SILVA, Antonio Carlos M. Fuga para a frente, rumo à fronteira final? *Política Econômica em Foco*, Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica/IE/Unicamp, n. 5, p. 18-37, nov. 2004/abr. 2005. Disponível em: <www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim5/secaoI_Economia_Internacioanal.pdf>.

SKIDELSKY, R. *John Maynard Keynes: fighting for Britain – 1937-1946*. London: Macmillan, 2000. v. 3.

SOLOMON, R. *The international monetary system: 1945-1976*. New York: Harper and Row, 1977.

STRANGE, Susan. *Casino capitalism*. Oxford: Basil Blackwell, 1986.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: _____; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, 1997. p. 27-53.

_____; MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: _____; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, 1997. p. 55-86.

TEIXEIRA, Aloisio. O império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. *Economia e Sociedade*, Campinas: IE/Unicamp, n. 15, p. 1-13, 2000.

TOVAR, Camilo E. International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America. *BIS Quarterly Review*, Basle, Bank for International Settlements, p. 109-118, Dec. 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org.br>>.

TRUMAN, E. M. *Inflation targeting from a global perspective*. Brasília, DF: Banco Central, 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.