

Macroeconomia Aberta, Hegemonia e Cooperação: a Ortodoxia e sua Crítica

Ricardo Dathein*

Resumo: O artigo faz uma análise das teorias macroeconômicas sobre economia aberta, em suas vertentes neoclássicas e keynesianas, examinando também concepções sobre hegemonia e cooperação supranacional. Inicialmente, são apresentadas as teorias ortodoxas para taxas de câmbio flexíveis e fixas, e extensões teóricas sobre expectativas e mercados de ativos. A seguir, examinam-se críticas keynesianas às visões neoclássicas e apresenta-se uma discussão sobre a teoria keynesiana em relação à macroeconomia aberta. Analisam-se, além disso, interpretações sobre hegemonia e cooperação, levando em conta as modificações recentes no contexto econômico internacional, com o aumento do fluxo de capitais derivado da globalização financeira. A partir disso, a conclusão apresenta críticas teóricas e sobre políticas às concepções ortodoxas, tendo em vista as distintas realidades dos países desenvolvidos e não desenvolvidos.

Abstract: The paper makes an analysis of the macroeconomics theories about open economy, in their neoclassics and keynesians visions, also examining conceptions about hegemony and supranational cooperation. Initially, are presented the orthodox theories for flexible and fixed exchange rates, and theoretical extensions about expectations and assets markets. To proceed, are examined the keynesians critics to the neoclassics visions, and is presented a discussion about the keynesian theory in relation to the open macroeconomics. The article analyzes, besides, interpretations about hegemony and cooperation, considering the recent modifications in the international economic context, with the increase of the flow of capitals caused by the financial globalization. In conclusion, are presented theoretical and about policies critics to the orthodox conceptions, having in mind the different realities of the developed and no developed countries.

A internacionalização produtiva e a globalização financeira crescentes provocaram mudanças econômicas e institucionais fundamentais nos últimos decênios, com amplos impactos sobre o desempenho das políticas econômicas nacionais. As teorias atualizaram-se concomitantemente, recolocando o debate econômico em novos patamares. Tendo isso em vista, o objetivo do artigo é apresentar as teorias ortodoxas sobre macroeconomia internacional, fazer sua crítica e discutir concepções não ortodoxas alternativas. Inicia-se pela teoria macroeconômica aberta básica, para taxas de câmbio flexíveis e fixas, com extensões sobre expectativas e mercados de ativos, fundamentalmente segundo a visão novo-keynesiana. A seguir, discutem-se críticas aos fundamentos da teoria apresentada. Concepções sobre uma macroeconomia keynesiana aberta e visões alternativas sobre hegemonia e cooperação internacional formam a sequência, a partir da qual apresentam-se conclusões com críticas teóricas e sobre políticas às concepções ortodoxas, levando em conta as características distintas de países desenvolvidos e não desenvolvidos.

1. Teoria ortodoxa básica

1.1 Taxas de câmbio flexíveis

A análise novo-keynesiana sobre sistemas com taxas de câmbio flexíveis parte da aplicação do modelo de Mundell-Fleming. Nesse enfoque, de curto prazo, o equilíbrio de pleno emprego pode não estar ocorrendo, em decorrência do fato de que os preços possuem rigidez. Aplica-se, então, a análise da síntese neoclássica de Keynes à economia aberta.

No caso de taxas de câmbio flexíveis, essas garantem o equilíbrio do balanço de pagamentos. Ou seja, a soma da balança comercial com a conta de capitais é zerada. A balança comercial é função da taxa de câmbio real e da renda interna, e a conta de capitais depende da diferença entre as taxas de juros interna e externa. A análise parte do pressuposto de que a condição de Marshall-Lerner é satisfeita, isso é, que a soma das elasticidades preço da demanda das exportações e das importações é maior que a unidade e, portanto, uma depreciação cambial resulta em um maior saldo comercial no balanço de pagamentos.

Com mobilidade perfeita de capitais, qualquer desequilíbrio entre taxas de juros interna e externa provoca um fluxo de capitais que reequilibra as taxas (via operações de arbitragem). Por outro lado, como estão dados os preços e a oferta monetária, e a taxa de juros interna é igual à externa (dada), a renda interna fica determinada. A taxa de câmbio é encontrada pelo simultâneo equilíbrio do mercado de bens e do mercado monetário, compatível com a renda já especificada. Dessa forma, chega-se ao equilíbrio simultâneo do mercado de bens, do mercado de ativos (e, por consequência, do mercado monetário) e do balanço de pagamentos.

De acordo com essa análise, as políticas fiscais são ineficazes. Um maior gasto governamental, ao invés de gerar maior renda, provocaria apenas *crowding out* e déficit comercial. A ineficácia da expansão fiscal ocorreria porque, com isso, a taxa interna de juros tenderia a elevar-se acima da taxa internacional, o que a perfeita mobilidade de capitais impede. O influxo de capitais provocaria uma apreciação cambial, gerando por isso um déficit comercial. Os setores exportadores perderiam renda num nível exatamente igual ao acréscimo gerado pelo aumento do gasto governamental, o que faria a renda de equilíbrio permanecer constante. Da mesma forma, chega-se à conclusão de que uma política protecionista também é ineficaz.

Uma das consequências dessa análise é a conclusão de que existe uma independência de cada país em relação ao ciclo econômico internacional, porquanto os impactos são amortecidos pela taxa de câmbio. No entanto, poderiam ocorrer impactos ou crescimento de renda em caso de coordenação de políticas fiscais entre países. Por outro lado, a política interna de um país muito importante também poderia afetar a taxa de juros internacional.

* Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas/UFRGS. E-mail: ricardo.dathein@ufrgs.br

A política monetária, ao contrário, é efetiva quando se está abaixo do pleno emprego e se quer aumentar a renda. Um aumento da oferta monetária provoca a queda da taxa interna de juros, levando à fuga de capitais. Isso provoca uma depreciação cambial (aumento do preço das importações) e um conseqüente maior gasto com bens produzidos internacionalmente, o que aumenta a demanda por moeda e, em vista disso, a taxa de juros interna tende a se elevar. Além disso, ocorre aumento de exportações. Ao final, a taxa de juros volta ao patamar internacional e cessa o fluxo de capitais, todavia a um nível de renda maior. Essa política pode funcionar se for feita isoladamente ou por poucos países, visto que, se ocorrerem depreciações competitivas, o resultado será a instabilidade cambial. No caso de mobilidade imperfeita de capitais, pode haver uma elevação da taxa interna de juros acima da internacional, a qual não é rapidamente rebaixada porque o influxo de capitais é menor. Desse modo, a política fiscal ganha alguma eficácia, dependendo do grau de mobilidade de capitais. De outra parte, a política monetária continua sendo eficaz.

A análise novo-keynesiana e novo-clássica de longo prazo para a economia aberta parte do pressuposto de que, nesse caso, os preços são plenamente flexíveis e o mercado de trabalho se ajusta totalmente. Nesse contexto, como existe uma tendência ao equilíbrio, com mercados eficientes, sem rigidez institucional, a gestão da demanda agregada não teria eficácia. Na análise de longo prazo, essa gestão só seria aceitável para acelerar ajustes, reduzir seus custos ou corrigir erros anteriores de políticas.

Com taxas de câmbio flexíveis e perfeita mobilidade de capitais, a taxa de juros interna precisa igualar-se à taxa internacional para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos. A interação desse equilíbrio externo com as curvas IS e LM definem a curva de demanda agregada.

Pela ótica da demanda agregada, dadas as políticas fiscal e monetária, uma variação nos preços corresponde a uma variação oposta no produto. A variação de preços determina mudança na quantidade real de moeda, o que é chamado de “efeito saldos monetários reais”. Também determina mudança na taxa de câmbio real, o chamado “efeito comércio exterior”. Por outro lado, políticas monetárias, além de fatores comerciais exógenos, deslocam a curva de demanda agregada. A taxa de câmbio é endógena, enquanto a política fiscal, nesse contexto, leva a uma apreciação cambial que compensa os efeitos dos maiores gastos governamentais e, em vista disso, o resultado é nulo sobre a demanda agregada.

A oferta agregada é determinada pelo funcionamento do mercado de trabalho, sendo que o produto e o emprego só divergem do pleno emprego se houver rigidez institucional. No longo prazo, sem essa rigidez, a curva de oferta agregada torna-se vertical, no ponto de pleno emprego.

Nessa análise, existe um mecanismo automático de ajustamento ao equilíbrio de longo prazo (pleno emprego), com todos os mercados, internos e externo, equilibrados. Por exemplo, se houver

desemprego, os salários tendem a cair para reequilibrar o mercado de trabalho, o que estimula o aumento da produção pela redução de custos. A queda dos preços leva ao aumento da taxa de câmbio real, o que tende a melhorar a balança comercial. O efeito sobre a taxa de câmbio nominal é ambíguo, uma vez que a queda de preços leva ao aumento da oferta monetária real e à queda da taxa interna de juros, induzindo saída de capitais que tenderia a aumentar o câmbio. Mas, por outro lado, o aumento de renda levaria a uma maior demanda por moeda, tendendo a elevar a taxa de juros e, por isso, a induzir entrada de capitais com conseqüente queda da taxa cambial.

A política monetária pode ter efeitos no curto prazo, mas não no longo. Partindo do pleno emprego, o aumento da oferta monetária induz aumentos de preços e queda de salários reais, além de depreciação real do câmbio. O produto aumenta no curto prazo, porém, no longo prazo, o nível de produto e de salários reais voltam aos valores iniciais, num patamar mais elevado de preços, enquanto a taxa de câmbio real volta ao patamar prévio, todavia com uma taxa de câmbio nominal maior.

Por outro lado, um choque exógeno de oferta pode causar estagflação no curto prazo, pela rigidez no mercado de trabalho, porém com conseqüências também no longo prazo. Ou seja, o nível de pleno emprego pode diminuir, levando a um novo equilíbrio de longo prazo com um nível de preços constante, todavia superior ao inicial. Esse ajuste pode ocorrer automaticamente ou via política monetária, de forma anticíclica e acelerando o ajuste, entretanto com conseqüente inflação.

1.2 Taxas de câmbio fixas

Os regimes de câmbio fixo também são analisados pela teoria novo-keynesiana partindo-se do modelo de Mundell-Fleming, com preços rígidos no curto prazo.

Para garantir o valor fixo da taxa cambial, o governo precisa manter reservas de divisas. Como essas reservas são um dos componentes da base monetária, a oferta monetária é afetada, via multiplicador, pelo comportamento do balanço de pagamentos que, em sua dinâmica, causa variações nas reservas.

No caso de mobilidade zero de capitais, o equilíbrio do balanço de pagamentos é determinado unicamente pela balança comercial. Havendo um desequilíbrio externo, as reservas variarão e, por conseqüência, a oferta monetária, o que implica em alterações na taxa de juros e na renda. Esse movimento leva à eliminação do desequilíbrio externo, e esgota-se quando esse é atingido, chegando-se ao equilíbrio simultâneo do mercado de bens, de ativos (e monetário) e do balanço de pagamentos. Ocorre, dessa maneira, um ajustamento automático, sendo a oferta monetária endógena e a política monetária ineficaz.

A política fiscal seria também ineficaz, porque um maior gasto governamental levaria a uma maior taxa de juros, provocando queda de investimentos privados, num processo de *crowding out*.

Também provocaria déficit de balanço de pagamentos num primeiro momento, que seria eliminado automaticamente pela variação da oferta monetária, reconduzindo a renda ao valor inicial, todavia com uma taxa de juros maior. Desse modo, somente uma modificação da taxa de câmbio poderia levar a uma variação da renda.

O governo pode utilizar operações de esterilização para neutralizar os efeitos monetários de suas intervenções no mercado cambial. Isso pode ser feito pelo banco central, via modificações no crédito doméstico, de forma a manter constante a base monetária.

Com mobilidade perfeita de capitais, a taxa de juros interna se equilibra com a internacional, e qualquer desequilíbrio é corrigido por fluxos de capitais. Nesse caso, a política monetária é ineficaz, uma vez que um aumento da oferta monetária levaria a uma queda da taxa interna de juros, o que provocaria uma saída de capitais que reduz a base monetária e, por conseqüência, a oferta de moeda. Dessa forma, a renda e a taxa interna de juros voltariam ao nível inicial.

A política fiscal, por outro lado, seria plenamente eficaz, visto que uma elevação de gastos governamentais tenderia a elevar a taxa interna de juros, o que atrairia capitais externos e provocaria aumento da oferta monetária, com conseqüente redução da taxa de juros. Desse modo, o equilíbrio do balanço de pagamentos seria garantido a um nível de renda superior. No entanto, esse novo equilíbrio é atingido com piora do saldo comercial e, portanto, com aumento de necessidade de financiamento via conta de capitais. Dessa forma, aumenta a dívida externa do governo e o pagamento do serviço dessa dívida, o que impõe um limite a essa política, que pode ser o ponto a partir do qual o “risco país” aumenta. O governo acabaria por ter que cortar seus gastos, para fazer frente às despesas acrescidas de juros e impedir a queda das reservas internacionais. Uma desvalorização cambial tem um efeito semelhante ao de uma política fiscal expansionista. Com a condição de Marshall-Lerner satisfeita, o saldo comercial aumentaria, apesar de que o aumento de renda resultante também incrementa as importações.

Um fator complicador para a teoria é a chamada Curva-J, a qual indica que uma desvalorização pode, no curto prazo, induzir inclusive a uma queda do saldo da balança comercial. Isso ocorreria porque a reação do volume das exportações e importações é mais lenta que a mudança dos preços relativos provocada pela desvalorização. Como subiram os preços das importações e reduziram-se os das exportações, é necessário que, em volume, as exportações aumentem e as importações caiam, mais que compensando o efeito dos preços, para que o saldo melhore. No entanto, isso demora algum tempo, o que explica a Curva-J.

Uma das características dos regimes de taxas de câmbio fixas é que os ciclos econômicos podem ser transmitidos de um país para outro. Por exemplo, uma queda de renda reduz as importações, prejudicando os países exportadores. Desse modo, uma política fiscal expansionista coordenada entre os

países pode trazer efeitos positivos para todos, enquanto desvalorizações competitivas são ineficazes e podem levar a conflitos.

Sob mobilidade imperfeita de capitais, a eficácia das políticas depende do grau dessa mobilidade. Nesse caso, a análise admite que um *mix* de políticas de administração da demanda agregada garantiria o equilíbrio externo e interno simultaneamente. O uso concomitante de políticas fiscal e monetária seria adequado para atingir o pleno emprego com balanço de pagamentos zerado. No entanto, para se chegar também ao equilíbrio da balança comercial, requer-se o uso adicional da política cambial. A teoria novo-keynesiana para o longo prazo pressupõe que, nesse caso, os preços são flexíveis e o mercado de trabalho se ajusta plenamente. Dessa forma, a abordagem é consensual com a teoria novo-clássica. A análise é feita via dedução das curvas de demanda e oferta agregadas. A interação entre elas determina o equilíbrio de longo prazo (pleno emprego) dos mercados de bens, monetário (e de ativos) e de trabalho, com estabilidade de preços. Adicionalmente, ocorre o equilíbrio do balanço de pagamentos. Com câmbio fixo e sem mobilidade de capitais, ocorre o equilíbrio da balança comercial, com o ajuste ocorrendo via preços.

Em qualquer ponto fora do equilíbrio de pleno emprego, a teoria conclui que existem mecanismos automáticos de correção, não sendo necessário o uso de políticas macroeconômicas. Por exemplo, se estiver ocorrendo desemprego e déficit comercial, o funcionamento do mercado de trabalho determina uma queda de salários nominais, enquanto a perda de reservas cambiais pelo governo implica (sem esterilização) o encolhimento da oferta monetária. Dessa forma, via ajustamentos monetários e de preços, o emprego aumenta, os preços caem e o déficit comercial desaparece, voltando-se ao equilíbrio de pleno emprego.

Mesmo existindo mecanismos automáticos de ajuste, esses podem levar muito tempo para agir e causar recessões e desemprego indesejados. Por isso, abre-se espaço para o uso de políticas macroeconômicas de ajustamento, com o intuito de acelerar e diminuir os custos do ajuste automático. Dessa forma, por exemplo, no caso de existência de déficit comercial, abre-se espaço para o uso de desvalorizações cambiais. Isso provoca inflação, porém reduz o custo da recessão e acelera o ajuste, podendo ser combinado com outras políticas no sentido de conter os preços. Essas políticas só funcionariam no curto prazo, uma vez que no longo prazo o equilíbrio de pleno emprego estaria dado, e qualquer tentativa de estímulo geraria inflação e não um aumento consistente de renda ou emprego. Uma desvalorização cambial, por outro lado, ampliaria as reservas, porém não conduziria a um superávit permanente.

No caso de perfeita mobilidade de capitais e câmbio fixo, a taxa de juros interna iguala a externa. Dessa forma, se a economia estiver fora do pleno emprego, o uso de política fiscal ou cambial é eficaz, mas a política monetária é endógena e, portanto, ineficaz. Se a economia estiver no pleno

emprego, o uso de qualquer dessas políticas causa somente alterações de curto prazo, enquanto os mecanismos de ajuste automáticos são acionados para reconduzir a economia ao equilíbrio inicial.

2. Expectativas

Tendo em vista os inúmeros problemas que as teorias anteriores apresentam em relação à realidade, criaram-se explicações ou teorias adicionais visando suprir essas deficiências. Além disso, a ampla flutuação das taxas de câmbio pós-Bretton Woods trouxe novos desafios para as teorias, para os governos e para as práticas dos negócios. Por exemplo, expectativas sobre variações cambiais podem gerar ataques especulativos ou crises do balanço de pagamentos no caso de regimes de câmbio fixo.

Expectativas sobre flutuações da taxa cambial podem explicar porque não ocorre equalização das taxas de juros nacionais e internacionais mesmo com mobilidade perfeita de capitais. A teoria novo-keynesiana assume que os agentes econômicos formam suas expectativas de acordo com a hipótese das expectativas racionais. Essa prevê que os agentes coletam e processam todas as informações relevantes, usando-as para prever o comportamento de variáveis econômicas, de forma a antecipar resultados de políticas governamentais. Isso pressupõe que os mercados sejam eficientes, que as informações estejam disponíveis, que os agentes aprendem de forma a só ser possível um erro aleatório e que todos os agentes trabalhem com o mesmo modelo, o qual possui estabilidade e ergodicidade.

Um dos motivos pelo qual podem ocorrer desequilíbrios de curto prazo é que os mercados de ativos são muito mais fluidos que os mercados de bens e serviços, assim como as velocidades de ajustamento são diferentes. Desse modo, pode existir uma dinâmica em que o mercado de ativos se ajusta rapidamente, enquanto o mercado de bens reage mais lentamente. Dessa forma, pode gerar-se divergência entre a taxa de câmbio de equilíbrio no longo prazo e a taxa corrente, levando ao surgimento de expectativas de variação cambial. Isso provoca alterações no equilíbrio monetário, visto que a taxa de juros interna passa a divergir da externa. Como consequência, um choque monetário não antecipado provoca um aumento de demanda que não tem resposta imediata na produção. Enquanto a produção não responder plenamente, a taxa de juros interna permanece abaixo da internacional em um nível igual à expectativa de variação cambial, visto que o equilíbrio monetário está garantido. A taxa de juros interna menor provoca uma saída de capitais e uma depreciação cambial. Como a produção não responde imediatamente, a taxa de câmbio eleva-se a um nível superior ao novo ponto de equilíbrio. À medida que a produção responde, a taxa de câmbio volta ao nível de equilíbrio. Esse seria o *overshooting* da taxa de câmbio, que poderia explicar o porquê das amplas e abruptas variações cambiais não explicadas pelos *fundamentals*.

Outra explicação possível para discrepâncias progressivas ou cumulativas das taxas de câmbio de seus *fundamentals* são as teorias sobre bolhas especulativas. Podem existir bolhas irracionais, como quando ocasionadas por rumores infundados, por exemplo. No entanto, também podem ocorrer bolhas racionais, com agentes agindo conforme a hipótese das expectativas racionais, como quando, a partir de choques inesperados, surgem oportunidades de ganhos fora dos *fundamentals*. Os agentes sabem quais são os *fundamentals*, porém não sabem quando esses voltarão a se impor. Desse modo, os afastamentos das taxas de câmbio de seus valores de longo prazo podem se auto-realizar pela ação dos agentes racionais. Outra fonte de bolhas especulativas é a heterogeneidade na formação das expectativas por parte dos agentes. Por exemplo, existem agentes “fundamentalistas” e outros “grafistas”. Os grafistas trabalham com expectativas adaptativas, não se importando com os *fundamentals*. Considerando-se que os grafistas adquiriram um peso importante a partir dos anos oitenta, os afastamentos das taxas de câmbio de suas tendências fundamentais poderiam ser explicados por esse comportamento. Como os fundamentalistas erravam sistematicamente, foram perdendo terreno para os grafistas no mercado financeiro. Dessa forma, as teorias das bolhas especulativas representam uma admissão de que os mercados podem falhar, não esclarecendo satisfatoriamente, no entanto, os motivos da emergência dessas bolhas, enquanto a explicação para sua explosão é insuficiente (Canuto e Laplane, 1995).

Considerando-se a alta volatilidade cambial, a coordenação de políticas entre governos e as intervenções nos mercados também passam a explicar o comportamento cambial, mesmo com taxas flexíveis. As intervenções nos mercados cambiais podem ser com esterilização, no sentido de separar a política cambial da monetária, ou não esterilizada, sendo essa última mais eficaz no tocante ao câmbio. Essas operações são sinalizações para o mercado, e sua eficácia depende da credibilidade da política econômica. Dessa forma, a credibilidade passa a ser vista como um ativo dos governos, e ações coordenadas entre governos podem ser mais efetivas que as individuais. O simples anúncio de medidas já pode afetar o mercado, visto que os agentes antecipam ações. Essas podem ser estabilizadoras ou não, dependendo da avaliação que os agentes fazem das políticas econômicas e da credibilidade do governo.

A variação cambial pode ter origem em mudanças no equilíbrio dos *fundamentals* ou em fatores não relacionados com os *fundamentals*. Nesse segundo caso, a especulação pode adquirir caráter estabilizador ou desestabilizador. A especulação é estabilizadora quando antecipa uma nova posição de equilíbrio, e é desestabilizadora quando cria um movimento auto-realizável que impede o equilíbrio. A instabilidade cambial pode ter efeitos negativos sobre o comércio internacional. Dessa forma, poderiam se justificar intervenções governamentais, o que de fato tem ocorrido, com muitos países administrando o câmbio. No entanto, também existem dificuldades para os governos identificarem os valores de equilíbrio e se não estão ocorrendo alterações nos *fundamentals*. Outros fatores que poderiam explicar o

não equilíbrio comercial, mesmo com ajustes cambiais, são a Curva-J e a histerese. Essa última ocorreria quando, mesmo desaparecendo a origem dos problemas, suas conseqüências persistem. Desse modo, um choque poderia ter efeitos permanentes.

Com preços flexíveis, a expectativa de inflação passa a exercer influência sobre a taxa de câmbio. Com plena mobilidade de capitais e câmbio flexível, a taxa de juros interna depende da taxa de juros internacional, da expectativa de depreciação cambial e da diferença entre a inflação interna e externa. Nesse contexto, um aumento da oferta monetária não antecipado pelo mercado reduz a taxa interna de juros e provoca saída de capitais, levando a uma depreciação da taxa de câmbio nominal. Isso provoca um aumento da demanda agregada e de produção no curto prazo, com inflação. No entanto, nesse ponto, os agentes revisariam suas expectativas. Os trabalhadores exigiriam maiores salários nominais para compensar a inflação, e a curva de oferta agregada reconduziria a renda e o emprego ao ponto inicial de equilíbrio. Ocorreria também um *overshooting* da taxa de câmbio real, em decorrência do fato de que a economia, e particularmente o mercado de trabalho, não reagem plena e instantaneamente à política monetária não antecipada. Desse modo, a instabilidade da política monetária explicaria a instabilidade da taxa de câmbio real. No entanto, se a política monetária for antecipada, com agentes com expectativas racionais, o efeito é nulo e, portanto, não instabiliza a taxa de câmbio. Por outro lado, de acordo com a teoria do ciclo real de negócios, nem mudanças não antecipadas de política monetária afetariam as variáveis reais da economia, o que só poderia ocorrer como conseqüência de choques reais de oferta aleatórios. Dessa forma, a turbulência das taxas nominal e real de câmbio não estaria relacionada com a adoção do regime flutuante, mas com mudanças reais da economia que afetam os *fundamentals*. Portanto, intervenções governamentais seriam indesejáveis, uma vez que essas impediriam o ajuste ao equilíbrio.

Com taxas de câmbio fixas, os efeitos da política cambial dependem de como a política é percebida pelos agentes. Por exemplo, com expectativas racionais, uma desvalorização cambial anunciada não consegue aumentar a produção e o emprego, nem altera a taxa real de juros e os salários reais, porém produz inflação e perda de reservas cambiais. Por outro lado, uma desvalorização esperada, mas não realizada, provoca inflação e desemprego, no curto prazo. No longo prazo fatores automáticos levariam a economia de volta ao pleno emprego. Uma desvalorização não antecipada, por outro lado, conseguiria elevar a produção e o emprego no curto prazo, apesar de ao custo de inflação. No entanto, no longo prazo esse aumento de produção também não se sustentaria, visto que o aumento de preços compensa a desvalorização cambial, fazendo a taxa de câmbio real voltar ao nível de equilíbrio de longo prazo, de acordo com os *fundamentals*.

3. Mercados de ativos

Com o aumento das transações internacionais de ativos e da turbulência cambial, a teoria buscou adaptar-se de modo a incorporar esses novos elementos. Desse modo, o enfoque do mercado de ativos busca explicar o comportamento da taxa de câmbio e do balanço de pagamentos através da análise do mercado internacional de ativos. A versão mais simples é o enfoque monetário do balanço de pagamentos ou da taxa de câmbio, com equilíbrio nos mercados monetário e de títulos nacional e internacional. Por outro lado, o enfoque do equilíbrio de portfólio considera que os títulos domésticos e externos não são perfeitamente substitutos, existindo risco cambial.

Com taxas de câmbio flexíveis, o enfoque monetário da taxa de câmbio estabelece que o equilíbrio cambial é alcançado pela interação das ofertas e demandas das moedas nacional e estrangeira. Partindo da hipótese absoluta da Paridade do Poder de Compra (PPC) no longo prazo, a teoria conclui que a taxa de câmbio é determinada pela relação entre a oferta monetária doméstica e externa e pela relação entre a demanda por moeda externa e a demanda por moeda doméstica. Como a demanda por moeda depende da taxa de juros e da renda, essas variáveis internas e externas afetam a taxa de câmbio. Desse modo, o equilíbrio cambial depende da oferta e demanda de moeda no exterior, pressupondo uma interdependência entre os países.

Como a hipótese de PPC absoluta é muito restritiva, faz-se uso da hipótese de PPC relativa, a qual prediz que a taxa de variação cambial é igual à diferença entre a taxa de inflação doméstica e a externa. Dessa forma, a valorização cambial é determinada pela soma da diferença entre as variações das ofertas monetárias interna e externa, da diferença ponderada entre as variações da renda externa e interna, e da diferença ponderada entre as expectativas de inflação interna e externa. Essa visão destaca a importância das expectativas e, portanto, de tudo que as determinam, sobre a variabilidade cambial. No entanto, essa teoria depende da confirmação da hipótese da PPC relativa, o que não acontece, visto que a taxa de câmbio real varia. Ocorrem, por exemplo, variações relativas de produtividade entre países, além de variações de curto prazo provocadas por elementos de rigidez de mercado. Além disso, admite-se que ocorre o fenômeno de *pricing to market*, com variações de margens de lucro com o objetivo de manter competitividade e garantir fatias de mercado por parte de empresas estrangeiras, no caso de ocorrer variação cambial real. E, por outro lado, o aparecimento de custos irrecuperáveis impede o caminho inverso. Isso tudo leva a que o enfoque monetário falhe em explicar as variações cambiais de curto prazo.

Por outro lado, podem ocorrer modificações na demanda doméstica por moeda ou por títulos explicadas por alterações de portfólio. O crescimento de operações internacionais de especulação e arbitragem, além da ação de bancos centrais e empresas multinacionais, fez esse fenômeno aumentar de importância.

O enfoque monetário da taxa de câmbio prediz que um aumento da renda interna induz uma apreciação cambial. No entanto, esse resultado é contraditório com a condição de equilíbrio do balanço de pagamentos, já que, segundo esse, o aumento de renda leva a maiores importações, gerando déficit comercial e, por isso, à depreciação cambial. A teoria explica que os dois enfoques não são contraditórios, mas complementares, destacando cada um aspectos específicos que o outro não leva em conta. Por isso, a determinação da taxa de câmbio e da renda seria encontrada com a consideração simultânea dos dois enfoques, de forma a garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos e do mercado monetário.

Outro enfoque é o do equilíbrio de portfólio, que destaca que os títulos dos diferentes países não são perfeitamente substitutos, visto que existem vários tipos de riscos, como o risco cambial, risco político, risco de *default*, além de diferenças de liquidez e de legislações. Dessa forma, os aplicadores passam a exigir um prêmio de risco cambial. Por isso, a condição de paridade descoberta da taxa de juros precisa ser acrescida de um prêmio de risco e, em vista disso, a variação cambial também é afetada ou induzida por esse desconto.

Outro fator que pode afetar a taxa de câmbio são novas informações (*news*), de forma que expectativas sobre a taxa de câmbio futura afetam imediatamente a taxa corrente. Por exemplo, a taxa de câmbio é afetada por eventos políticos importantes e anúncios de déficits orçamentários ou de crescimento da oferta monetária não antecipados. Dessa forma, as variações da taxa de câmbio poderiam ser imprevisíveis, tendo uma evolução randômica ou caótica (isto é, com regras de comportamento desconhecidas).

Com taxas de câmbio fixas, o enfoque do mercado de ativos busca explicar como ocorre o equilíbrio do balanço de pagamentos via ajustes de portfólio ou de riqueza. Nesse contexto, considerações expectacionais assumem muita importância, visto que crises cambiais podem surgir de fluxos especulativos de capitais e que expectativas podem ser auto-realizáveis.

O enfoque monetário do balanço de pagamentos destaca que os fenômenos monetários têm papel fundamental no equilíbrio externo. As contas comercial e de capitais do balanço de pagamentos determinam variações das reservas internacionais, e provocam mudanças na oferta monetária. Essa precisa equilibrar-se com a demanda monetária, que depende da renda e da taxa de juros internas. Desse modo, o saldo do balanço de pagamentos é igual à diferença entre as variações da demanda monetária e do crédito interno líquido, o que demonstra a importância dos fenômenos monetários sobre o equilíbrio externo.

A análise da dinâmica do ajustamento parte dos pressupostos simplificadores de que a economia está no pleno emprego, que o estoque de riqueza é igual ao estoque de moeda, que não havendo títulos para interagir com a moeda a taxa de juros pode ser desprezada, assim como o balanço

de pagamentos é reduzido à balança comercial, e os preços internos estão dados pelos preços internacionais. Dessa forma, a renda deve ser igual ao estoque de moeda para garantir o equilíbrio. Qualquer diferença entre o nível de absorção e o nível de renda de pleno emprego indica um desequilíbrio da balança comercial. Dessa forma, a existência de um estoque monetário superior ao de equilíbrio permitiria que os gastos fossem superiores à renda interna, o que induziria a déficits comerciais. Contudo, nesse caso, haveria um mecanismo automático de ajustamento puramente monetário fazendo os déficits comerciais desaparecerem, com o uso do estoque de riqueza monetária para financiar as importações excessivas, considerando-se que o banco central não altere a oferta monetária. No entanto, a existência de algum tipo de rigidez de curto prazo poderia gerar desemprego, e um problema adicional é que o ajustamento pode demorar um tempo excessivo, visto que depende da modificação do estoque de riqueza, além de que operações de esterilização por parte do banco central podem impedir o funcionamento do mecanismo de ajuste.

Uma desvalorização cambial leva a que diminua a riqueza monetária real, reduzindo o déficit comercial. No entanto, se for gerado um superávit, surgem mecanismos automáticos que tendem a eliminá-lo. O mesmo efeito da desvalorização pode ocorrer pela elevação dos preços dos bens importados ou com a imposição de cotas e tarifas. Todavia, a análise sugere que os efeitos monetários de políticas comerciais são transitórios.

Um saldo comercial negativo pode surgir de déficits públicos financiados com aumento de oferta monetária, uma vez que esse último eleva a riqueza monetária, permitindo um gasto superior à renda de equilíbrio. Se o déficit externo for persistente, ocorre perda continuada de reservas internacionais. Uma desvalorização, nesse caso, por causar inflação, tem efeitos restritos, podendo levar a uma espiral desvalorização-inflação.

Em uma economia aberta, a riqueza pode ser alocada em moeda ou ativos, domésticos ou externos. Considerando-se as opções de títulos e moeda, os aplicadores decidem o tamanho e a composição de seus portfólios de acordo com fatores como taxas de juros e riscos. Partindo-se de uma situação de equilíbrio, um aumento da oferta monetária tem consequências sobre o balanço de pagamentos. O ajuste do tamanho do portfólio é mais lento que o da composição (que pode ser quase instantâneo). A maior oferta monetária leva a uma elevação da riqueza e a um déficit comercial. Nesse processo, ocorre um ajuste na composição do portfólio dos agentes, com menos aplicações em moeda e mais em títulos estrangeiros, o que leva a um déficit na conta de capitais do balanço de pagamentos. Contudo, nessa situação, surge o mecanismo automático de ajustamento, e o déficit comercial tende a diminuir. Ao mesmo tempo, opera o ajuste de tamanho do portfólio até que, por fim, a economia volte à situação de equilíbrio inicial, sem efeitos reais duradouros, porém tendo como resultado do processo a queima de reservas cambiais. O próprio crescimento econômico, além das oscilações de outras variáveis,

levanta a necessidade de se pensar em termos não de um estoque de equilíbrio de moeda, mas de uma taxa de variação de equilíbrio. Dessa forma, pode-se pensar em políticas monetárias adequadas para manter esse equilíbrio.

O enfoque monetário do balanço de pagamentos permite chegar-se a uma equação que pode ser utilizada como ferramenta de programação financeira pelo banco central, no sentido de avaliar os impactos de suas ações sobre o balanço de pagamentos. Dessa forma, em um contexto de câmbio fixo, conclui-se que a inflação, o crescimento da renda e a queda da taxa de juros afetam positivamente o balanço de pagamentos, aumentando a taxa de crescimento da demanda nominal por moeda e a entrada de capitais externos. Por outro lado, o crescimento do multiplicador monetário e do crédito interno líquido provocam déficits no balanço de pagamentos, visto que aumentam a oferta monetária. Tendo em vista a considerável incontrollabilidade de muitas variáveis em uma economia aberta com câmbio fixo, a teoria defende que seria aconselhável ao banco central seguir tendências de longo prazo adotando regras monetárias rígidas, de forma a garantir a credibilidade de suas políticas. Isso é importante porque expectativas de desvalorização e de inflação podem ter fortes efeitos sobre o balanço de pagamentos, com potencial para gerar crises através de ajustamentos de portfólio. Entretanto, mesmo com políticas prudentes, admite-se que podem ocorrer crises geradas por especulações auto-realizadas com outras origens.

No enfoque monetário do balanço de pagamentos existe uma relação positiva entre o crescimento da renda, que implica em crescimento da demanda nominal de moeda, e o resultado do balanço de pagamentos. Todavia, por outro lado, a equação do balanço de pagamentos estabelece que aumentos de renda provocam o crescimento das importações e, por isso, deterioram o balanço de pagamentos. Novamente tem-se que cada um dos enfoques destaca um aspecto particular, podendo ser vistos como complementares. Por isso, usando os dois enfoques simultaneamente, encontrar-se-iam o nível de equilíbrio do balanço de pagamentos e a renda de equilíbrio.

4. Críticas aos fundamentos da teoria

Uma primeira crítica que se pode fazer à teoria novo-keynesiana é de que a caracterização de que a análise de curto prazo com preços rígidos é a keynesiana, enquanto no longo prazo o pleno emprego estaria garantido pela flexibilidade dos mercados, é equivocada. Keynes inverte a análise “clássica”, ou seja, a determinação deve partir do mercado monetário para o de trabalho. Para chegar ao equilíbrio de pleno emprego é necessário que todos os mecanismos intermediários funcionem (incluindo os mercados de capitais e de bens e serviços), de forma que somente a flexibilidade dos mercados não garantiria por si só o pleno emprego. Nesse processo, para Keynes a eficiência marginal do capital pode se alterar, por exemplo, enquanto para os novo-keynesianos ela está dada como parâmetro. Além disso,

para Keynes o equilíbrio não é relacionado com um ótimo, mesmo no longo prazo, podendo ser relacionado com uma situação em que nada muda por fatores endógenos, de forma que fatores exógenos, como a política econômica, passam a ter importância no sentido de mudar a situação sub-ótima.

O modo de funcionamento do mercado de trabalho, fundamental para garantir o equilíbrio de acordo com os novo-keynesianos, é determinado, para Keynes, de forma passiva, sendo seu equilíbrio dependente da demanda efetiva determinada fora de seu contexto. Portanto, essa garantia de equilíbrio é rompida. Da mesma forma, o equilíbrio no mercado de bens não está garantido (pela lei de Say) sem depender do mercado de capitais e do monetário, de modo que, com isso, Keynes rompe a dicotomia entre mercados reais e monetários. Nos capítulos 19 a 21 da Teoria Geral, Keynes flexibiliza preços e salários, demonstrando que, mesmo assim, o equilíbrio de pleno emprego não estaria garantido. Uma queda de salários poderia gerar queda de demanda efetiva com consequências negativas sobre a eficiência marginal do capital, por exemplo. Por isso, o argumento de que Keynes trabalha em um contexto de rigidez que impede o pleno emprego não é válido. Para Keynes, dada a imprevisibilidade e o risco associado à deflação, as políticas econômicas poderiam assumir um papel decisivo, levando-se também em conta a instabilidade estrutural de parâmetros.

A teoria tradicional sobre a macroeconomia aberta parte de determinados pressupostos em termos da noção de equilíbrio, da dinâmica do ajustamento ao equilíbrio, da estabilidade estrutural de seu modelo, da previsibilidade dos mercados e da racionalidade dos agentes. Nesse sentido, a visão novo-keynesiana adota a noção de que existe um só equilíbrio, que esse é ótimo, que existe uma tendência a esse equilíbrio (apesar de admitir que, no curto prazo, a rigidez dos mercados pode impedir transitoriamente o equilíbrio), que existe estabilidade dos parâmetros do modelo e que os mercados são previsíveis, com a hipótese de expectativas racionais servindo de base para a ação dos agentes econômicos.

A hipótese das expectativas racionais prevê a existência de informações perfeitas, não ocorrência de heterogeneidade entre os agentes (como estruturas de mercado não perfeitamente competitivas), igualdade de comportamento e de cálculo, simplicidade desse cálculo e confiabilidade das expectativas sobre o futuro. Nesse sentido, a especulação poderia ser racional no curto prazo, cumprindo um papel estabilizador, no sentido de acelerar e antecipar o ajustamento, segundo uma perspectiva novo-keynesiana. Contudo, seria irracional no longo prazo. Considerando-se a existência de incerteza e de mudanças estruturais, no entanto, podem gerar-se expectativas elásticas, o que é incongruente com a hipótese das expectativas racionais, e nesse caso ficaria impossível demonstrar a existência de uma taxa de câmbio de equilíbrio.

A teoria novo-keynesiana parte do conceito de equilíbrio geral walrasiano, com a operação da lei de Say e da teoria quantitativa da moeda, acrescida pelas expectativas racionais, em contextos de

processos estocásticos. Por outro lado, não se admite como normal a existência de *path-dependence* ou de histerese. Da mesma forma, não existe instabilidade estrutural endógena, sendo os ciclos causados por forças exógenas ou por rigidezes ou falhas de coordenação de curto prazo, sempre existindo, no entanto, uma tendência ao ajuste automático de volta ao equilíbrio.

Uma macroeconomia keynesiana aberta deve partir de pressupostos bem diferentes desses. Para Keynes, um equilíbrio pode não ser ótimo, podem existir vários equilíbrios (abrindo a possibilidade de *path-dependence* e histerese), esses equilíbrios não são necessariamente estáveis e nem existe uma tendência endógena a um equilíbrio ótimo, além de que pode existir instabilidade estrutural dos parâmetros do modelo e existe incerteza não redutível a risco. Dessa forma, as expectativas (e os comportamentos convencionais, o tempo, a mudança) assumem importância, assim como se abre espaço para as políticas econômicas.

Para a teoria novo-keynesiana, a dinâmica cambial está, em princípio, atrelada aos mercados reais, funcionando como reflexa a essa, a não ser por choques exógenos ou por imperfeições de curto prazo. Na ótica keynesiana, por outro lado, a dinâmica cambial teria autonomia relativa sobre a órbita real, podendo influir sobre essa última, não existindo subordinação, mas sim interdependência. Desse modo, os mercados reais e cambiais teriam determinantes específicos diferenciados. Por isso, a taxa de câmbio poderia assumir valores independentes de seus determinantes econômicos últimos, por exemplo. Nesse sentido, cabe destacar a importância do crescimento exponencial da riqueza financeira líquida como potenciador de instabilidade. Schulmeister (1988), a partir da análise do padrão de comportamento da taxa de câmbio entre o dólar e o marco alemão de 1973 a 1988, conclui que esse padrão não foi compatível com a hipótese das expectativas racionais. O uso, por parte de *dealers*, de métodos gráficos ou regras sem relação com os *fundamentals*, garantiu-lhes ganhos sistemáticos e significativos. Dessa forma, os mercados cambiais não demonstraram eficiência, no sentido da hipótese de expectativas racionais, que prevê que os agentes aprendem e, por isso, não podem ocorrer erros sistemáticos. O uso de métodos com base em valores passados resultando lucro sistemático para os especuladores contradiz essa regra, justamente em um mercado de alta fluidez. Essa especulação teria como principal consequência a desestabilização das taxas de câmbio. Para Schulmeister, a taxa de câmbio flutuaria em torno de um centro de gravidade (a paridade de poder de compra), porém sem tendência à convergência. Essas flutuações seriam geradas pela interação entre desequilíbrios do mercado de bens e do mercado de ativos.

Segundo Biasco (1987), existem fatores endógenos que determinam “ciclos cambiais”, de forma que não ocorre uma convergência a um valor de equilíbrio de longo prazo que, de resto, seria uma noção dúbia. A existência desses ciclos contrariaria a hipótese das expectativas racionais e o enfoque do mercado de ativos. O que a teoria convencional veria como condições dadas estão, na realidade, em

mutação em cada contexto, e o que veria como distúrbios exógenos seriam aspectos institucionais e estruturais endógenos ao mercado. Para Biasco, nem todas as informações do mercado cambial estão expressas em preços, de forma que não se cumprem as hipóteses de eficiência informacional, podendo existir heterogeneidade de expectativas não corrigidas pelo mercado. Desse modo, ocorrem ajustamentos lentos fora de equilíbrio, originando ciclos que não seriam somente de curto prazo ou determinados por fatores exógenos.

A visão novo-keynesiana sobre a macroeconomia aberta parte do pressuposto de existência de uma economia intrinsecamente estável, em que o livre mercado poderia resolver os problemas que porventura surgissem exogenamente ou pela falta de liberdade do mercado no curto prazo. O lado real dessa economia possui determinantes próprios, que no longo prazo independem de fatores monetários ou cambiais. Por isso, o regime cambial adequado seria aquele que não interviesse com o lado real da economia, não havendo uma preferência por regimes de câmbio fixo ou flexível. Ambos, em princípio, permitiriam que a economia chegasse ao equilíbrio de pleno emprego, desde que o mercado fosse livre. Visto que a economia tenderia a estar em equilíbrio de pleno emprego no longo prazo, a análise das consequências de qualquer fator exógeno parte desse ponto, o que viesse a análise, porquanto tiraria a economia de seu equilíbrio desejável. O próprio termo usado para esses fatores, *disturbance*, já denota uma visão pré-concebida. Também chama a atenção que essas perturbações só são causadas por governos, políticos ou sindicatos, e não por empresários, em princípio, uma vez que esses são tratados teoricamente como algoritmos maximizadores, não se considerando diferenças de poder entre os agentes econômicos (tanto entre os empresários em si, quanto entre esses e os trabalhadores).

Na tentativa de autodefesa da teoria tradicional frente à evidência empírica contraditória ou a paradoxos, aparecem vários modelos ou teorias. Desse modo, surgem como explicações “bolhas especulativas”, a Curva-J, processos de *overshooting*, histerese, *path-dependence*, *sunk costs*, *pricing to market*, *news*, coordenação de políticas, entre outras. O problema é que essas explicações têm um caráter *ad hoc*, não sendo incorporadas no núcleo da teoria, de modo que ficam como “anexos” ou “remendos” a serem utilizados para dar àquela maior aderência à realidade.

5. Macroeconomia keynesiana aberta

Existem defensores de regimes de câmbio fixo e flexíveis tanto entre monetaristas quanto entre keynesianos, como destaca Smithin (1994). Para os monetaristas pró-câmbio flexível, esse seria necessário para que os países individualmente tivessem liberdade para controlar sua inflação, o que não poderia acontecer com a “contaminação” das políticas nacionais imposta pelo regime de câmbio fixo. Por outro lado, os monetaristas defensores do câmbio fixo entendem, ao contrário, que esse justamente

obriga à manutenção da disciplina monetária para que o país seja preservado, considerando-se que os outros países ou os mais importantes se comportam dessa forma.

Na órbita keynesiana, autores que defendem maior autonomia nacional para as políticas econômicas tendem a ser partidários de regime de câmbio flexível, para que esse não constranja outros objetivos, como a própria busca de estabilidade para a taxa de juros e de salários. Ou seja, poderia haver uma contradição ou constrangimento para o alcance simultâneo desses objetivos.

De outra parte, keynesianos também defendem regimes de câmbio fixo, sob o argumento de que, em uma economia monetária, tanto em nível nacional quanto internacional, as decisões são tomadas em contexto de incerteza, de forma que o câmbio fixo teria um importante papel como estabilizador de expectativas.

O próprio Keynes teve visões diferentes sobre o tema durante sua vida. Entretanto, na última fase, defendeu o sistema de taxas fixas, porém ajustáveis, de Bretton Woods. Dessa forma, talvez a melhor interpretação sobre sua preferência seja a de que era favorável a um sistema administrado via cooperação internacional, de forma a não prejudicar os objetivos nacionais e, ao mesmo tempo, garantir o crescimento do comércio internacional.

Os movimentos de capitais influenciam o balanço de pagamentos, porém também são influenciados pela política macroeconômica. Da mesma forma, há uma mútua determinação entre estabilidade econômica e taxas de câmbio, com a segunda influenciando a primeira e vice-versa. Por isso, Smithin chama a atenção para a importância que tiveram, desde 1973, as políticas macroeconômicas erráticas, principalmente dos EUA, e que, se essas não tivessem tido esse comportamento, seria duvidoso que taxas de câmbio fixas teriam feito diferença. Desse modo, o comportamento desalinhado da taxa de câmbio não seria algo inerente ao regime cambial do período. Livre comércio não exigiria taxas de câmbio fixas, e os custos de políticas deflacionárias para manter o câmbio rigidamente fixo podem ser maiores que os necessários para conviver com câmbio flexível ou administrado. Acordos sobre políticas macroeconômicas, no sentido de prevenir variações bruscas de taxas de câmbio que prejudiquem a acumulação, implicam em certa perda de soberania. No entanto, a manutenção, pelo menos parcial, de soberania sobre a política monetária, é importante para garantir controle sobre a taxa de juros e, portanto, para manter prioridades domésticas de crescimento econômico.

Davidson (1994) chama a atenção para o fato de que, contrariamente ao previsto pela teoria clássica do comércio internacional, a existência de desequilíbrios de balanço de pagamentos cria problemas de liquidez não ajustáveis automaticamente e, no atual arcabouço financeiro internacional, o ônus do ajustamento recai sobre a nação deficitária, prioritariamente. Em uma economia aberta, a demanda por moeda sofre impactos não neutros, sendo necessária uma teoria da liquidez e dos ativos

internacionais. Num contexto de incerteza não estatisticamente predizível, a manutenção de liquidez é essencial e, em uma economia aberta, isso representa a manutenção de reservas internacionais. Da mesma forma, para garantir o crescimento do comércio internacional, é necessária a provisão adequada de liquidez em nível mundial.

Segundo Davidson, em um ambiente de incerteza, um regime de taxas de câmbio flexíveis tende a ser mais desestabilizador, criando constrangimentos para o comércio internacional, além de incentivar movimentos de capitais especulativos e precaucionais de curto prazo, sendo que a hipótese da eficiência dos mercados não é demonstrada efetivamente. Como as expectativas estão ancoradas em convenções, o câmbio fixo cumpriria essa função, diminuindo a volatilidade dos mercados.

Com taxas de câmbio flexíveis, nada implica que se chegue a um vetor de preços que garanta o equilíbrio geral, e a mera busca de lucro por parte dos operadores de divisas não dá certeza sobre o fornecimento da necessária liquidez ao sistema. Esses agentes podem se envolver em operações que não necessariamente conduzam a uma taxa de câmbio de “equilíbrio” de longo prazo, mas sim que lhes garantam um maior retorno no curto prazo, seguindo os comportamentos predominantes. Um regime de câmbio flexível, sem intervenção do banco central, equivaleria a uma economia doméstica sem contratos a termo, o que seria inconsistente com uma economia moderna. Justamente isso explicaria o crescimento das intervenções dos bancos centrais nos mercados cambiais desde o fim de Bretton Woods. Esses bancos centrais, em operações cooperativas, seriam mais eficientes em garantir a liquidez necessária ao crescimento do comércio internacional do que os operadores privados. Quanto mais flexível o câmbio, maior seria o incentivo para obter ganhos especulativos em detrimento do processo produtivo, de forma que as taxas cambiais tenderiam a ser determinadas por movimentos de capitais, mais do que por sua paridade de poder de compra. Desse modo, para Davidson, o ideal seria a garantia de uma taxa de câmbio fixa.

Sheila Dow (1986-87) destaca a importância da preferência pela liquidez na determinação dos ciclos econômicos. Em uma economia aberta com taxas de câmbio fixas, a oferta monetária está relacionada com o resultado do balanço de pagamentos. Nesse contexto, uma expectativa de crescimento dos lucros provoca um fluxo de divisas que acresce a oferta monetária doméstica, de forma que uma economia aberta tem sua capacidade de crédito expandida. Dow nota também que a teoria deve ser entendida com uma visão espacial e temporal. Por exemplo, se aumentar a expectativa de retornos de investimentos em um país de um ano para outro, porém se ainda assim o retorno esperado for maior em outros países, pode haver saída de capitais ao invés de entrada. Por outro lado, se um país possuir expectativas de retorno superiores a outros em várias fases do ciclo econômico, pode haver entrada de capitais mesmo nas fases más do ciclo. Dessa forma, a oferta de crédito em um país é também dependente do contexto internacional.

Em uma economia aberta com taxas de câmbio flexíveis, o resultado do balanço de pagamentos não afeta diretamente a oferta monetária nominal. No entanto, por exemplo, uma apreciação cambial reduz os preços das importações e, portanto, afeta indiretamente o valor real da oferta monetária, de forma que uma expectativa de expansão da economia aumenta sua liquidez. Desse modo, a taxa de câmbio tem um comportamento que aumenta a volatilidade do ciclo em economias abertas com câmbio flexível, de forma semelhante ao que acontece em países com grande abertura econômica e câmbio fixo, apesar de que sejam diferentes os mecanismos pelos quais isso ocorre.

Uma visão pós-keynesiana, portanto, parte da constatação da instabilidade inerente das economias de mercado. Segundo Sheila Dow, quanto mais abertas as economias, mais esta instabilidade é acrescida. A moeda joga um papel fundamental, tendo os fluxos monetários internacionais um comportamento que exacerba os ciclos econômicos tanto na recessão quanto na expansão.

6. Hegemonia e cooperação

Para Kindleberger (1973), a estabilidade do sistema monetário internacional exige que um país assuma a liderança ou hegemonia do sistema, ou a responsabilidade, como prefere dizer. Segundo esse autor, uma explicação básica para a crise dos anos trinta teria sido justamente o fato de que, ao mesmo tempo em que a Grã-Bretanha era já incapaz de assumir a responsabilidade de estabilizar o sistema, os EUA demonstraram falta de decisão para assumir esse papel. Essa responsabilidade implica cinco funções, para Kindleberger: manter um mercado relativamente aberto para bens importantes; fornecer empréstimos anticíclicos de longo prazo; estruturar um sistema relativamente estável de taxas de câmbio; assegurar a coordenação das políticas macroeconômicas; e atuar como emprestador de última instância, de modo a garantir liquidez em casos de crises financeiras. Dessa forma, o país hegemônico forneceria o “bem público” estabilidade monetária internacional. A crise, se a hegemonia de uma moeda é necessária, seria a transição de uma para outra moeda hegemônica.

Segundo Eichengreen (1995), os sistemas monetários internacionais bem sucedidos têm em comum três atributos, quais sejam, capacidade de ajustar-se a choques de preços relativos, adesão dos participantes a regras monetárias rígidas e habilidade para conter pressões de mercado. Isso poderia existir tanto com câmbio fixo quanto flexível, sendo que as três características incorporariam as principais vantagens de ambos os regimes cambiais. Eichengreen destaca como fundamental a credibilidade das políticas econômicas governamentais para a manutenção da estabilidade cambial, credibilidade essa que pode ser alcançada também via cooperação internacional. Todavia, para se chegar aos pré-requisitos da estabilidade, haveria obstáculos originados, segundo o autor, pela crescente organização dos mercados de trabalho, pela politização das políticas econômicas e pelo aumento da dificuldade de conter pressões de mercado. Essa visão, no entanto, pode ser criticada no sentido de que

analisa os problemas do sistema monetário internacional como superáveis por regras e gestão corretas, sem levar em consideração os efeitos da interação das órbitas monetária e produtiva.

As regras e a gestão corretas para garantir a estabilidade do sistema monetário internacional poderiam ser garantidos pelo exercício de um poder hegemônico, segundo vários autores, como Kindleberger. Eichengreen (1990) faz uma análise do poder explicativo dessa interpretação, chegando à conclusão de que, em alguns momentos históricos, sua aplicabilidade é melhor e em outros é de pouca utilidade, e de que em geral não consegue explicar bem situações específicas, apesar de poder explicar melhor situações gerais, porém sempre em conjunto com outros fatores.

A estabilidade monetária internacional, vista como um bem público e com o problema do *free rider*, necessitaria de regras extramercado para ser garantida, e essas poderiam ser fornecidas por um país hegemônico, com poder econômico concentrado. Em termos históricos, o padrão-ouro poderia ser relacionado à hegemonia da Grã-Bretanha (e da libra esterlina) e o sistema de Bretton Woods à hegemonia dos Estados Unidos (e do dólar). O país hegemônico poderia manter a coesão do sistema via políticas de estímulo (como num cartel com firma dominante), ou via coerção ou sanções contra defecções. Essas medidas seriam ou econômicas ou políticas e militares, porém para Eichengreen não se deve entender a hegemonia como a política determinando a economia diretamente, visto que as políticas públicas necessitariam ser legitimadas pelo mercado, para o que a credibilidade seria essencial. De outra parte, as políticas econômicas necessitariam ser coerentes com os fundamentos econômicos, uma vez que, caso contrário, estaria posto um conflito que mesmo um poder hegemônico não teria condições de sustentar no longo prazo. Nessa análise, o autor parte de uma concepção de equilíbrio geral walrasiano, com pressupostos de existência, unicidade e estabilidade do equilíbrio. Além disso, na maioria dos casos o país hegemônico necessitaria do compromisso de outras nações na configuração, operação e administração de crises do sistema monetário, de forma que se poderia falar de uma hegemonia cooperativa. Eichengreen também destaca que, em termos históricos, a hegemonia é transitória, de forma que um sistema monetário internacional baseado em um poder hegemônico também seria historicamente datado.

Para Mundell (1991), as taxas de câmbio são atualmente dominadas por ondas baseadas em transações especulativas, além de que as transações de capital no mercado cambial são muito mais importantes em valores do que o comércio internacional. Isso originaria desvios sustentados da paridade do poder de compra, sendo que grandes variações da taxa de câmbio nominal e real tenderiam a quebrar a disciplina monetária e provavelmente causam menor eficiência no comércio internacional. No entanto, o sistema não se torna caótico, e isso se deve, segundo Mundell, à existência de *currency areas*, à credibilidade dos bancos centrais e ao exercício de coordenação e hegemonia, com a persistência de uma moeda dominante (o dólar) como centro do sistema.

Smithin (1994) destaca que, com a existência dos mercados *offshore*, os efeitos das políticas econômicas sobre a esfera produtiva se difundem geograficamente com maior intensidade e rapidez. Para esse autor, um sistema hegemônico domina a economia mundial, impondo sua disciplina. O “jogador chave” tem poder sobre os outros, e adota políticas unilaterais de acordo com determinações internas. Esse sistema só se sustenta enquanto for benéfico aos maiores jogadores. Caso contrário, esses últimos suspendem as regras do jogo.

No sistema walrasiano, em princípio, a hegemonia não seria necessária, visto que o sistema é estável. Para calibrar a liquidez adequadamente, o ideal seria a existência de um banco central independente, tendo em vista que se trataria de uma tarefa meramente técnica. Em nível internacional, uma burocracia poderia definir a liquidez adequadamente, porém essa necessitaria de poder para impor disciplina aos países.

Em uma visão keynesiana, admitindo-se que o sistema não é intrinsecamente estável, pode-se entender o papel da hegemonia de forma diferenciada. O país hegemônico não proveria simplesmente um bem público, porém determinaria um “equilíbrio” e garantiria a estabilidade para o sistema, mesmo que, ou inclusive porque, a existência, a unicidade e a estabilidade do equilíbrio não poderiam ser garantidos somente via mercado. A determinação de um “equilíbrio” de forma hegemônica não implica que esse seja ótimo, havendo inclusive uma dimensão política na sua determinação pelo país hegemônico.

Aglietta (1986) critica as teorias de economia internacional ortodoxas, no sentido de que elas, tanto para câmbio fixo quanto flexível, não levam em conta a soberania monetária nacional, como se as moedas fossem homogêneas e como se as taxas de câmbio fossem simples variáveis de ajuste. No entanto, para Aglietta, as nações não são entidades redutíveis a agentes econômicos individuais com comportamentos uniformes, tendo, ao contrário, interações estratégicas, com comportamentos rivais ou cooperativos, por exemplo, e essa não é somente uma questão de realismo da teoria, porém uma condição lógica que define um sistema monetário internacional. Para Aglietta, as divisas possuem uma hierarquia entre si, existindo, nesse contexto, divisas chaves. Essas moedas competem entre si, e não têm uma função meramente instrumental, como previsto nas teorias ortodoxas. A interação monetária internacional produz perturbações ou custos não absorvidos por ajustes automáticos. Essas externalidades são produzidas por dificuldades de liquidez internacional, pela interação ou instabilidade entre as taxas de câmbio e por incompatibilidades entre políticas econômicas nacionais. As externalidades exigem uma centralização para que a incerteza e os custos de interação entre países sejam reduzidos, o que é feito pela definição de uma moeda internacional como um compromisso econômico e político entre as nações mais influentes.

O aumento da mobilidade dos capitais e da integração financeira privatizou a criação de liquidez internacional. Nesse ambiente, é o fluxo de capitais que domina a determinação das taxas de câmbio, perdendo importância as políticas nacionais. Ao mesmo tempo, uma fragilidade financeira se propaga mais rapidamente e profundamente, podendo surgir especulações desequilibradoras num contexto em que o que importa aos agentes privados é seu ganho, independentemente de considerações sobre os fundamentos da economia. Métodos grafistas e comportamentos de imitação recíproca podem levar à unanimidade de opiniões com prognósticos que se auto-realizam, de forma que as taxas de câmbio, nesse contexto, adquirem um comportamento basicamente especulativo. No entanto, a instabilidade das taxas de câmbio e seus prejuízos não devem levar, segundo Aglietta, à conclusão de que um regime de câmbio fixo seja superior.

Dentro de cada espaço nacional, a primeira qualidade de uma moeda é sua unicidade (ser o padrão de referência comum), enquanto a qualidade primeira de uma divisa é sua convertibilidade, mesmo sem que haja unicidade em nível internacional. Em nível nacional a unicidade da moeda é imposta institucionalmente como regra social, enquanto em nível internacional, se não houver outras regras, fica a cargo do mercado sua definição, o que pode levar a resultados perversos, via operações de arbitragem, uma vez que a moeda internacional não é um mecanismo natural, porém uma organização social e histórica.

Os mercados financeiros integrados, via arbitragem, são ineficazes, segundo Aglietta, para levar ao ajuste dos balanços de pagamentos. Podem inclusive, ao contrário, conduzir a desequilíbrios cumulativos. Dessa forma, uma organização deveria garantir regras e instituições para realizar a unicidade da moeda internacional. A centralização, com um prestador de última instância, seria inerente à própria moeda como regra social, tanto em nível nacional quanto internacional. Essa centralização reduz as externalidades, controla a oferta de liquidez e garante a unicidade da moeda. Sem o controle da liquidez, os mercados financeiros podem possuir uma autonomia perversa. No entanto, esses mercados financeiros devem, ao contrário, ter uma função orientadora sobre os capitais investidos na economia real.

Para Aglietta, uma organização monetária internacional é eficiente se administra corretamente os ajustes dos balanços de pagamentos e a liquidez internacional, devendo ser flexível e deter credibilidade. Segundo Keynes, interpretado por Aglietta, essa organização deveria possuir um princípio supranacional, contrapondo-se ao princípio hegemônico, que não passaria de uma formalização de interesses dominantes. A liquidez internacional deveria, dessa maneira, ser suprida por uma instituição monetária supranacional que emitiria uma moeda de reserva internacional puramente fiduciária, garantindo sua unicidade e convertibilidade, e de forma a impedir que a demanda por convertibilidade prejudique sua qualidade de unicidade por variações excessivas de liquidez. Isso

forçaria a que os desequilíbrios de balanços de pagamentos recebessem tratamento simétrico entre países excedentários e deficitários. Dessa forma, Aglietta defende que a cooperação monetária negociada é essencial, porém essa precisa ser institucionalizada e supranacional. A institucionalização, com uma organização com poder executivo, seria essencial para dar eficácia ao sistema. Essa cooperação supranacional institucionalizada seria pluralista, ao contrário do sistema hegemônico, com a formação de compromissos negociados sobre a diversidade de interesses. A coordenação não implicaria necessariamente políticas convergentes, porquanto diferentes países podem ser afetados por determinadas conjunturas de forma desigual, sendo que, por isso, a coordenação poderia se expressar inclusive em políticas divergentes.

7. Conclusões

As teorias ortodoxas sobre a economia internacional podem ser entendidas como uma explicação para o funcionamento do capitalismo em nível global. Dessa forma, entendem-se essas teorias como explicitando a lógica da dinâmica econômica, demonstrando não haver uma tendência ao caos, dada a existência de fundamentos econômicos, sem que se prove que a economia concretamente vá funcionar dessa forma. Nesse sentido, podem-se aplicar as críticas de Vercelli às teorias econômicas internacionais ortodoxas. Por exemplo, pode-se questionar a existência, unicidade e estabilidade do equilíbrio dessa economia. Essa é uma crítica sobre inconsistências internas das teorias ortodoxas.

Outra crítica teórica é sobre a aplicabilidade das teorias ortodoxas à realidade, sem as devidas mediações. Ou, quando ocorre o uso de mediações, pode-se muitas vezes criticá-las no sentido de que essas são pobres e *ad hoc*. As mediações microeconômicas, a análise sobre o funcionamento da sociedade concreta, o problema do distanciamento dos *fundamentals* com a globalização financeira, todos são exemplos de dificuldades para essas teorias, tendo em vista sua insuficiência explicativa e suas fracas ligações com o núcleo da teoria.

As mudanças estruturais na economia mundial, via alterações tecnológicas e regulatórias com impactos nos mercados financeiros que incrementam e facilitam movimentos de capitais, estabelecem praticamente um mercado global de capitais. Nesse contexto, não existem somente fluxos de poupança financeira, porém mobilidade de estoques de riqueza. A globalização financeira estabeleceria como imperativos o livre mercado, a livre mobilidade de capitais e a anacronia das políticas monetárias com o objetivo de afetar a esfera produtiva da economia, além de que a independência dessas políticas entre países também estaria superada.

Smithin (1994) destaca um paradoxo dessa situação, uma vez que, com a conta de capitais dominando a conta corrente do balanço de pagamentos, isso implicaria que a política monetária torna-se mais importante que na situação anterior. Isso ocorre porque alterações nas taxas de juros causam, com

maiores fluxos de capitais e seus impactos sobre a taxa de câmbio, consequências essenciais sobre a balança comercial. Dessa forma, ficaria mais importante controlar a política monetária internamente na nova situação. Smithin parte do pressuposto de que a política monetária tem poder para determinar as taxas de juros e, por isso, influi sobre o emprego e a produção.

Por outro lado, se é o fluxo de capitais que determina a política econômica, e não essa que serve como âncora das taxas cambiais, não se poderia falar em credibilidade de uma política, a não ser que se aceitar que a política de maior credibilidade é a que não existe.

Concretamente, a maior fragilidade financeira dos estados nacionais não trouxe uma crise de grandes proporções, pelo menos por enquanto. Os bancos centrais dos países chaves, inclusive com ações cooperativas, porém basicamente de forma *ad hoc*, têm conseguido evitar que a especulação contamine essencialmente a atividade produtiva, de forma que ambas avançam com relativa autonomia. O setor produtivo privado, por outro lado, tem conseguido dar respostas positivas (sob seu ponto de vista), via flexibilização produtiva e levando a que seus ganhos derivem tanto da esfera produtiva quanto da especulativa. A interação entre o grande e crescente estoque de riqueza financeira acumulada e os investimentos produtivos pode ser vista por dois ângulos. De um, a transformação do primeiro em acumulação de capital depende da existência de oportunidades de ganhos, todavia, por outro lado, o estoque de riqueza financeira cria constrangimentos e instabiliza a acumulação, trazendo consequências negativas.

Com o crescimento da acumulação fictícia de capital, o controle da inflação torna-se mais importante, com o objetivo de evitar a desvalorização dos ativos financeiros, visto que os ativos operacionais podem ser mais facilmente protegidos da inflação. Não se cria uma contradição entre o setor produtivo e o financeiro, ou uma resistência do primeiro contra as atividades especulativas, porque as grandes empresas assumem os dois papéis. Da mesma forma, se os governos não chegam a um acordo sobre uma ordem monetária internacional, não é porque ainda não exista um suficiente aprendizado sobre as vantagens da cooperação, ou porque o setor privado também precisaria se convencer sobre essas vantagens. Se isso não ocorre, é porque a especulação no mercado cambial gera ganhos e porque as empresas produtivas também usufruem desses ganhos e, em vista disso, existe uma coalizão de interesses nesse sentido, pelo menos enquanto não surgir uma crise grave.

Nesse contexto, as políticas macroeconômicas deflacionárias são impostas prática e teoricamente como a única alternativa. Os mercados tendem a enquadrar as políticas econômicas no que se poderia chamar de “tirania” sobre os estados nacionais e a sociedade. A prioridade torna-se a estabilidade e não o crescimento econômico. Sob o ponto de vista dos países não desenvolvidos, essa lógica é negativa mais do que para o Primeiro Mundo, tendo em vista que o crescimento naqueles é crucial. A estabilidade como pressuposto para o crescimento estabelece uma ordem de prioridade das

políticas, e uma contradição das políticas de crescimento sobre a estabilidade, justamente quando essa se torna mais difícil, num contexto de maior instabilidade desde o fim de Bretton Woods. Giannetti da Fonseca (1989, p. 47), por exemplo, admite que o “neoliberalismo contemporâneo [...] não desenvolveu um corpo significativo de reflexão sobre questões como o atraso econômico secular [...] e a [...] pobreza em massa”, características que exigem um tratamento teórico e concreto diferenciado. Além disso, no debate sobre política cambial ou ordem monetária internacional, o Terceiro Mundo também está deslocado. Mesmo uma proposta como a de Aglietta, sob o ponto de vista do Brasil, por exemplo, poderia ser interpretada como a formação de um cartel hegemônico dos países dominantes.

O atual contexto de “tirania” dos mercados financeiros estabelece contradições com princípios democráticos, da mesma forma que propostas sobre instituições supranacionais que sejam livres dos processos políticos, como destaca Smithin (1994). Essa contradição é importante se houver divergências entre as políticas deflacionistas e as de desenvolvimento. As visões novo-clássica e novo-keynesiana dão a sustentação teórica adequada para a justificação das políticas liberais, nesse contexto. Essas teorias possuem um viés autoritário, preocupante principalmente para o Terceiro Mundo, onde existe fragilidade democrática, que pode ser percebido no seu discurso sobre os distúrbios causados por eleições, sindicatos e governos democráticos sobre o equilíbrio e a eficiência dos mercados. Os autores dessas correntes teóricas partem de uma visão de mundo e usam um conceito de estabilidade macroeconômica que pode ser questionado. Provindo de uma visão de mundo diferente, pode-se concluir que a “tirania” dos mercados financeiros sobre os estados nacionais e a sociedade deveria sofrer um contra-movimento. Ou seja, conforme destaca Belluzzo (1995), ou a sociedade controla o mercado ou o mercado controla a sociedade.

Referências Bibliográficas:

- AGLIETTA, Michel (1986). **El fin de las divisas clave**. México: Siglo Veintiuno.
- BAER, Monica et alii (1995). Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**. Campinas: IE/Unicamp, n. 4, junho.
- BELLUZZO, Luiz G. M. (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**. Capinas: IE/Unicamp, n. 4, junho.
- BIASCO, Salvatore (1987). Currency Cycles and the International Economy. **Quarterly Review**. Roma: Banca Nazionale del Lavoro, n. 160, março.
- CANUTO, Otaviano; LAPLANE, Mariano (1995). **Especulação e Instabilidade na Globalização Financeira**. Campinas: IE/Unicamp, mimeo.
- DAVIDSON, Paul (1994). **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Aldershot: Edward Elgar.
- DOW, Sheila (1986-87). Post Keynesian monetary theory for an open economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. IX, n. 2, winter.
- EATWELL, John (1996). Unemployment on a World Scale. In: EATWELL, John (ed.) (1996). **Global Unemployment: loss of jobs in the ‘90s**. London: M. E. Sharpe.
- EICHENGREEN, Barry (1990). **Elusive stability: essays in the history of international finance, 1919-1939**. Cambridge: Cambridge University Press.

-
- (1995). História e reforma do sistema monetário internacional. **Economia e Sociedade**. Campinas: IE/Unicamp, n. 4, junho.
- FONSECA, Eduardo Giannetti da (1989). **Liberalismo X Pobreza**. São Paulo: Inconfidentes.
- KINDLEBERGER, Charles (1973). **La Crisis Económica 1929-1939**. Barcelona: Crítica.
- MUNDELL, Robert (1991). The Great Exchange Rate Controversy: Trade Balances and the International Monetary System. In: BERGSTEN, C. F. (ed.) (1991). **International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991**. Washington: Institute for International Economics.
- RIVERA-BATIZ, F.; RIVERA-BATIZ, L. (1994). **International Finance and Open Economy Macroeconomics**. New York: Macmillan Publishing Company.
- SCHULMEISTER, Stephan (1988). Currency Speculations and Dollar Fluctuations. **Quarterly Review**. Roma: Banca Nazionale del Lavoro, n. 167, dezembro.
- SMITHIN, John (1994). **Controversies in Monetary Economics**. Aldershot: Edward Elgar.
- VERCELLI, Alessandro (1991). **Methodological foundations of macroeconomics: Keynes and Lucas**. Cambridge: Cambridge University Press.