

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

CÂMBIO, JUROS E FISCO: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.

*este exemplar correto -
onde ao original do
foi defendida pelo aluno
José Carlos Rocha Miranda
em 23.04.92 e orientada pelo
Prof. Dr. Manoel Luiz Passas.*

José Carlos Rocha Miranda

Tese de Doutorado em Economia
apresentada ao Instituto
de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, sob
orientação do Professor Doutor
Manoel Luiz Passas.

passas

Campinas, 1992.

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

AGRADECIMENTOS

Gostaria de manifestar meus agradecimentos ao Centro Interno de Estudos de Relações Econômicas Internacionais e ao Núcleo Interno de Economia Industrial e da Tecnologia do Instituto de Economia da UNICAMP, pela oportunidade de, ao longo das pesquisas por eles desenvolvidas, apresentar e discutir os argumentos fundamentais desta tese; ao Acordo CAPES-COPECUB e, em particular, à Universidade de Paris-Nord (U.F.R. de Sciences Économiques et de Gestion) pelo incentivo ao prosseguimento desta investigação. Por muitos e úteis comentários, críticas e sugestões deixo consignada minha especial deferência a *Mario Luiz Fossas, Maria da Conceição Tavares, Fernando Nogueira da Costa, Mônica Baer, Pierre Salama e Jean Cartier-Bresson*. Finalmente, agradeço a todos os colegas do Instituto de Economia que propiciaram a edição final deste trabalho.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	01
CAPÍTULO I - A GESTÃO DA RIQUEZA: UMA QUESTÃO RECORRENTE DO ESTADO CAPITALISTA	08
I.1. Keynes sobre a Política Monetária	13
I.2. Política Cambial e Ordem Monetária Internacional	39
I.3. Gasto Fiscal e Política Econômica	54
I.4. Que Políticas para o Capitalismo	61
CAPÍTULO II - ASCENSÃO E QUEDA DE BRETTON WOODS	74
II.1. Sistema Monetário Internacional e seus Modelos Explicativos	81
II.2. Política Fiscal versus Política Monetária?	94
II.2.1. Síntese neoclássica e política macroeconômica	96
II.2.2. Milton Friedman: o quantitativismo revisitado	104
II.3. A Realidade da Política Econômica	115

CAPÍTULO III - POLÍTICAS DE AJUSTE MONETÁRIO-FISCAL	
SOB REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE E GL	
BALIZAÇÃO FINANCEIRA	131
III.1. Estratégias de Financiamento do	
Déficit Público	141
III.1.1. Estados Unidos	141
III.1.2. Inglaterra	152
III.1.3. Alemanha	161
III.1.4. França	168
III.2. Bancos Centrais e Mercado Mon-	
tário-Financeiro	173
III.2.1. O FED e a política mo-	
netária americana	176
III.2.2. O Banco da Inglaterra:	
um caso de política	
monetária acomodatória	187
III.2.3. Bundesbank: independên-	
cia legal e autonomia	
da política monetária?	201
III.2.4. Banco da França: do Con-	
trole quantitativo do	
crédito à reforma finan-	
ceira	221
III.3. Bancos Centrais e Mercado Cam-	
bial	235

III.4. Inter-relação Fiscal, Monetária e Cambial: Alguns Elementos para se Pensar a Coordenação de Políticas Macroeconômicas de 1985 a 1989	250
 CAPÍTULO IV - CÂMBIO E JUROS: COMENTÁRIOS SOBRE A INTERDEPENDÊNCIA DE VARIÁVEIS ECONÔMICAS ...	268
IV.1. O Ajuste Monetário do Balanço de Pagamentos	272
IV.1.1. Os modelos de sobre-reação da taxa de câmbio	272
IV.1.2. Modelos de <i>portfolios</i> de ativos e divisas	279
IV.2. Incerteza, Antecipação e Convenção: "O Estado da Previsão de Longo Prazo"	286
IV.3. A Política Econômica dos Estados Unidos e a Paridade Dólar-Marco	303
IV.4. Sobre a Relação entre Juros e Câmbio	323
IV.5. Comentários Finais: A Dinâmica das Taxas de Câmbio	340
 CONCLUSÕES	356
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	370

INTRODUÇÃO

Este trabalho originou-se de uma grande perplexidade em face dos limites das teorias estabelecidas para responder às principais questões colocadas aos economistas pela crise dos anos setentas e pelo ajuste político-econômico da década seguinte. Por que os diagnósticos das principais correntes de pensamento revelaram-se tão parciais diante das principais mudanças em curso? Por que as políticas macroeconômicas, informadas por estas teorias, não obtinham mais os resultados previstos? Por que perderam eficácia na gestão da crise e, graus de autonomia durante o ajuste? Por que seus instrumentos tornaram-se, não raras vezes, contraditórios com seus diferentes objetivos? E, por fim, por que nenhuma das vertentes teóricas tradicionais conseguia mais respaldar alternativas consistentes às políticas de estado?

A crise do capitalismo central da década de setenta e suas alternativas de superação nos anos subsequentes, quando lidas sob o prisma da política econômica, aparecem como uma disputa sobre os objetivos do ajuste macroeconômico e sobre os instrumentos privilegiados. Os objetivos explicitam os diferentes critérios de repartição do ônus da crise e do ajuste pelos segmentos sócioeconômicos - empresários, rentistas e assalariados - e

de redesenho institucional consoante as trajetórias alternativas de expansão. Os instrumentos dizem respeito às ênfases relativas dadas às principais variáveis macroeconômicas de ajustamento - câmbio, juros e fisco - para perseguir determinados objetivos. Nesse contexto de leitura do capitalismo aparecem arraigadas entre os mais diversos economistas proposições genéricas, afirmando que o ajuste dos anos 80 deu-se sob a retomada do pensamento conservador, tendo como pilares o neoliberalismo e o neoquantitativismo e definindo-se por oposição à gestão *keynesiana* das décadas anteriores.

Se as políticas econômicas da década de 80 são, via de regra, apresentadas como reação ou superação das práticas ditas *keynesianas* de gestão, um primeiro desafio à compreensão daquelas políticas de ajuste é o aprofundamento desta colocação. Para tal, é necessário averiguar sua procedência tanto a nível do debate teórico acerca das alternativas de gestão do capitalismo, quanto a nível das políticas econômicas realmente implementadas pelos principais países. Em termos teóricos, trata-se, em primeiro lugar, de precisar a relação dos *keynesianos* desta última metade de século com o pensamento de Keynes.

No que tange ao meu objeto de estudo - compreensão das políticas macroeconômicas dos países capitalistas avançados - trata-se, portanto, de responder às seguintes

questões: Keynes possuía um ideário de gestão para o capitalismo? Caso sim, seria este restrito às metas de 20,30 e 40? Ou poderia ser generalizável de forma a constituir, hoje, um dos paradigmas de gestão do capitalismo central? Ou, ainda, deveria ser devidamente mediado por considerações acerca das mudanças institucionais inerentes à dinâmica capitalista, que alteram a validade de certos preceitos econômicos? Estas discussões constituem o objeto central do primeiro capítulo.

O exame dos escritos de Keynes sobre política econômica destaca um fio condutor, que constitui o cerne do debate de Keynes com seus contemporâneos: a gestão do estoque de riqueza e dos fluxos de renda no capitalismo. Como a moeda é o veículo de denominação dessa riqueza, a discussão central de política econômica, principalmente em épocas de crise, gira em torno do padrão de valor, de suas variáveis de reprodução e do financiamento do estado. Keynes evidenciava-se, sobretudo, como um economista monetário e institucionalista. Por isso, a leitura de sua obra deve ser mediada pelo contexto de uma ordem mundial no interregno das hegemonias britânica e americana. São as determinações institucionais que, em última instância, definem o que em sua obra é datado e o que, perpassando os anos, pode constituir, ainda, matéria importante à compreensão da política econômica contemporânea.

Tais discussões são fundamentais para, no segundo capítulo, avaliar as chamadas políticas *keynesianas* dos anos 50 e dos 60. Esse capítulo objetiva, primeiro, caracterizar os principais modelos explicativos da ordem econômica internacional emergente de Bretton Woods, confrontando-os com o comportamento das principais variáveis econômicas durante o período; segundo, discutir os principais pontos do debate acerca da gestão macroeconômica nas economias capitalistas avançadas e confrontá-los com as políticas adotadas, tentando avaliar em que medida o debate teórico à época influenciou as decisões políticas; e, terceiro, se tais políticas, uma vez operacionalizadas, redirecionaram o debate. Por fim, investigo as alternativas de política econômica em face da desaceleração do crescimento, da emergência do processo inflacionário e do acirramento das contradições do sistema de Bretton Woods, no final dos anos 60. Ergo, desta forma, as bases para a discussão da crise da década de setenta e das alternativas para sua superação durante os anos 80, objeto do terceiro capítulo.

Os anos 70 e os 80 presenciaram um sincronismo inédito na história do capitalismo. A mudança do paradigma tecnológico coincide com a perda do monopólio estatal sobre a moeda e com o declínio da hegemonia incontestável da *pax americana*. A mudança do paradigma tecnológico veio economizar o tempo de imobilização do capital, diminuindo a vida útil dos bens instrumentais e, assim, redefinir a

eficiência do capital produtivo, colocando-a no nível compatível com a rentabilidade dos ativos financeiros. A reestruturação do sistema produtivo determinou, em síntese, uma redefinição da eficiência marginal do capital conformando-a aos níveis prevaletentes da taxa de juros, cujo movimento desconectou-se do ciclo econômico. Do ponto de vista da organização das atividades capitalistas, isto refletiu-se na tendência à multifuncionalidade das corporações multinacionais; ou seja, na tendência à integração, no seu interior, das atividades financeiras, produtivas e comerciais e à progressiva dominância da lógica financeira na definição das estratégias de reprodução da riqueza capitalista. Refletiu-se, ainda, na perda de participação dos bancos comerciais na geração de crédito. Este ponto constitui o elo de ligação entre as mudanças nas formas organizacionais da acumulação capitalista e a capacidade de gestão da riqueza pelos estados nacionais.

No que tange à política econômica, independentemente da vigência do padrão-ouro ou do padrão-dólar, a prática dos bancos centrais, desde o início deste século, foi controlar a expansão primária da liquidez através da fixação do preço das reservas bancárias. Vale dizer, as autoridades monetárias contrapunham-se à endogenia característica do crédito bancário através da fixação do preço básico do dinheiro. Tal controle efetivava-se sob certas condições: hegemonia do sistema bancário no circuito

creditício; inexistência de mercados financeiros internacionalizados com capacidade de emitir moedas privadas; vigência de uma oferta limitada de ativos monetários, que estava sob o controle das autoridades monetárias nacionais; e existência de uma estrutura temporal, de prazos, diferenciada segundo a natureza dos ativos. Nessas circunstâncias, a política monetária consistiria na manipulação das taxas de juros com a finalidade de influenciar, a curto prazo, o volume e o preço do crédito.

Tais condições modificar-se-iam, significativamente, a partir da internacionalização do circuito financeiro, do desenvolvimento dos mercados de eurodivisas e da flutuação cambial, colocando às políticas de estado desafios até então desconhecidos. O terceiro capítulo desta tese propõe-se avaliar o impacto destas mudanças sobre a gestão das políticas monetária, fiscal e cambial dos Estados Unidos, da Alemanha, da Inglaterra e da França. Detalha-se, assim, as estratégias e os condicionantes do financiamento daqueles estados, as relações de interdependência dos bancos centrais com os mercados monetário-financeiros e a atuação das autoridades monetárias nos mercados de câmbio. Procura-se, com isto, avaliar quais as restrições colocadas às políticas macroeconômicas nacionais pelo contexto internacional emergente a partir dos anos setentas, bem como

as tentativas para superá-las através da coordenação de políticas entre os principais países capitalistas avançados.

Por fim, o quarto capítulo pretende ampliar os limites da teoria econômica convencional para apreender este novo contexto internacional e, assim, instrumentar os *policy makers* para a gestão das políticas macroeconômicas nacionais. Essa avaliação ficou condicionada por uma das conclusões do capítulo anterior, que aponta o câmbio e os juros como variáveis cruciais para a reprodução da riqueza privada e para a condução das políticas econômicas nacionais. Neste sentido, analisa-se rapidamente os modelos neoclássicos contemporâneos de determinação do câmbio; invoca-se o capítulo 12 da "Teoria Geral" de Keynes para propor uma apreensão alternativa dos movimentos cambiais em contexto de incerteza, de diversidade de expectativas dos agentes e de globalização financeira característica deste fim de século; e tenta-se apreender as relações concretas entre câmbio e juros no intuito de melhor ordenar o raciocínio sobre as questões colocadas no início desta introdução e que motivaram este trabalho.

CAPÍTULO I.

GESTÃO DA RIQUEZA: UMA QUESTÃO RECORRENTE DO ESTADO CAPITALISTA.

"Após os acontecimentos dos últimos dez anos, tornou-se mais fácil examinar a obra de Keynes sob uma perspectiva histórica. Ele foi essencialmente um economista monetário; seus escritos são um complemento intelectual da revolução monetária de nosso tempo, a qual tem sido (até agora) um drama em cinco atos. O primeiro, foi o colapso do velho padrão-ouro na Primeira Guerra Mundial. No segundo (1924-1933), assistimos a um ensaio frustrado de restauração daquele padrão. No terceiro - o segundo lustro dos anos 30 e, sob alguns aspectos, o período da Segunda Guerra Mundial -, houve uma procura de um novo padrão. No quarto (1945-1971), houve um padrão-dólar. No quinto, desde 1971, não há padrão algum. A obra de Keynes pertence aos segundo e terceiro atos". (Hicks, 1985).

A produção intelectual de Keynes inicia-se num momento em que as reservas da riqueza internacional transferiam-se da Inglaterra para os Estados Unidos, sem que estes, todavia, se colocassem como gestores de fato dessas reservas. Os impasses derivados dessa situação manifestaram-se na maior parte de seus posicionamentos durante o segundo ato do que Hicks denominou a revolução monetária do século XX: a luta contra o restabelecimento do padrão-ouro; o apelo à coordenação das políticas do Sistema Federal de Reservas e do Banco da Inglaterra; e a oposição aos pagamentos de indenização pela Alemanha. A problemática da hegemonia

financeira dividida e suas conseqüências sobre a questão da riqueza capitalista perpassariam todas as suas intervenções dos anos 30 até seus últimos escritos, na busca de uma ordem econômico-institucional para o pós-Segunda Guerra Mundial.

Até a Primeira Guerra Mundial o Banco da Inglaterra determinava o curso das taxas de juros de curto prazo, que refletia o comportamento de suas reservas e o da economia internacional. O mercado monetário internacional era constituído por letras de câmbio denominadas em libras esterlinas aceitas pelos bancos ingleses e descontadas pelo Banco da Inglaterra. A taxa de juros nesse mercado traduzia, assim, as flutuações de curto prazo do ciclo de negócios e, mais especificamente, do comércio internacional. Como os créditos bancários eram outorgados a residentes e a não-residentes, o mercado monetário de Londres determinava o movimento dos juros nos demais mercados. Administrando de forma discricionária a sua taxa de redesconto, o Banco da Inglaterra influenciava o conjunto das taxas de juros de curto prazo dos países, cujas moedas eram conversíveis entre si, através de uma paridade fixa com o ouro.

Para financiar o crédito internacional os bancos tinham que possuir reservas líquidas e poder recorrer ao Banco da Inglaterra para descontar as letras de câmbio de seus clientes. A partir desses dois movimentos, expandiam os créditos bancários criando moeda. O Banco da Inglaterra, por

sua vez, tinha como princípio descontar os títulos bancários que lhe eram apresentados à taxa de desconto por ele fixada. Assim, emitia moeda como contrapartida dos títulos descontados, o que provocava uma elevação de seu passivo exigível em relação a seu encaixe metálico.

Em consequência, uma elevação da taxa de redesconto aumentava imediatamente a taxa de juros no mercado monetário internacional. Os bancos londrinos, para não deteriorar as suas margens de rentabilidade, elevavam a taxa de juros de curto prazo, encarecendo o financiamento do comércio internacional e o custo do capital circulante em geral. No caso da elevação do custo de financiamento em libras do comércio internacional, o efeito sobre o balanço de pagamentos era imediato. O crédito dos bancos ingleses ao resto do mundo diminuía e os depósitos de não-residentes, incentivados pela maior remuneração do mercado londrino, elevavam-se. O movimento de capitais valorizava, em geral, a libra. Nesse contexto, o ciclo dos negócios, a nível internacional, podia ser regulado de forma centralizada através das interações entre o Banco da Inglaterra e o mercado monetário de Londres, o que não quer dizer que a política monetária inglesa não deixava de suscitar crises bancárias e desregulamentações no mercado monetário, com repercussões nas demais praças, européia e americana. Em várias ocasiões, as crises do mercado monetário tomaram essa dimensão, fazendo-se necessário

suspender a conversibilidade da libra em ouro e elevar o limite estatutário de conversão.

Quanto ao financiamento da formação de capital, era realizado por títulos de longo prazo emitidos por poucos bancos que operavam no mercado financeiro internacional, cujas regras de funcionamento eram diferentes das do mercado monetário. Suas taxas de juros apresentavam menores oscilações e a política monetária do Banco da Inglaterra só as influenciava indiretamente, conforme será discutido na seção abaixo sobre política monetária. Para a determinação da taxa de juros de longo prazo eram muito mais decisivas a estabilidade da norma de conversão da libra em ouro, a estreiteza do mercado financeiro, com barreiras institucionais à entrada eficientes, e a prevalência do princípio do risco.

Essa ordem, em que o emissor da principal divisa - o Banco da Inglaterra - era responsável pelo controle da liquidez internacional e os demais bancos centrais eram encarregados da manutenção da conversibilidade de suas respectivas moedas, sucumbiu com o primeiro conflito mundial. Ao final da guerra, os Estados Unidos detinham quase a totalidade do estoque de moeda metálica, colocando para o Banco da Inglaterra e o mercado monetário londrino o problema de reservas líquidas, variável crucial à administração do sistema até o pré-guerra. O problema não

era a função meio de pagamento da moeda-metálica - pois, desde o final do século passado, era desempenhada, também, por moeda fiduciária. -, mas, as funções reserva de valor e unidade de conta para os ativos denominados em libras, ou seja, a garantia da conversibilidade em ouro de moedas e títulos e o controle da liquidez mundial. A questão é que a mudança de propriedade das reservas internacionais indeterminou o sistema de regulação centralizada dos mercados monetário e financeiro mundiais pela introdução de uma assimetria entre gestão e propriedade da riqueza capitalista líquida.

Nessas condições, como regular a circulação de mercadorias (balança comercial) e de capitais internacionais? Dever-se-ia, do ponto de vista das economias nacionais, tentar a volta à conversibilidade total dos bilhetes bancários? Dever-se-ia evoluir no sentido da conversibilidade limitada às grandes transações? Ou restaurar a conversibilidade em uma única moeda estrangeira, não somente ela conversível em ouro? Como gerir o juro e o crédito internos? Como determinar a paridade das moedas? O retorno ao padrão-ouro e às paridades do pré-guerra era economicamente viável? E que consequências teria sobre os níveis internos de preços, de emprego e de renda? Como se daria a regulação monetária pelos bancos centrais? De que instrumentos dispormiam para tal tarefa? Qual o papel das reservas para os bancos centrais? Qual a função dos bancos

numa economia monetária? Estas constituiriam as questões básicas que Keynes tentaria responder no "Ensaio sobre a Reforma Monetária", no "Tratado sobre a Moeda" e em seus artigos das décadas de 20 e de 30.

I.1. Keynes sobre a Política Monetária.

No "Ensaio sobre a Reforma Monetária", Keynes dedica-se sobre os fatores determinantes dos preços das mercadorias e do preço de uma moeda em relação às demais. Conclui que o aumento da quantidade de moeda em circulação em um determinado país era função do preço de sua cesta de consumo, da quantidade de bens de consumo para cuja compra o público detem reservas líquidas, da quantidade para a qual detem reservas bancárias e do coeficiente entre encaixes bancários e volume de depósitos. Este coeficiente e as reservas bancárias tenderiam a variar a curto prazo, sendo, assim, objeto de regulação pelos bancos centrais.

Então, a longo prazo, existiria uma proporcionalidade entre a quantidade de moeda e o nível dos preços. Conseqüentemente, um nível "normal" dessa relação garantiria um nível "normal" de preços e da taxa de câmbio, pois essa seria determinada pela paridade de poder de compra entre cada par de moedas. Prevalecendo a moeda metálica e o padrão-ouro, se as reservas de ouro de um banco central diminuíssem, haveria modificação de sua política de redesconto e de crédito, afetando, dessa forma, a demanda e

os preços. Vale dizer, o déficit comercial, provocando uma perda de reservas de ouro, induziria a queda dos preços pela elevação da taxa de juros e pela redução do crédito. Tal diminuição reequilibraria a balança comercial e recolocaria a taxa de câmbio em sua paridade de poder de compra com as demais moedas.

Do ponto de vista da gestão da política monetária, o preocupante, naquele momento, para Keynes, era o fato de que, rompida a conversibilidade entre moeda fiduciária e o ouro, a variação das reservas de ouro não determinava mais uma correspondência estável entre o nível de preços internos e a taxa de câmbio. Os preços internos modificavam-se constantemente em função dos preços externos, para manter a paridade de poder de compra inalterada. Nesse contexto, "(...) para Keynes, a prioridade seria o restabelecimento da estabilidade dos preços internos, mesmo a expensas do câmbio. Poder-se-ia manter os preços internos a partir de uma taxa de juros adequada, e o câmbio flutuaria ajustando-se à paridade de poder de compra. E, se os países mais importantes decidissem estabilizar seus preços internos, as paridades de poder de compra, que são os quocientes destes preços, seriam, em decorrência, estabilizadas. As variações sazonais e conjunturais poderiam ser ajustadas pelos mercados a prazo". (Vallageas, 1985).

A introdução dos mercados a prazo (forward) e à vista (spot) no "Tratado da Moeda" visa dar maior autonomia às políticas monetárias nacionais em relação às variações conjunturais da taxa de câmbio e à vigência do padrão-ouro, aos movimentos de capital (ouro) entre os países. O mercado a prazo teria as funções de permitir aos comerciantes precaverem-se dos riscos cambiais e desenvolverem operações especulativas com divisas, com a finalidade de estabilizar o curso das moedas a curto prazo. Em caso de vigência do padrão-ouro, os mercados à vista e a prazo deveriam ser objeto de controle pelos bancos centrais, para proteger as estruturas internas de crédito dos distúrbios nos mercados internacionais. O objetivo da reforma monetária proposta por Keynes, em 1930, era o de habilitar os bancos centrais à proteção das estruturas de crédito nacionais de choques externos. Para tal, os bancos centrais deveriam ter poder para fixar não somente suas taxas de redescontos, mas, também, as taxas de câmbio a prazo e as cotações de compra e venda de ouro. Fixando apropriadamente a taxa de câmbio a prazo em relação à taxa à vista prevalente no mercado, a autoridade monetária capacitar-se-ia para determinar as diferentes taxas de juros de curto prazo sobre os créditos externo e interno. (apud Keynes, 1930: 325-327).

O cerne dessa discussão, que interessa particularmente ao escopo deste trabalho, é a

interdependência das políticas de bancos centrais e os limites que coloca à autonomia das políticas monetárias nacionais em um mundo economicamente integrado e sob a vigência de um padrão aceito de conversibilidade monetária. Para Keynes as administrações nacional e internacional da moeda e, portanto, dos juros, têm dois aspectos. Existem movimentos de longo prazo no nível geral de preços devido a mudanças permanentes na relação entre os fatores monetários e o volume de produto; e, movimentos de curto prazo em torno da tendência de longo prazo devido a desequilíbrios temporários nos fatores determinantes do investimento. Quanto ao primeiro aspecto, os países-membros de um sistema internacional devem, necessariamente, alinhar o valor de longo prazo de suas moedas ao valor do padrão internacional. Mas, em relação ao segundo aspecto, podem existir razões internas ou externas aos países que determinem divergências temporárias entre suas políticas monetárias.

O desafio colocado ao sistema monetário internacional era preservar as vantagens da estabilidade das moedas nacionais em termos do padrão internacional e, ao mesmo tempo, preservar a adequada autonomia de cada um de seus membros para fixar a sua taxa de juros interna e o seu volume de empréstimos externos. Esta autonomia tanto diz respeito à necessidade de administrar o nível de investimento interno, quanto de recompor as reservas do banco central através de mudanças na política de juros

interno. Como salienta Keynes (1930:309), "(...) elevado grau de mobilidade dos empréstimos internacionais de curto prazo significa que mesmo divergências peq. as e temporárias entre as taxas de juros doméstica e internacionais podem ser perigosas. Nesse caso, a aderência a um padrão internacional tende a limitar excessivamente o poder do banco central para lidar com seus problemas domésticos, como compatibilizar estabilidade e pleno emprego".

Nessas circunstâncias, quais seriam as alternativas para compatibilizar a participação no sistema internacional e a relativa autonomia das políticas monetárias nacionais? Para Keynes, as autoridades monetárias deveriam adotar tanto medidas que neutralizassem as ações de mercado derivadas de mudanças na política monetária nacional, quanto medidas que influenciassem as ações de mercado. Vale dizer, empreender ações que minimizassem as variações entre os níveis de curto e de longo prazos das taxas de juros e de câmbio.

No primeiro grupo distinguir-se-iam todas aquelas medidas que fortalecessem o comando do banco central sobre os recursos externos líquidos, de forma que lhes pudesse fazer variar o montante e assim, neutralizar as flutuações indesejadas na taxa de remuneração para empréstimos externos promovidas. Em primeiro lugar, um banco central

deveria possuir reservas superiores ao mínimo legal e se dispor a permitir que elas variassem significativamente; em segundo, possuir ativos líquidos no exterior, fazendo variar seu montante, ou ainda, através de saques a descoberto com outros bancos centrais (*overdraft facilities*). E, o ideal para Keynes, seria a existência de um banco supranacional que viabilizasse os créditos e débitos internacionais a nível de bancos centrais.

O segundo grupo de medidas diz respeito à forma pela qual o mercado pode ser influenciado a estabelecer taxas para seus empréstimos externos em consonância com a política do banco central. Nesse grupo de ações Keynes . a reorganização do mercado monetário, adaptando-o à real capacidade do país de realizar ou tomar empréstimos externos; a imposição de tarifas discriminatórias; o estabelecimento de controles sobre a taxa de remuneração dos empréstimos de longo e de curto prazos; e o desenvolvimento de mercados de divisas a prazo como mencionado acima.

Outro problema importante desenvolvido no "Tratado da Moeda" é o controle do nível de preços e da taxa de investimento pela política monetária. Para Keynes a oferta de moeda não seria a única variável determinante do nível de preços, o qual dependeria de três outros fatores: do nível de renda nominal, do volume do investimento e das expectativas altistas ou baixistas dos capitalistas em

relação à oferta de depósitos a prazo disponíveis no sistema bancário. "Estabelecemos neste "Tratado" que o sistema bancário pode controlar a oferta de depósitos a prazo, determinando o terceiro fator; que ele pode, através de seus termos de crédito, influenciar o volume de investimento a qualquer nível requerido e, assim, o segundo fator; e que os efeitos indiretos de sua influência no valor e no volume do investimento determinam os avanços realizados pelos empresários aos fatores de produção e, assim, podem influenciar o terceiro fator. Mas não estabelecemos que o sistema bancário possa produzir nenhum desses efeitos instantaneamente; ou que se possa sempre prever o aparecimento de fatores não-monetários em tempo hábil para neutralizar seus efeitos sobre os preços; ou que possam ser evitadas flutuações violentas nos preços relativos dos diferentes produtos; ou que o banco central, que é um membro do sistema internacional, possa preservar a estabilidade doméstica independentemente do comportamento dos demais bancos centrais." (Keynes, 1930: 345-346).

Várias questões emergem dessa citação. Em primeiro lugar, a política monetária influencia o nível de preços através da circulação dos capitais financeiro e industrial, a qual determina modificações no nível de produção de bens de investimento, afetando a demanda e o nível de preços dos bens de consumo. Keynes desconecta, dessa forma, a determinação dos preços dos bens de investimento da dos bens

de consumo, atribuindo a variação geral do nível de preços a fatores relacionados ao investimento - mais especificamente ao lucro. Em segundo lugar refere-se à não-aceitação de uma relação causal entre o poder de compra da moeda e a taxa de juros. As variações do poder de compra da moeda originam-se de diferenças entre o preço de demanda e o custo de produção no setor de bens de investimento. A taxa de juros é determinada no mercado monetário pela política dos bancos centrais e pela demanda por moeda, principalmente a dos empresários.

No "Tratado", a taxa de juros determinada no mercado monetário não tem influência sobre a poupança macroeconômica. Os juros são importantes para a remuneração dos depósitos a prazo, dos títulos e para a criação do crédito. Os bancos criam moeda e não poupança; assim, não podem ajustar a oferta à demanda por fundos, vale dizer, a poupança ao investimento. A determinação da poupança é um ato das famílias que trocam uma renda futura pelo consumo ou por renda atual. A criação do crédito é um atributo dos bancos e a decisão de investir um atributo dos empresários. O investimento tem um papel motriz, causal na economia, enquanto que a poupança é um resíduo, não-motriz e não-causal.

Keynes observa que o sistema bancário tem uma dupla função. Em relação a seus depósitos a prazo, atua,

meramente, como um intermediário nos empréstimos de capital. Em relação a seus depósitos à vista, ele proveria de moeda os seus depositantes e de recursos adicionais os seus tomadores de empréstimos. Criaria, assim, moeda, atuando como uma câmara de compensação e transferindo ordens de pagamentos entre clientes. Agiria, também, como intermediário, recebendo depósitos a prazo do público e empregando-os em investimentos financeiros ou na produção.

Ainda pelo "Tratado", o sistema bancário cria moeda e o banco central tem poder para determinar a taxa de juros de curto prazo. O investimento em novas plantas industriais depende da perspectiva de lucro, enquanto que nas atividades de construção, de transporte e de utilidade pública depende, ainda, dos juros de longo prazo. O nível de preços depende, fundamentalmente, das variações do investimento, do excesso ou da insuficiência de lucro na produção de bens instrumentais e não da quantidade de moeda em circulação. Assim sendo, qual a ligação entre juros, níveis de investimento e de preços? E qual o papel da política monetária nesse contexto?

Embora os bancos criem crédito¹², este poder não é nem arbitrário, nem ilimitado. Os montantes de crédito são

¹² Estamos ampliando a hipótese de que somente os depósitos à vista originariam passivos monetizados no sistema bancário. Como o próprio Keynes reconhece no capítulo 31 do livro VII do "Tratado", já naquela época era cada vez mais difícil distinguir os depósitos à vista dos depósitos a prazo para fins operacionais do crédito bancário. Por outro lado, se fizéssemos uma leitura do "Tratado" de Keynes de 1937 e de 1938 sobre juros e poupança, essa

determinados tanto pelas necessidades da circulação financeira e do investimento produtivo, quanto pelas reservas bancárias. "Se os banqueiros expandissem o crédito independentemente de suas reservas, o ouro afluiria do país e comprometeria a conversibilidade da moeda nacional. Caso o padrão-ouro não fosse mais operativo, a taxa de câmbio se desvalorizaria, elevando o custo das importações". (Keynes, 1930:219).

Além disso, para Keynes, o poder de um banco central administrar o sistema monetário dependia, primordialmente, de sua aptidão para determinar, através de política deliberada, o montante de seus ativos próprios (ouro, investimentos de *portfolio* e investimentos institucionais obrigatórios). Para tal finalidade disporia da política de *open market*, que representa uma ação direta sobre o montante de seus investimentos de *portfolio*, e da política de redesconto bancário, que é uma ação direta sobre os investimentos institucionais obrigatórios por lei ou costume. "A regulação (monetária) consiste no emprego da política de *open market*, através da qual o Banco da Inglaterra compra e vende títulos com o objetivo de determinar o volume de reservas de seus bancos-membros.

distinção deve ser ultrapassada para fazermos uma leitura abrangente da criação creditícia. Da mesma forma, as *Issues Houses*, que no "Tratado" são apresentadas como intermediários financeiros, podem ter sua concepção estendida. Na medida em que suas atividades se ligam ao sistema bancário através da sua participação nas operações de *underwriting*, o crédito emergente dessas instituições pode desvincular-se de sua atividade de intermediação e adquirir um sentido *lato*.

Combinada com as peculiaridades do sistema britânico, permite ao Banco da Inglaterra manter absoluto controle sobre a criação de crédito pelos bancos. (...) Vale dizer, o Banco da Inglaterra não determina a taxa de redesconto e deixa a quantidade de moeda bancária encontrar seu próprio nível; nem fixa a quantidade de moeda bancária deixando a taxa de redesconto encontrar seu próprio nível. Ele determina ambas - e, de certa forma, independentemente - e, *a posteriori*, convida os bancos-membros a cooperarem para manter a taxa de redesconto e a quantidade de moeda bancária estabelecidas." (Keynes, 1930: 231, 365).

Do ponto de vista internacional, o grau de autonomia da política monetária de um banco central relaciona-se com o seu nível de reservas. Assim, a sua política está condicionada pelo resultado da balança comercial e pelos efeitos de sua política de empréstimos sobre a balança comercial e sobre os movimentos do capital financeiro a curto e longo prazos. Do ponto de vista interno, a política de investimentos institucionais é vital pois a taxa de redesconto determina o piso da taxa de juros de curto prazo prevalecente no mercado de dinheiro. E, nesse ponto, a pergunta que Keynes se faz é a seguinte: em que medida a taxa de juros de longo prazo responde aos desígnios da autoridade monetária, cujos instrumentos só determinam os juros a curto prazo?

Observando as séries estatísticas dos EUA e da Inglaterra de 1919 a 1928, Keynes concluiu que os movimentos significativos das taxas de juros de curto prazo refletiam-se nos rendimentos dos títulos de longo prazo. As evidências estatísticas mostravam o comportamento de um mercado guiado pelas expectativas de rentabilidade do capital, em que, quando a perspectiva de rendimento dos títulos de longo prazo era maior do que as taxas vigentes sobre os empréstimos de curto prazo, os agentes tomavam a curto e aplicavam a longo prazo. Esse movimento continuaria até que o preço dos títulos de longo prazo aumentasse e que as expectativas quanto ao retorno do capital de longo prazo se modificassem, revertendo o processo. Existiria, assim, uma sensibilidade entre os mercados de curto e de longo prazo. Portanto, a política monetária, indiretamente, refletia-se no comportamento dos títulos de longo prazo através da interdependência destes mercados, pois existe passagem entre o curto e o longo prazo no mercado de capitais.

Keynes não acreditava, entretanto, que o volume do investimento em capital circulante ou em capital líquido fosse sensível à variação da taxa de juros de curto prazo, a menos que tal mudança induzisse expectativas de variações de preços. Fica claro no "Tratado" (Keynes, 1930: 364-368) que flutuações no volume de investimento em capital líquido e em circulante acentuariam os auges e as depressões. Porém, Keynes duvidava que tais fenômenos pudessem ser causados ou

evitados meramente através de mudanças nas taxas e desconto bancárias. Seriam os efeitos do dinheiro barato sobre o mercado de ações que causariam impacto no volume de investimentos em novas plantas industriais; e, em termos de investimentos em projetos de construção civil, em transportes e em serviços de utilidade pública, a variável significativa seria a taxa de juros de longo prazo. "No mundo moderno, o volume de empréstimos de longo prazo para o financiamento de novos investimentos depende mais diretamente da atitude das principais "casas emissoras e dos "sindicatos subscritores". (...) Se o preço das ações for livremente ascendente, ensejando lucro no preço de emissão, as "casas emissoras" facilitarão novos empréstimos. (...) Tais condições de facilidade de crédito e uma atmosfera em que o banco central encoraje as "casas emissoras" a operar, podem fazer uma grande diferença para os níveis de financiamento corrente dos novos investimentos. Esta é uma outra ilustração da sensibilidade das operações de longo prazo em relação às considerações de curto prazo e de quanto as autoridades centrais podem retardar ou estimular a taxa de investimento criando um ambiente propício e sem nenhuma mudança sensacional na taxa de empréstimos". (Keynes, 1930: 368-369).

Em síntese, o sistema bancário (banco central e bancos-membros) pode controlar o nível de preços se tiver influência sobre o valor e o volume de emissão corrente,

pois os processos inflacionários ou deflacionários são devidos a perspectivas de lucros crescentes ou cadentes em relação ao investimento. Dada a influência indireta da política monetária sobre os juros de longo prazo e as peculiaridades das decisões de investir, o poder do banco central de controlar os preços é limitado.

Primeiramente porque, para Keynes, é muito mais fácil preservar a estabilidade do que restaurá-la rapidamente após o desencadeamento de uma série de desequilíbrios. Em segundo lugar, porque causas não-monetárias da instabilidade podem tornar impossível o combate à instabilidade de preços através de instrumentos monetários. "Se houver fortes causas sociais ou políticas ocasionando mudanças espontâneas nas taxas nominais dos salários, o controle do nível de preços pode situar-se fora do poder do sistema bancário. Caso um país esteja vinculado a um padrão internacional instável, será também, impossível a manutenção da estabilidade interna dos preços. Mesmo que o padrão internacional seja estável, pode ser impossível manter a estabilidade do nível de preços se as mudanças internas na escala da demanda por capital, em termos da taxa de juros, forem diferentes daquelas ocorridas nos demais países. Mesmo onde o sistema bancário seja forte o suficiente para preservar a estabilidade do nível de preços, isto não significa que o seja, também, para alterar o nível de preços e estabelecer um novo equilíbrio imediatamente e

sem fricções. (...) Segue-se que nosso sistema monetário - em que frequentemente impomos a nossos bancos e através a obrigação de alterar o nível de preços internos às taxas de rendas monetárias, como condições necessárias à manutenção da conversibilidade das moedas nacionais em termos do padrão internacional - coloca-lhes um desafio tecnicamente bastante mais difícil do que se confrontaria uma autoridade monetária supranacional encarregada de manter a estabilidade e armada de plenos poderes e da confiança de seus membros". (Keynes, 1930: 351-352).

Um último ponto importante do "Tratado" a ser sublinhado, diz respeito aos limites e à eficiência da política monetária na gestão das diferentes fases do ciclo econômico em uma economia capitalista aberta e com mobilidade de capital. Nesse tipo de economia são a ação dos principais países exportadores de capital, a política de seus bancos centrais e o comportamento de seus bancos que determinam a taxa de juros e o volume de investimento a nível global. Portanto, para Keynes, o fato mais saliente do pós-Primeira Guerra foi o nível absurdamente elevado das taxas de juros de mercado. É isto, num período em que os países de menor desenvolvimento tinham contraído drasticamente seus empréstimos e os EUA tinham se convertido em um país exportador de capitais. "A resposta encontra-se no fato de que, por alguns anos após o conflito mundial, diversas causas intervíram para manter a taxa de juros

natural em um nível elevado; de que tais causas, mais recentemente, deixaram de operar; de que outras causas, entretanto, mantiveram a taxa de juros de mercado elevada; e que, conseqüentemente, se desenvolveu uma brecha incomum entre as idéias dos tomadores e dos emprestadores, isto é, entre a taxa natural e a taxa de mercado". (Keynes, 1930: 378).

A divergência entre as taxas de juros natural e de mercado jogava, no texto do "Tratado", papel importante na conformação dos ciclos econômicos, sinalizando a atuação das autoridades monetárias nas diferentes fases cíclicas. Explicando a expansão durante o primeiro lustro dos anos 20, Keynes afirma que o grande volume de inversão necessário à reconstrução da economia civil e, posteriormente, os investimentos em serviços de utilidade pública, nas indústrias automobilística, ferroviária e de rádio e cinema demandaram grande volume de crédito ao mercado de dinheiro, exercendo uma pressão ascendente sobre as taxas de juros de mercado. Tais níveis crescentes das taxas de mercado eram sancionados pelas expectativas de rentabilidade dos novos investimentos, de forma que, do ponto de vista dos empresários (*"genuine" borrowers*), as taxas de mercado correspondiam, eram congruentes com a taxa natural.

Segundo esse raciocínio seria esperado que, quando os investimentos se desacelerassem, a menor perspectiva de

retorno do investimento incremental operasse um movimento descendente nas taxas de juros natural e de mercado. Entretanto, o que Keynes observou foi o surgimento de uma brecha entre as duas taxas. A explicação deste fenômeno estaria no descolamento da taxa de juros do investimento produtivo. A taxa de juros de mercado havia se tornado inelástica ao rendimento esperado do investimento produtivo (à taxa de juros natural), mantendo-se elevada enquanto este declinava, devido a dois motivos: ao restabelecimento do padrão-ouro e ao pagamento das reparações da guerra.

Para Keynes o fato de alguns importantes bancos centrais, como o Banco da Inglaterra, terem aderido novamente ao padrão-ouro com suas moedas sobrevalorizadas, diminuía a autonomia de suas políticas monetárias e induzia a adoção de medidas de restrição creditícia. Se tais medidas provocaram a diminuição da demanda por financiamento pelos empresários, elas não foram suficientes para desencorajar o empréstimo de governos, bancos e especuladores. Os governos tomavam empréstimos para pagar dívidas anteriores, para satisfazer seus credores e para cumprir com suas obrigações contratuais. Os termos de pagamento desses financiamentos não guardavam nenhuma relação com as perspectivas de retorno do investimento corrente. A segunda categoria de tomadores era o sistema bancário, para quem as linhas de crédito obtidas objetivavam reconstituir suas reservas líquidas em ouro e em divisas, que assegurariam a

paridade de suas moedas. Tivemos a extraordinária situação de 1927 e de 1928, em que os Estados Unidos emprestavam, à taxas de juros de longo prazo elevadas para a Europa, montantes bastante superiores ao seu saldo com o exterior, porque os tomadores redepositavam grande parte daqueles empréstimos no mercado americano a curto prazo, recebendo taxas de juros que eram quase a metade daquelas que pagavam.

"Finalmente, em 1928-1929, os tomadores "artificiais" de empréstimos a longo prazo foram reforçados por uma terceira categoria - os especuladores -, que tomavam empréstimos de curto prazo para participar do mercado de ações americano e europeu. Além disso, a apreensão dos banqueiros conservadores para acabar com a febre especulativa forneceu um motivo adicional à restrição monetária pelos principais bancos centrais. As necessidades mais urgentes de reconstrução e das indústrias emergentes, tendo sido satisfeitas, não havia motivo para que os tomadores "genuínos" tomassem financiamentos às taxas elevadas de mercado, que só foram mantidas devido aos tomadores "artificiais" e à política de crédito adotada pelos bancos centrais". (Keynes, 1930: 385).

Como reconheceria, posteriormente, na "Teoria Geral", o conceito de taxa de juros natural do "Tratado" era problemático. Primeiramente, porque tal conceito não deveria implicar um valor único de equilíbrio, como suposto. Em

segundo lugar, porque não seria a eficiência marginal do capital o determinante da taxa de juros ou da eficiência marginal da moeda, como pressupunha a noção *wickselliana* de taxa natural. Enquanto que, para Wicksell, seria através de alterações nos preços dos ativos reais que a eficiência marginal da moeda se igualaria à eficiência marginal dos demais ativos, a "Teoria Geral" postula que a taxa de juros é determinada por forças próprias e que são os preços dos ativos que variam até que suas eficiências marginais se compatibilizem com a taxa de juros prevalecente em determinada circunstância. É, portanto, a taxa de juros que comanda as mudanças nas variáveis reais. A taxa de juros marca o nível mínimo que deve alcançar a eficiência marginal de um bem de capital para que ele seja objeto de nova produção. E, quando não houver mais bem algum, cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros prevalecente, a nova produção de bens de capital será suspensa.

Nesses termos, o que Keynes chamava de taxa de juros natural no "Tratado", é vista na "Teoria Geral" como um nível ótimo da taxa de mercado. É aquela que propicia o pleno emprego. "E que hipótese seria necessário, (então), admitir para que (essa) teoria clássica da taxa de juros tenha sentido? Essa teoria supõe que a taxa real é sempre igual à que manterá o emprego a um certo nível especificado e constante. Se a teoria tradicional é assim interpretada, pouco ou nada há em suas conclusões práticas com que não

estejamos de acordo. A teoria clássica supõe que a autoridade bancária ou as forças naturais levam a taxa de juros do mercado a preencher uma ou outra das condições anteriores, e investiga as leis que governam, nesta hipótese, a aplicação e a remuneração dos recursos produtivos. Com esta limitação, o volume de produção depende unicamente do nível constante do emprego que se supõe, aliado à técnica e ao equipamento atuais, com o que entramos na segurança de um mundo *ricardiano*". (Keynes, 1936: 234).

Na realidade, com o desenvolvimento da teoria da preferência pela liquidez na "Teoria Geral", a taxa de juros natural perde a força gravitacional que tinha na passagem supracitada do "Tratado". No lugar da relação entre taxas de mercado e natural, encontramos no Keynes pós-Tratado a noção de espectro de taxas de mercado, onde a taxa "natural" torna-se aquela compatível com o pleno emprego dos fatores, condição não necessariamente reprodutível no mundo real. Ou seja, se um certo nível de taxas de juros inconsistente com o pleno emprego for estabelecido, e convencionado pelos agentes econômicos, nenhuma flexibilidade ou mobilidade das demais variáveis do sistema viabilizará o pleno emprego. E este patamar das taxas de juros não é, também, um caso de rigidez ou inflexibilidade. Pode ser durável - e até inevitável - até que as convenções se redefinam.

À luz de tais considerações pode-se reler a divergência entre taxas natural e de mercado nos anos 20 como uma abertura no espectro de taxas de juros. Quando da reversão cíclica, é desfeita a ponte entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros de longo prazo, tornando o sistema mais instável e sua regulação mais complexa. Quando o final da fase expansiva é, ainda, marcado por intensa atividade especulativa, as taxas de juros tornam-se voláteis, cunhando-se uma grande dispersão entre remunerações segundo categorias e estrutura de prazos dos diversos ativos. Em tal situação, para Keynes, a recuperação da economia passaria, necessariamente, pela queda das taxas de juros de mercado. Esta diminuição não é um processo automático, pois não é a falta de tomadores que joga as taxas de mercado para baixo quando o mercado de capitais está habituado a elevadas taxas de remuneração para seus empréstimos. Assim, deixando a recuperação por conta das forças de mercado, o resultado pode ser desastroso. "Os preços podem continuar abaixo dos custos de produção por um tempo suficientemente longo, não dando aos empresários outra alternativa senão um assalto aos rendimentos monetários dos fatores de produção. Esta é uma iniciativa perigosa para uma sociedade ao mesmo tempo capitalista e democrática". (Keynes, 1930: 385).

Uma deflação de rendas (salários e lucros) joga para baixo a taxa de juros de mercado e o nível de preços.

Todavia, o risco dessa saída, para Keynes, é que a intensidade da queda da taxa de juros de mercado seja insuficiente para torná-la compatível com a retomada do crescimento. Assim, uma nova rodada deflacionista será efetivada pelas "forças de mercado", diminuindo cada vez mais os níveis de renda e de emprego, com riscos políticos crescentes para o regime. A única alternativa seria um controle macroeconômico do nível de investimento através do gasto público - como veremos na discussão sobre política fiscal - e da regulação das taxas de juros de mercado pelo banco central. Os dois principais bancos centrais, O Banco da Inglaterra e o Banco Federal de Reserva, deveriam usar os instrumentos e o poder que dispõem sobre seus sistemas bancários nacionais e forjar uma redução nas taxas de juros de mercado. Ao mesmo tempo, as duas instituições perseguiriam políticas de taxas de desconto e de mercado aberto à *outrance*, precavendo-se contra as dificuldades, que poderiam emergir, decorrentes dos movimentos de capitais internacionais ocasionados por mudanças na gestão macroeconômica.

A execução da política monetária far-se-ia através da venda maciça de títulos de curto prazo, reforçando no mercado a tendência baixista da taxa de desconto e da compra de títulos de longo prazo como meio de expansão da base monetária. Os bancos centrais deveriam preocupar-se, ainda, com a fixação de uma nova paridade cambial da libra e do

dólar, admitindo a continuidade do padrão-ouro, pois o elenco de medidas anteriores não seria compatível com a libra supervalorizada, que vigia desde 1925. Tais mudanças objetivariam ajustar os juros de mercado às perspectivas dos tomadores "genuínos" num estágio de baixa utilização de capacidade e, portanto, de expectativas não otimistas a respeito do retorno de novos investimentos.

É importante frisar que a política monetária à *outrance* só teria vigência na saída da depressão. À medida que os *animals spirits* se recuperassem, as taxas de juros poderiam aumentar progressivamente, tornando-se viável uma política monetária menos regulatória. Da mesma forma, a paridade de poder de compra da moeda seria redefinida ao longo da expansão em função dos saldos da balança comercial e dos movimentos de capital financeiro. Como se verá mais adiante, Keynes não tinha somente críticas ao restabelecimento do padrão-ouro em 1925, mas, também, à inflexibilidade das taxas de câmbio, que açambarcava graus de liberdade da política econômica.

As questões relativas à determinação da taxa de juros, a sua influência sobre o investimento e, como derivação, à possibilidade ou eficácia de uma política monetária ativa por parte dos bancos centrais, continuariam no cerne das preocupações de Keynes na "Teoria Geral" e nos seus debates com Hicks, Robertson e Ohlin. O debate centrou-

se, sobretudo, na teoria dos juros, abrindo uma longa controvérsia entre os adeptos da teoria dos fundos de empréstimo e Keynes. Este, enfatizando, cada vez mais, o papel da preferência pela liquidez e do motivo financeiro numa economia monetária.

A "finança" constitui-se de linhas de crédito, ou avanços bancários, e de fundos oferecidos por agentes não-financeiros, que permitem antecipar recursos futuros, quer seja a antecipação de uma poupança posterior, derivada do investimento financiado, quer de receitas futuras, derivadas da venda da produção corrente, quando o crédito serve ao financiamento da produção. Nesses termos, o motivo financeiro deve influenciar a taxa de juros através da demanda por moeda ou por crédito.

A necessidade de "finança" manifesta-se por uma demanda por crédito ou por moeda, que Keynes vai especificar de formas diferentes nos escritos de 1937 a 1939. Em "Teorias Alternativas da Taxa de Juros", Keynes assinala que a demanda por moeda, devido ao motivo financeiro, é temporária e distinta da demanda por encaixes monetários para fins de transação. Na resposta ao artigo de Robertson, "O Sr. Keynes e a Finança", a relação entre motivo financeiro e demanda por moeda é mais clara e explícita. A demanda total por moeda divide-se em duas partes: a demanda por encaixes ociosos e a demanda por encaixes ativos

determinada pelo nível de atividade e pelas decisões empresariais. A demanda por encaixes ativos, por sua vez, divide-se em duas partes: uma que tem por origem o lapso de tempo entre a decisão e a execução de projetos de investimento; e outra, devido à distância temporal entre a receita decorrente da produção corrente e o pagamento aos fatores de produção pelos empresários, ou à distância entre receitas e despesas pelo público em geral.

A diferença fundamental para Keynes entre demanda para fins de transação e por motivo financeiro é que a primeira é sempre relacionada à produção ou à renda corrente. A "finança", ao contrário, antecede o investimento. Trata-se de um fundo financeiro líquido variável no tempo e que é utilizável sempre que novas decisões de investimento são tomadas pelos empresários.

Esse fundo não tem nenhuma relação com a poupança. O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante *a posteriori*, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Necessita, sim, de crédito. Assim sendo, a expansão do crédito (a "finança") precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança. Não estando na poupança a origem da "finança", deve-se buscá-la em duas instâncias: no aumento da velocidade de circulação da moeda em decorrência de uma redução dos encaixes ociosos do público, que elevando

a taxa de juros modifica a oferta de fundos; e, no crédito bancário, a fonte primordial da "finança" para Keynes.

A "finança" está na origem da criação do crédito. A oferta de moeda (de crédito) pelos bancos vai depender da taxa de juros, determinada, de uma forma genérica, pela política de crédito dos bancos *vis-à-vis* o estado dos negócios da economia. A oferta de moeda (de crédito) interage com a demanda na determinação da quantidade de moeda-crédito em circulação. "São, em medida importante, as facilidades financeiras que regulam o ritmo dos novos investimentos. O controle da "finança" é, para dizer a verdade, um método eficaz, e às vezes até perigoso, de regulação do ritmo do investimento. É somente um meio de expressar o poder dos bancos através de seu controle da emissão monetária" (Keynes, 1937: 248).

A taxa de juros é, assim, para Keynes, a recompensa pelo não-entesouramento (redução dos encaixes ociosos do público) e a medida da preferência pela liquidez do sistema bancário, retratando, portanto, suas antecipações e seu estado de confiança nos negócios. Ela nunca é a expressão da produtividade marginal do capital, nem o preço que equilibra um estoque de poupança com fluxos de investimento. A quantidade de moeda em circulação, por sua vez, depende da produção corrente e dos projetos de investimento. E a velocidade de circulação da moeda não pode

ser considerada como uma constante, pois depende da taxa de juros, e, sobretudo, da preferência pela liquidez, parâmetro altamente instável. Nesse contexto, a moeda de crédito é endógena, porquanto é criação do sistema bancário em resposta ao estado dos negócios e em função de suas previsões e expectativas em relação ao desempenho da economia.

Mas, a política monetária não é passiva no sentido de que a função dos bancos centrais seja a de adequar a massa monetária à demanda por crédito e atuar como credor de última instância. Ao contrário, a política monetária pode inibir expansões e suavizar recessões tendo, assim, poder diferenciado de intervenção ao longo dos ciclos econômicos. Os bancos centrais, desde que tenham controle sobre as reservas monetárias, têm poder regulatório sobre a expansão da liquidez primária; ou seja, determinam a base monetária. Assim, da perspectiva dos bancos centrais, a oferta de moeda pode ser vista como exógena, neutralizando ou endossando, no curto prazo, a endogenia do crédito bancário através da regulação das reservas bancárias e da taxa de redesconto.

I.2. Política Cambial e Ordem Monetária Internacional.

As questões relativas à conversibilidade das moedas, às relações de troca e à gestão monetária internacional sempre estiveram na ordem do dia nos panfletos

políticos e nos ensaios teóricos de Keynes. O "Ensaio sobre a Reforma Monetária" constituiu a primeira resposta teórica, mais formalizada, ao problema da conversibilidade das moedas, suspensa durante a Primeira Guerra. Nesse ensaio Keynes considera a taxa de câmbio como a expressão direta do nível de preços relativos de um país em relação ao exterior. Ela é a expressão da paridade de poder de compra de um país em relação aos demais.

A idéia subjacente é que o valor de uma moeda é, fundamentalmente, determinado pelo montante de bens e serviços que permite adquirir no país emissor, isto é, por seu poder de compra interno, que evolui em razão inversa do nível de preços. Aplicando-se a hipótese acima a dois países, o valor relativo das moedas define-se pela relação entre poderes de compra internos. A taxa de câmbio de uma moeda deve ser tal que equalize seu poder de compra interno ao externo. Este valor, entretanto, está sujeito a variações conjunturais. Em tal contexto, o mercado a prazo de cambiais aparece como um dos fatores que minimizariam as discrepâncias entre taxas de câmbio efetivas e suas respectivas paridades de poderes de compra.

Do ponto de vista da política econômica, Keynes preconizava a estabilização da taxa de câmbio ao nível de sua paridade de poder de compra através da atuação dos cambistas no mercado a prazo e da intervenção do banco

central, através do sistema bancário, na fixação de taxa de câmbio. A intervenção nos mercados (a prazo e corrente) seria sistematicamente revista pelo banco central, objetivando compatibilizar o nível da taxa de câmbio com os demais objetivos da política monetária. A taxa de câmbio aparece, assim, como um dos instrumentos da política monetária à disposição das autoridades monetárias.

"Keynes, convencido de que o nível do câmbio era fundamental para o nível de preços, propunha uma política cambial visando a estabilidade dos preços. Ele vai além de uma proposta de estabilização do câmbio pela política monetária e por intervenções diretas nos mercados a prazo de divisas. Propõe, também, uma política de intervenções diretas nos mercados correntes de câmbio. O Banco da Inglaterra poderia, segundo Keynes, fixar, a cada quinta-feira, o preço de compra e venda do ouro e, com isso, a relação libra-dólar, pois à época o dólar mantinha uma paridade fixa com o ouro. Keynes nunca professou a tese de que o mercado de câmbio deixado a sua própria sorte levaria a taxa de câmbio ao equilíbrio. Ao contrário, nesse domínio ele acreditava na intervenção inteligente dos homens. (...) Mas, o ponto importante é que Keynes acreditava na influência do câmbio sobre os preços e, por isso, preconizava uma política cambial ativa. A teoria da paridade de poder de compra indicava para ele o nível normativo do câmbio". (Denizet, 1985: 93).

No "Ensaio", Keynes ressaltava, ainda, como as políticas econômicas nacionais perdiam parte de sua eficácia devido à indefinição de uma ordem monetária internacional. Por isso, propugnava a formalização de um padrão-ouro com base em duas moedas conversíveis, a libra e o dólar. O Banco da Inglaterra e o Federal de Reserva deveriam intervir no mercado de ouro, fixando, semanalmente, os preços de compra e de venda (*gold points*) e definindo, em consequência, as paridades ouro-dólar, ouro-libra e, portanto, libra-dólar. Para as demais moedas, prevaleceria um sistema ouro-libra-dólar.

A discussão sobre a paridade entre as moedas e o nível adequado da taxa de câmbio continuou cumprindo papel de relevo no pensamento de Keynes durante os anos 20 e os 30. Especialmente devido à tese conservadora dos políticos ingleses, que advogava o restabelecimento da paridade da libra ao nível do pré-guerra e à política de indenizações imposta pelos aliados à Alemanha. Keynes opor-se-ia ao restabelecimento do padrão-ouro puro e à sobrevalorização da libra, pois considerava que tais procedimentos eram contrários à estabilidade dos preços e à manutenção do crédito e do emprego. Quanto às reparações alemãs, Keynes aproveitaria o tema para retomar sua teoria sobre a paridade de poder de compra da moeda, afirmando a impossibilidade lógica de "exportar renda" através de operações financeiras.

e a predominância da balança comercial sobre o balanço de capitais.

A elevação da taxa de desconto do Banco da Inglaterra de 3% para 4%, em julho de 1923, com o objetivo de contra-arrestar a depreciação da libra, leva Keynes a precisar o papel subordinado da política cambial em relação à política creditícia interna e, as razões fundamentais de sua oposição ao retorno ao padrão-ouro nos moldes propostos pelo Relatório Cunliff⁽²⁾. As propostas desse relatório significavam, para Keynes, a imposição de uma libra sobrevalorizada, desencadeando uma deflação de preços e de crédito com graves efeitos sobre os níveis de renda e emprego.

Em 1925, quando o governo conservador toma a resolução de sobrevalorizar a libra, Keynes, em "As Conseqüências Econômicas de Mr. Churchill", precisa a sua oposição nos seguintes termos: com o valor das exportações inglesas em libras decrescido, os exportadores terão sua posição concorrencial enfraquecida. Em conseqüência, cortarão os custos de produção e, em particular, os custos salariais, na tentativa de restabelecer a competitividade de seus produtos. Dessa forma, sacrificar-se-á a produção

⁽²⁾ A Comissão Cunliff foi estabelecida pelo governo inglês, em 1918, com o objetivo de estudar as formas de inserção da Inglaterra na economia internacional no pós-guerra. O relatório final data de 1919, recomendando o restabelecimento do padrão-ouro e a fixação da paridade libra-ouro ao nível de 1914.

industrial, o emprego e o crédito interno em nome de uma taxa de câmbio artificialmente valorizada, mantendo uma política recessionista na Inglaterra num momento em que os Estados Unidos encontravam-se em franca expansão. A única vantagem dessa política, arremata Keynes, é melhorar a posição de Londres como centro financeiro internacional a expensas de sua indústria e de seus trabalhadores.

Em relação às reparações alemãs, a argumentação principal de Keynes centra-se na natureza distinta dos fluxos financeiros e comerciais entre os países e na relação conflituosa entre os objetivos de uma política econômica destinada a gerar superávits no balanço de pagamentos, a obter superávits fiscais e, ao mesmo tempo, a manter a estabilidade de preços internos. Keynes não aceita a posição dominante, em termos de política econômica, segundo a qual bastaria reduzir a renda disponível através de medidas fiscais e monetárias, para que se produzisse um superávit comercial, possibilitando, assim, o pagamento das indenizações de guerra pelo governo alemão.

Uma política impositiva agressiva diminuiria o consumo interno, mas não necessariamente estimularia as exportações. Ao contrário, uma política de empréstimos externos ao governo alemão permitiria a utilização desse crédito no financiamento de novos investimentos no setor

exportador, aumentando a arrecadação do Estado e a posição competitiva dos produtos alemães no mercado internacional.

O problema da dívida alemã não poderia ser solucionado transferindo-se para o exterior os bens que, de outra forma, seriam consumidos internamente, mas concentrando no setor exportador os fatores de produção utilizados para outras finalidades. Como a taxa de câmbio era fixada, a política de ajuste contava com menos uma variável de manobra. Logo, a única maneira de melhorar a posição competitiva das exportações alemãs seria através da diminuição dos custos de produção. Como Keynes julgava pouco provável, à época, que os custos de produção na Alemanha diminuíssem mais rapidamente do que os das demais nações, que a produtividade aumentasse mais rapidamente e que os juros fossem menores do que nos demais países em face da política monetária restritiva prevalecente, a única variável de ajuste seriam os salários, medidos em unidades de divisa internacional (ouro). Keynes retoma aqui a análise feita em "As Conseqüências Econômicas de Mr. Churchill", onde a variação da taxa de câmbio de uma moeda se justificaria toda vez que refletisse no interior de uma economia a valorização ou desvalorização dos salários nominais em relação aos salários reais. Esta assertiva é importante, pois reapareceria, quando da proposta de Keynes referente a União de Compensação, na discussão sobre a determinação das paridades entre as moedas e sobre o regime de câmbio.

Tal posição, que foi amadurecendo ao longo dos anos 20, ficou clara no debate entre Keynes e Ohlin no *The Economic Journal*, em 1929. Na concepção de Keynes os problemas fiscal e da dívida externa eram claramente distintos. Não era suficiente arrecadar em marcos o montante anualmente devido ao exterior, para que o balanço de pagamentos obtivesse o superávit necessário para fazer face às obrigações internacionais. O essencial seria que a recuperação das exportações gerasse o excedente necessário ao pagamento da dívida.

Ohlin (1929) rebateu a posição de Keynes argumentando que o ajuste do balanço de pagamentos é de natureza monetária. Um país que não empresta nem toma empréstimos de outro país e que mantém seu mercado de capitais em equilíbrio, tem seu poder de compra equivalente à soma dos rendimentos monetários internos. Os empréstimos ao exterior diminuem o poder de compra e vice-versa. Assim, a causa do déficit da balança comercial alemã seriam os empréstimos recebidos pela República de Weimar, os quais, à medida que ultrapassaram os pagamentos externos efetuados, não só aumentaram o poder de compra da Alemanha - e, portanto, suas importações -, como, também, diminuíram o poder de compra dos demais países e, assim, as possibilidades de exportações alemãs. Vale dizer, para Ohlin os ajustes nos níveis de produção eram a consequência de

variações entre os poderes de compra dos países. As mudanças na paridade de poder de compra são anteriores às dos fluxos de mercadorias e tendem a determiná-los.

Para Keynes, o poder de compra nacional só pode diminuir através da redução do volume de emprego e da taxa de remuneração dos fatores, e só pode ser transferido ao exterior, em termos reais, através de superávit comercial. As transações financeiras internacionais tinham uma natureza distinta. Enquanto a taxa de câmbio deveria refletir a paridade de poder de compra de uma nação — vale dizer, a eficiência de seus fatores de produção —, os movimentos em torno da tendência de longo prazo da taxa de câmbio seriam explicados por oscilações no "ciclo de crédito", que poderiam ser controlados pelos bancos centrais através de seus instrumentos de política econômica e pelo estabelecimento de uma ordem monetária internacional mais estável e institucionalmente coordenável.

Os problemas dos fluxos financeiros internacionais, das políticas regulatórias nacionais e da gestão monetária supranacional foram retomados de forma sistemática no "Tratado da Moeda". Fica claro que, para Keynes, a taxa de câmbio era determinada pela balança comercial. Ao nível internacional, o padrão de referência para expressar a paridade das diferentes moedas deveria ser

composto por uma cesta das principais mercadorias comercializadas.

Com relação à manutenção da paridade de poder de compra da moeda, a política econômica deveria compatibilizar a tendência de longo prazo do valor interno da moeda nacional com a do padrão internacional. Vale dizer, a taxa de câmbio deveria refletir as mudanças nos níveis de produtividade dos fatores e de eficiência de seus rendimentos. No que tange ao capital financeiro internacional, a política econômica poderia neutralizar os movimentos do mercado através das reservas bancárias, das relações de débito e crédito entre bancos centrais ou, ainda, através de uma política ativa de juros, conformando as ações do mercado às necessidades da gestão macroeconômica. De qualquer forma, assinala Keynes, tais flutuações nos fluxos financeiros poderiam ser minimizadas através da criação de um banco central supranacional e da reorganização do sistema monetário internacional. "Parece-me que, antes do retorno *de facto* ao padrão-ouro, havia melhores perspectivas para a administração da moeda nacional, pois esta estava livre do inconveniente e, às vezes, da perigosa obrigação de estar atrelada a um sistema internacional imanejável. Trabalharei para que se evolua na direção de sistemas nacionais independentes com taxas de câmbio flutuantes e, posteriormente, para que esses sistemas

nacionais se relacionem através de um sistema internacional administrado". (Keynes, 1930: 395).

As principais idéias desenvolvidas no "Tratado" seriam revisitadas e tomariam forma propositiva em 1941, em dois relatórios enviados ao tesouro da Inglaterra sobre a criação da União de Compensação e a nova ordem monetária internacional para o pós-guerra. O plano de Keynes destinava-se a resolver o problema do endividamento dos países durante a guerra, analisando as possibilidades das economias endividadas assegurarem-se o financiamento da dívida através de uma regulamentação alternativa dos pagamentos externos. A União de Compensação seria a instituição a quem os países-membros confiariam suas contas externas e cujas operações seriam realizadas em uma nova unidade de conta internacional, o *bancor*. O *bancor* é uma moeda fiduciária (bancária), mas definida a partir de uma certa quantidade (peso) de ouro.

"O ouro deve constituir um ponto fixo no mercado de câmbio para que as moedas não flutuem anarquicamente umas em relação às outras. O ouro não é, portanto, um fim em si mesmo; ele é um ponto de ancoragem. (...) No momento que as moedas bancárias nacionais estejam reunidas na nova unidade monetária internacional, elas não podem mais flutuar umas em relação às outras, exceto em um caso: quando uma das moedas nacionais perder, em relação às demais, uma parte de seu

valor em ouro. Nesse caso, ela deprecia-se igualmente em *bancor*. (...) Na ausência do *bancor* as moedas bancárias nacionais não são submetidas a nenhuma medida comum e, fora de qualquer disciplina, elas são sensíveis às pressões políticas e especulativas. O *bancor* impediria a desordem, pois no espaço internacional as moedas dos países-membros teriam um conteúdo em ouro, medida de seus exatos valores.

O *bancor* não é, portanto, uma moeda de substituição, mas o veículo destinado a assegurar o curso das moedas além de suas fronteiras nacionais. (...) O papel do ouro é o de dar forma à unidade monetária internacional. Na ordem monetária, ao menos a dos tempos modernos, o ouro não é um fundo ou uma substância, mas uma forma, ou seja, o continente das moedas bancárias. Com efeito, falar-se-ia, hoje, de cesta. No plano de Keynes o ouro é a cesta de moedas". (Schmitt, 1985: 199-200).

Não se tratava, portanto, da visão conservadora segundo a qual o ouro tinha valor e estabilidade intrínsecos, objeto das críticas de Keynes quando do retorno ao padrão-ouro no entreguerras e no "Tratado da Moeda". Era, na verdade, a retomada da visão do ouro como "monarca constitucional", estabelecida no "Ensaio sobre a Reforma Monetária" e no "Tratado". O ouro era, ele próprio, concebido como moeda fiduciária: como moeda administrada, cuja função seria garantir a estabilidade entre os níveis de

preços interno e externo. Qualquer moeda nacional deveria ter, em *bancor*, um valor exato que assegurasse a igualdade entre oferta e demandas interna (determinação do nível geral de preços) e externa (supressão de quaisquer excedentes e déficits permanentes da balança comercial). As paridades das diversas moedas em relação ao *bancor* seriam, assim, alteradas de acordo com as variações dos salários reais no interior de cada país membro da União. O estabelecimento de uma ordem monetária internacional exigiria, assim, que as diversas moedas tivessem uma referência comum, que poderia ser o ouro ou qualquer outro valor intangível, aceito por convenção, e que garantisse, ao mesmo tempo, a compatibilidade das paridades de poder de compra e dos níveis internos de preços.

O *bancor* era, assim, visto como uma nova moeda a ser criada para agilizar a circulação internacional. Mas, qual o montante de liquidez a ser criado? Nas próprias palavras de Keynes, "(...) a idéia fundamental da União é simples: trata-se de generalizar o princípio essencial presente em qualquer sistema fechado. Este princípio é a igualdade necessária entre crédito e débito. (...) As emissões de *bancor* seriam submetidas a duas restrições. O Fundo de Reserva da União de Compensação receberia um pagamento anual de 1% dos países, cujos montantes de crédito ou débito ultrapassassem um quarto de suas respectivas quotas de participação. Só os países que conseguissem

equilibrar seus balanços de pagamentos estariam isentos de contribuição. (...) Caso a dívida de um país com a União fosse, em média, superior a um quarto de sua quota durante ao menos um ano, ele seria autorizado a desvalorizar em até 5% a sua moeda em relação ao *bancor*". (Keynes, 1940).

A constituição de ativos denominados em *bancor* emergiria, assim, dos saldos comerciais e não do poder emissor da União. Seria impossível, na concepção de Keynes, que um país fosse superavitário sem que os demais fossem deficitários no mesmo montante. A União anteciparia aos países deficitários créditos formados pelos países superavitários. Como sublinha Schmitt (1965:208) "(...) as unidades de *bancor* só figuram nos ativos ou nos 'tesouros' na medida estrita da poupança formada pelos países. E a poupança dos países só é positiva quando duas condições são satisfeitas: é necessário que haja uma renda gerada, produto monetário das exportações e que o saldo exportador não seja gasto totalmente em importações no mesmo período. Em nenhum caso a União pode emitir 'poupança' em nome de seus países-membros. (...) Cada banco central dos países-membros se beneficiaria de uma cota indexada equivalente à soma de suas importações e exportações médias dos últimos cinco anos. (...) E cada banco central seria autorizado a realizar saques a descoberto na União até esgotar sua cota.

De acordo com o espírito e a lógica do plano de Keynes, a União de Compensação cria o *bancor*-moeda e gere o *bancor*-poupança. O *bancor* monetário estaria presente em todas as transações dos países-membros com o exterior. Um país superavitário receberia *bancors* e os depositaria. Depositar os *bancors* significa gastá-los na aquisição de títulos de depósito. O *bancor* financeiro é um ativo líquido formado pela poupança de uma parte do produto nacional dos países superavitários depositada na União, disponível para o financiamento dos países deficitários. (...) O efeito deflacionário é, portanto, nulo".

A concepção de uma unidade monetária internacional não foi, todavia, explorada em suas últimas conseqüências devido à oposição americana à criação da União de Compensação e ao próprio Fundo de Estabilização, proposto por White⁽¹²⁾. A ordem monetária internacional, que emergiria no pós-guerra, separaria institucionalmente as questões do comércio (GATT) daquelas relativas aos fluxos financeiros compensatórios e aos ajustes do balanço de pagamentos (FMI); e seria conservadora no que tange à preservação de um padrão ouro-dólar e à inflexibilidade das taxas de câmbio. Em tais circunstâncias, questões teóricas importantes à época para a gestão da ordem monetária internacional - como a real possibilidade de se criar uma

⁽¹²⁾ O Fundo de Estabilização seria gerido por um banco central internacional, com o qual os bancos centrais dos países-membros se relacionariam através de operações de débito e crédito, concluídas em moedas nacionais conversíveis entre elas a partir de uma paridade definida.

moeda internacional "neutra", no sentido de não ser um transmissor de instabilidade às economias nacionais, nem ser "contaminada" pelos efeitos das políticas monetário-cambiais dos diversos países; como a unidade monetária internacional funcionaria, ao mesmo tempo, enquanto meio de troca e enquanto ativo de capital ("finança") e qual desses aspectos seria mais determinante na fixação da taxa de câmbio; como a possibilidade de conflitos entre os fatores determinantes do câmbio no que tange à balança comercial e aqueles referentes à conta capital - ficariam postergadas para quando a institucionalidade de Bretton Woods começasse a disfuncionalizar-se.

I.3. Gasto Fiscal e Política Econômica.

As reflexões de Keynes sobre a política fiscal, seus instrumentos e sua gestão aparecem de forma bastante pontual em sua obra. Em "As Conseqüências Econômicas de Mr. ...", em seus panfletos contra a sobrevalorização da libra, aparecem como expediente para minimizar os efeitos da deflação de preços e de renda sobre o nível do emprego. Em sua polêmica com Ohlin, em 1929, discutia a distinção entre os problemas de financiamento da dívida externa e do orçamento público. Realçava à época que a obtenção de superávit fiscal não garantia um excedente financeiro destinado ao pagamento da dívida externa, mesmo que este fosse feito na própria moeda nacional. No "Tratado sobre a

Moeda", discutindo a depressão de 1930, enfatizava a necessidade do governo fazer política anticíclica, promovendo o investimento interno. Este ponto seria retomado na "Teoria Geral" através do desenvolvimento do multiplicador e da análise dos efeitos do investimento e do consumo sobre o nível de produção. Por fim, em "Como Financiar a Guerra" (1940), Keynes apresenta uma proposta de política econômica para a Inglaterra, investigando os problemas de financiamento e da produção correntes em período de pleno emprego. Não existe, entretanto, uma discussão pormenorizada da questão fiscal como a elaborada em relação às políticas monetária e cambial ao longo da obra *keynesiana*.

Em "As Consequências Econômicas de Mr. Churchill" a análise de Keynes procura mostrar como a política monetária adotada a partir de 1920 na Inglaterra, que culminaria com a sobrevalorização da libra em 1925, levou a economia a um processo deflacionista, cuja superação seria difícil e custosa se empreendida somente a partir dos instrumentos monetário-cambiais. Tal política, provocando uma rápida queda dos preços por atacado e o aumento dos estoques, acirrou a concorrência intercapitalista, diminuiu os salários e o emprego industrial. Na ocasião, Keynes advogava, juntamente com mudanças nas políticas monetária e cambial, uma elevação do gasto público compensatória à queda do investimento privado.

Essas colocações foram sendo progressivamente ampliadas nas críticas sucessivas de Keynes à política econômica do Partido Conservador. No início dos anos 30, ele claramente em seus escritos a proposta de um Estado produtor de bens públicos e gestor de políticas setoriais (a industrial, sobretudo), como forma de corrigir as imperfeições derivadas da alocação de recursos pelas forças de mercado.

No relatório do "Congresso de Sindicatos Trabalhistas" (TCU) de 1931, os trabalhadores assimilam a proposta de um Estado produtor de bens públicos. Reproduzem na ata do congresso a seguinte passagem de Keynes (1931)": "(...) o progresso assenta-se na expansão e na aceitação de corpos semi-autônomos no interior do Estado; corpos cujo critério de ação seja somente o bem público e cujos motivos de deliberação excluam os objetivos do lucro privado. Vários empreendimentos, particularmente as empresas de serviços públicos e outros negócios exigindo um grande volume de capital fixo, devem, ainda, ser semi-socializadas. Creio que devemos julgar inteligentemente o nível de poupança que a comunidade como um todo deseja realizar; o percentual desta que deva ir para o exterior na forma de investimentos externos; e se a presente organização do mercado de capitais distribui a poupança entre a maioria dos canais produtivos da nação. Não penso que esses assuntos devam ser deixados

inteiramente a critério do julgamento e do lucro privados como no presente".

No "Tratado da Moeda" as políticas anticíclicas para a Inglaterra dos anos de 1929 e de 1930 vêm expressas sob a forma de déficits fiscais através de ações deliberadas no mercado aberto e de subsídios ao investimento. A política monetário-cambial dos conservadores nos anos vinte havia elevado os custos internos de produção e diminuído a competitividade da indústria inglesa, provocando déficits na balança comercial e um elevado nível de desemprego, que seriam agravados pela depressão mundial. "Em tal caso não seria suficiente que a autoridade central estivesse sempre pronta a emprestar, pois o dinheiro poderia fluir para mãos erradas; ela deveria estar disposta, também, a tomar emprestado. Em outras palavras, o governo deveria, ele mesmo, promover um programa de investimentos domésticos. Trata-se de uma escolha entre empregar trabalho para criar riqueza de capital, que renderá menos do que a taxa de juros de mercado, ou não empregá-lo. Se esta for a situação, o interesse nacional escolherá a primeira alternativa. Mas, se os tomadores externos estiverem dispostos e ávidos por empréstimos, será impossível, num mercado competitivo e aberto, diminuir a taxa de juros até o nível adequado aos investimentos domésticos. Nesse caso os resultados desejados só poderiam ser obtidos se o governo subsidiasse certos tipos de investimento. (...) Assumindo que a curto prazo

seja impossível reduzir os custos domésticos em relação ao exterior, de forma a produzir um superávit significativo nas contas externas, a política de subsídios ao investimento interno seria um meio válido para incrementar o emprego hoje e a riqueza amanhã". (Keynes, 1930: 376).

Sob o aspecto da discussão das alternativas de política econômica para os países centrais, a "Teoria Geral" é significativa do que o "Tratado" e os escritos de Keynes. O próprio Keynes adverte no prefácio à edição dessa obra que ele só trataria de forma subsidiária a aplicação da teoria à realidade. Do ponto de vista específico da política fiscal, o importante da "Teoria" é ter formalizado o princípio da demanda efetiva, cujo corolário é a possibilidade permanente de subemprego na economia. Este poderia ser superado através do investimento autônomo do governo, do aumento do superávit comercial ou, genericamente, de déficits fiscais. Na realidade, a primeira proposta de política econômica de Keynes a partir do marco analítico da "Teoria Geral", foi explicitada em dois de seus artigos de 1939 no *Times* e, em 1940, em "Como Pagar a Guerra".

O esforço de guerra exigiria que a produção militar operasse ao nível mais elevado compatível com os recursos e com a estrutura produtiva do país. Assim, a economia deveria funcionar a pleno emprego de uma população

ativa em sentido mais abrangente, incluindo o trabalho de aposentados, mulheres e jovens. Ao nível do gasto público, a demanda suplementar do Estado representaria a metade da demanda privada. Para satisfazê-la seria, então, necessário reciclar parte da produção para atender a essa demanda e aumentar o nível da produção e das importações. Keynes estimava que uma gestão coerente das reservas de câmbio permitiria o planejamento adequado do aumento das importações. A reintegração dos desempregados e das pessoas inativas ao processo produtivo e o alongamento da jornada de trabalho determinariam uma elevação da renda nacional de 15% ao ano. Do produto nacional, cerca de 44% correspondiam à demanda pública. Como financiá-la?

Para Keynes a solução viria através da combinação de três tipos de medidas: da elevação limitada dos preços para cobrir o aumento dos custos de produção decorrentes do pleno emprego; do aumento moderado dos impostos; e, principalmente, através da cobrança de empréstimos compulsórios, que teriam a vantagem de permitir aos trabalhadores transformar suas elevações de renda presente em riqueza futura. Ao mesmo tempo, o governo poderia regular a reposição em circulação desses empréstimos após a guerra, segundo o nível de atividade e em consonância com a política econômica adotada. A ênfase colocada por Keynes no depósito compulsório como instrumento principal de financiamento do gasto público encontrou forte oposição na TCU e no Partido

Trabalhista, que duvidavam da possibilidade do governo devolver o imposto e temiam que o esforço de guerra fosse inflacionário, corroendo o poder aquisitivo da classe trabalhadora e o valor de sua poupança compulsória. No panfleto "O Plano Keynes: seus perigos para os trabalhadores", (*apud* Callaghan, 1989:342) de 1940, os trabalhadores ingleses reivindicavam garantias contra os efeitos das elevações de preços sobre os salários mesmo se algum esquema de pagamento diferido fosse acertado.

"Como Pagar a Guerra" foi a resposta de Keynes a TCU, propondo: a criação de um imposto sobre o capital, após o fim da guerra, para garantir o reembolso do empréstimo externo; a instituição de alocações às famílias; e, o tabelamento dos preços de uma cesta básica. A criação de impostos sobre o capital e a elevação da alíquota do imposto sobre os lucros durante a guerra, como advogava o partido trabalhista, não era viável para Keynes, pois seria um desincentivo à inversão e à produção correntes em um período em que só o pleno emprego dos fatores viabilizaria o esforço bélico inglês. No mesmo sentido, um tabelamento generalizado de preços ou o aumento generalizado dos salários nominais aumentaria, indiscriminadamente, o poder de compra dos consumidores, levando a pressões inflacionárias em uma economia que reciclava sua produção para fins militares e com restrições em sua capacidade para importar.

Como Churchill não era *keynesiano*, os mecanismos utilizados para o financiamento público foram a elevação dos impostos, que ao final da guerra eram em média 50% da renda corrente, e o alargamento da base impositiva. E, no lugar de tabelamento, houve racionamento dos artigos de consumo. Entretanto, evoluiu-se durante a guerra, no sentido do Conselho de Economia Nacional discutir com os sindicatos de trabalhadores as medidas de política econômica a serem adotadas. No âmbito de tais discussões, preparou-se o que, com o governo trabalhista de 1945, viria a se chamar "política de concertação social". No caso inglês, caracterizar-se-ia pela política de estatização de certas indústrias, pela instituição do Estado previdenciário e pelo compromisso entre trabalhadores, empresários e governo para manter um crescimento não-inflacionário da economia.

Que Políticas para o Capitalismo?

Existe ao longo das colocações precedentes um fio condutor, que constituiu o cerne do debate de Keynes com seus contemporâneos: a gestão do estoque de riqueza e dos fluxos de renda no capitalismo. Como a moeda, *infa sensu*, é a expressão dessa riqueza, a discussão central sobre política econômica, principalmente em épocas de crise, gira em torno do padrão de valor, de suas variáveis de reprodução, juro e câmbio - e do financiamento do Estado. Keynes era de opinião que uma economia capitalista baseada

na divisão do trabalho e com uma moeda-crédito motriz do processo de inversão, não estaria sujeita à Lei de Say nem à teoria quantitativa da moeda. Negava que no sistema capitalista a oferta criasse sua própria demanda, postulando o princípio da demanda efetiva como alternativa teórica à Lei de Say, como *modus operandi* sistêmico. A moeda-crédito, por ser gerada no interior da produção ou da especulação, integra esses processos e é parte constitutiva da dinâmica das órbitas produtiva e financeira.

Parece-me não haver dúvida que no Livro VII do "Tratado" a taxa de juros é uma variável independente determinada pelo banco central. Às vezes, o Banco da Inglaterra controlava, também, a quantidade de moeda, quando excedentes na balança comercial assim o exigiam, através de compras de divisas ou de mudanças nos *gold points*. O setor externo é, aliás, uma omissão importante na "Teoria Geral" tanto para o tratamento da demanda efetiva, quanto para a discussão sobre a oferta de moeda e o papel da taxa de câmbio na política monetária, pois variações no saldo da balança comercial representam variações autônomas na quantidade de moeda, caso o banco central não as esterilize. Da mesma natureza são os gastos do governo. No capítulo 15 - Os Incentivos para Liquidez - da "Teoria Geral", Keynes (1936) discute as relações entre oferta de moeda, renda e juros. Tenta mostrar como, *ceteris paribus*, a cada quantidade de moeda criada pela autoridade monetária (como

contrapartida do gasto público) ou, acrescentari eu, por variações no saldo comercial, corresponderia um determinado complexo de taxas de juros para dívidas de diferentes vencimentos. "A autoridade monetária governa com facilidade a taxa de juros de curto prazo; em primeiro lugar, porque lhe é fácil criar a convicção de que a sua política não mudará sensivelmente num futuro muito próximo; e, depois, porque a perda a temer é pequena comparada com o rendimento corrente. Mas a taxa de longo prazo pode mostrar-se mais recalcitrante quando já baixou a um nível que, segundo a experiência passada e as previsões correntes sobre a política monetária futura, a opinião autorizada considera "inseguro". Por exemplo, num país ligado a um padrão-ouro internacional, uma taxa de juro inferior à que prevalece em qualquer outra parte será olhada com legítima desconfiança. Todavia, uma taxa de juros interna elevada à paridade com a mais alta que existe nos outros países pertencentes ao sistema internacional pode estar muito acima do nível compatível com o pleno emprego.

A taxa de juros é um fenómeno altamente convencional, porque o seu valor real depende em larga medida do valor futuro que a opinião lhe prevê. Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura, será duradoura, sujeita, decerto, numa sociedade variável, a flutuações em torno do nível normal esperado devido a toda a sorte de motivos. E pode

oscilar durante dezenas de anos ao redor de um nível constantemente elevado demais para permitir o pleno emprego, sobretudo, prevalecendo a opinião de que o ajuste da taxa de juros se faz de maneira automática, o que leva a se atribuir ao nível estabelecido por convenção uma base objetiva muito mais sólida do que a mesma convenção, já que de nenhum modo está associada na mente do público ou das autoridades o fato de não ser possível alcançar um nível ótimo de emprego com a vigência de um conjunto inadequado de taxas de juros. Daí as dificuldades que se opõem ao propósito de manter uma demanda efetiva de nível suficientemente alto para garantir o pleno emprego, resultantes da associação de uma taxa de juros a longo prazo convencional e bastante estável com uma eficiência marginal do capital inconstante e altamente instável". (Keynes, 1936:196-197).

Keynes retoma, desta forma, a discussão do "Tratado" sobre a instabilidade do segundo quinquênio dos anos 20, quando as taxas de juros de mercado, pelas razões mencionadas, não eram compatíveis com o baixo nível de eficiência marginal do capital, o que significa dizer que esta não tinha como atingir os níveis de juros prevalecentes. Esclarece, ainda, a formação da taxa de juros de longo prazo. Essa submete a taxa de curto prazo, determinada pela autoridade monetária, à convenção dos agentes econômicos que ratificam-na ou retificam-na ao longo do tempo. A taxa de juros de curto prazo é uma variável

independente, exógena e a oferta de moeda-crédito torna-se elástica ante o espectro de taxas de juros prevalecente.

O status de variável independente da taxa de juros está submetido, na obra de Keynes, à existência de um sistema de reservas bancárias, regulado institucionalmente a nível mundial até a Primeira Guerra pelo Banco da Inglaterra e, posteriormente, por ações conjuntas desse com o Banco de Reserva dos Estados Unidos. A efetividade da política monetária estava diretamente relacionada às reservas dos bancos centrais e à capacidade de alterarem a liquidez bancária, seja por seus instrumentos monetários, seja através de mudanças dos parâmetros institucionais. Os bancos centrais, mediante os seus investimentos institucionais em ouro e papéis, regulavam a liquidez do sistema bancário através da fixação da taxa de desconto bancária e da política de mercado aberto. E o sistema bancário tinha, assim, poder de criar crédito, regulado pela autoridade monetária. Além disso, havia uma distinção entre bancos que operavam no sistema financeiro internacional - provendo créditos de longo prazo e cujas barreiras à entrada, institucionais e financeiras, eram bastante elevadas - e aqueles que operavam os sistemas monetários nacionais, cujos créditos acompanhavam os ciclos de negócios internos de seus respectivos países.

Existe no mundo *keynesiano* uma ligação específica entre o movimento das taxas de juros de mercado e o ciclo econômico. O que marca o início da expansão é a expectativa de que a eficiência marginal de alguns capitais possa alcançar a taxa de juros de mercado, permitindo a alavancagem do investimento, que, progressivamente, se espraiaria caso a retomada fosse sustentável. À medida que a expansão se afirma e haja expectativa por parte dos empresários de um *boom*, a perspectiva de rentabilidade crescente dos novos investimentos sancionará níveis crescentes das taxas de juros de mercado, até que o final da expansão reverta tanto a expectativa empresarial a respeito da eficiência marginal do capital, como a do mercado monetário a respeito da preferência pela liquidez. Como a eficiência marginal do capital e as taxas de juros guiam-se por critérios diversos, nada garante que a queda de ambas sejam processos concomitantes. Ao contrário, o que mostrou Keynes no "Tratado" foi como, pelas razões mais diversas, as taxas de juros ficaram "coladas" a um patamar elevado em relação às condições que regiam a eficiência marginal do capital. Nessas circunstâncias, a flexibilidade de preços e a de salários não constituiriam um antídoto contra o desemprego.

No início dos anos 30, Keynes afirmou que não haveria uma retomada sustentada das economias capitalistas, se não ocorresse uma queda nas taxas de juros de longo prazo

no mercado de capitais que as colocasse ao nível do pré-guerra; a não ocorrência desse movimento ocasionaria a deflação de lucros e preços na economia. Via que a queda dos juros no mercado poderia ser um longo e penoso processo, caso não fosse monitorado pelas autoridades monetárias, que deveriam adotar uma política de juros baixos dura para provocar a queda das taxas de longo prazo no mercado de crédito.

"Para (aquela) situação dois remédios seriam os mais apropriados. O Banco da Inglaterra e a Reserva Federal deveriam pressionar seus bancos-membros para reduzir suas taxas de juros. Ao mesmo tempo, aqueles dois bancos centrais deveriam perseguir políticas de desconto bancário e de mercado aberto à *outrance*, acordando, primeiramente, entre si, providências para neutralizar os efeitos de movimentos internacionais de ouro sobre a política adotada. Os dois bancos centrais deveriam para isso manter as taxas de juros de curto prazo baixas e adquirir papéis negociáveis de longo prazo, mesmo a expensas de uma expansão da moeda de banco central, ou de vendas de papéis de curto prazo até saturar o mercado". (Keynes, 1930:347).

Tal necessidade de coordenação das políticas de bancos centrais após a transferência da maior parte das reservas de ouro da Inglaterra para os Estados Unidos, coloca o instrumento cambial como parte essencial da

política monetária. A intervenção conjunta dos bancos centrais deveria dar-se: nos preços de compra e de venda de ouro, à vista e a prazo; no estabelecimento de linhas de crédito entre bancos centrais; e, na definição dos investimentos institucionais em ouro e em outros ativos. Essa política conjunta no *front* externo deveria garantir as paridades ouro-libra, ouro-dólar e, conseqüentemente, a do dólar com a libra e dessas duas divisas com as demais.

Tais paridades deveriam expressar os diferentes níveis de eficiência e de preços das diversas economias. Vale dizer, seriam definidas a partir de variações de uma cesta de mercadorias comercializadas internacionalmente. Entretanto, as questões relativas ao comércio mundial e à taxa de câmbio, importantes no "Ensaio" e no "Tratado", são abandonadas na "Teoria Geral". Nesta, Keynes negligencia a importância das exportações como componente da demanda agregada e o papel da taxa de câmbio como variável de ajuste único. Tem-se, assim, na obra de Keynes, uma análise parcial (relativa à balança comercial) do câmbio, revelando a mesma necessidade de compatibilização com uma leitura global do autor, tal como que a realizada para a taxa de juros.

Em primeiro lugar, Keynes não leva às últimas conseqüências suas observações do "Tratado" sobre os mercados à vista e a prazo para o câmbio; uma alusão

vez ligada aos movimentos de capital intensos nos anos entre 1900 até o final da década de 20. Como "teoria Geral" o setor externo é uma ausência, a preferência pela liquidez e, portanto, a demanda especulativa, perde o locus privilegiado de análise: o mercado de divisas. Já que Keynes defendia uma taxa de câmbio flexível, no sentido de flexibilizada pela autoridade monetária no exercício diário de sua política, ela pode ser apreendida, também, como uma variável independente. Em decorrência, e da mesma forma que a taxa de juros, ela não teria um "valor natural" de equilíbrio determinado teoricamente, como nos modelos neoclássicos.

Mesmo o elevado poder regulatório sobre as reservas internacionais existentes à época de Keynes não era condição suficiente para a estabilidade cambial em níveis condizentes com o pleno emprego. O Banco da Inglaterra e a Reserva Federal podiam fixar, a curto prazo, as taxas de câmbio; mas a variação dessas a longo prazo ficava sujeita à formação das expectativas no mercado de divisas, à convenção entre os especuladores e ao quadro institucional vigente. E, como, apropriadamente, colocou Keynes (1936: cap. 12), é o sistema financeiro, num processo diário de reavaliação do mercado de ativos, que condiciona a previsão de longo prazo. Portanto, a especulação aparece como uma atividade que consiste em prever e antecipar a "psicologia do mercado", podendo, assim, ser estabilizante ou desestabilizante.

Por fim, no que tange à política fiscal, tinha, na obra de Keynes, a função primordial de minimizar a volatilidade de longo prazo dos investimentos, e não de instrumento anticíclico conjuntural. Como revela Kregel (1988), a reflexão de Keynes sobre o uso do instrumento fiscal deu-se durante a administração da economia inglesa na Segunda Guerra e em suas propostas para a reconstrução do pós-guerra. "Keynes não era um entusiasta do déficit fiscal, não o mais como o resultado direto da falência do objetivo de pleno emprego estável do que como um remédio contra o desemprego. (...) Para Keynes o principal objetivo era prevenir grandes flutuações através de um programa (de investimentos) de longo prazo. A estabilização do investimento era o principal objetivo da política econômica keynesiana.

O investimento a longo prazo poderia ser expresso em termos de investimento de capital, que a longo prazo estava em equilíbrio. (...) Keynes batia-se contra a confusão existente entre a sua idéia de um orçamento de capital e a de financiamento do déficit, expressando dúvidas quanto à conveniência de se minimizar, através da política fiscal, as flutuações no volume de consumo a expensas de flutuações do nível de investimento". (Kregel, 1988:32) Ou seja, exceto em caso de extrema emergência, o déficit fiscal não seria antídoto contra o desemprego. Tão pouco o déficit fiscal

seria uma forma perene de viabilizar transferências de renda à sociedade. Não há nada na obra de Keynes que aponte no sentido fiscalista que Lerner ou Galbraith assumiriam nos anos 60. E, por isso mesmo, qualquer tentativa de ligar Keynes, ou sua concepção de gestão do capitalismo, ao *welfare state* e aos ganhos políticos dos assalariados nas sociedades social-democratas do pós-guerra, necessita, no mínimo, de mediações históricas e institucionais. Mas esse tema foge ao escopo desse trabalho, que trata das questões suscitadas pela gestão da riqueza no seio do estado capitalista.

A observação mais genérica emergente das reflexões de Keynes é o caráter histórico e institucional da política econômica. O poder do Banco da Inglaterra de controlar a liquidez mundial pressupunha o poder de impor ao mundo sua política monetária e sua taxa de desconto bancário, subordinando, assim, o comportamento do sistema monetário-financeiro internacional à sua disponibilidade de reservas.

O fim da *Pax Britannica* com a transferência da maior parte das reservas internacionais para os Estados Unidos, colocou a "necessidade de coordenação entre as políticas monetárias dos bancos centrais dos dois países. Essa coordenação garantiria, a princípio, maior conexão entre as oscilações do ciclo econômico e o comportamento do sistema de crédito. Todavia, tal conexão poderia ser

rompida, como a partir de 1925, quando caiu a eficiência marginal do capital e as taxas de juros de mercado mantiveram-se em patamar elevado. Tal conjuntura requereria, para Keynes, um esforço maior de coordenação das políticas de bancos centrais, na tentativa de, progressivamente, diminuir as taxas de juros de mercado, minimizar as flutuações conjunturais do câmbio e controlar o comportamento do sistema monetário internacional.

Naquele momento, a política de coordenação poderia ser factível, pois que a criação de liquidez pelo sistema bancário era controlada pela política de reservas e pelos investimentos institucionais dos principais bancos centrais. Vale dizer, o conceito de moeda endógena aplicava-se ao sistema bancário entendido como o conjunto banco central e bancos afiliados. Por isso, não era gratuita a ênfase de Keynes, no "Tratado", sobre a necessidade de um banco supranacional que facilitasse a coordenação monetária internacional, minimizando a instabilidade das taxas de juros de mercado e os movimentos conjunturais do câmbio. E, nos seus ensaios sobre a ordem econômico-institucional desejável para o pós-guerra, sua ênfase sobre a necessidade de criação de uma moeda-padrão internacional, emitida pela União de Compensação - que garantiria a coordenação monetária entre os países-membros - cujo fundo de reserva minimizaria as flutuações cambiais.

Esse esquema visava, em última instância, garantir o controle da liquidez internacional, resguardando o capitalismo central das intempéries do entreguerras: a deflação inglesa proveniente do retorno ao padrão ouro; a hiperinflação alemã decorrente da política de reparações da Primeira Guerra Mundial; a crise de 1929; a instabilidade dos juros e do câmbio e o protecionismo comercial dos anos 30. Entretanto, o padrão institucional emergente no pós-guerra, consagrando o dólar como meio de pagamento e ativo de reserva mundiais, modificou as condições político-institucionais do pré-guerra e discrepou em pontos cruciais da ordem mundial idealizada por Keynes. O próximo capítulo discutirá em que medida tais mudanças condicionaram a política econômica dos anos 50 e dos 60.

CAPÍTULO II

ASCENSÃO E QUEDA DE BRETTON WOODS.

A Segunda Guerra Mundial tornou explícita a supremacia econômico-financeira dos Estados Unidos no mundo capitalista, conferindo-lhes o *status* de potência hegemônica para estabelecer a ordem internacional do pós-guerra. Foi essa condição que, em outubro de 1943, rejeitaram o Plano - de constituição da União de Compensação e de um monetário internacional - e o Plano White que propunha um Fundo de Estabilização com a participação dos bancos centrais dos países-membros e a redefinição das normas internacionais de pagamento. Tampouco, a proposta de uma organização (ITO) que regulasse o comércio internacional, visando evitar o protecionismo exacerbado do entreguerras, foi ratificado pelo senado americano. A ordem econômico-institucional emergente da Conferência de Bretton Woods, em 1944, criaria o Fundo Monetário Internacional, destinado a lidar com os desequilíbrios de curto prazo da balança comercial; o BIRD, banco de financiamento de projetos de investimento para os países-membros; e, posteriormente, o Acordo Geral sobre Comércio e Tarifas, o GATT.

O FMI teria a finalidade de controlar as taxas de câmbio dos países-membros de forma a só permitir desvalorizações respondendo a desequilíbrios estruturais. As

dificuldades conjunturais de balanço de pagamentos seriam contornadas por linhas de crédito do FMI aos países-membros. Segundo a visão do Fundo à época, a diferença de tratamento objetivava impedir desvalorizações descontroladas e, simultaneamente, evitar a necessidade dos países recorrerem a políticas deflacionárias, causadoras de desemprego e de retração do nível de renda. Inaugurar-se-ia, assim, uma nova ordem monetária internacional com taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, que previniria os possíveis efeitos deflacionistas decorrentes das políticas de combate ao déficit externo, como os ocorridos sob o padrão-ouro e as desvalorizações de caráter competitivo frequentes nos anos 30.

Apesar do arcabouço fundamental da nova ordem haver sido formalmente concluído em Bretton Woods, o sistema monetário-financeiro internacional vigente até 1973 foi sendo constituído de forma progressiva sob a pressão dos fatos econômicos, de suas inter-relações com os dispositivos institucionais do FMI e do BIRD e com a dinâmica dos interesses da potência hegemônica. Neste sentido, o fato do dólar ter se tornado a única moeda conversível, ser escasso e ser meio de pagamento internacional colocou, de início, restrições graves à produção e ao comércio no imediato pós-guerra, as quais tiveram que ser superadas. Da mesma forma, as paridades das moedas em relação ao dólar revelaram-se

sobrevalorizadas, sendo necessário permitir suas desvalorizações como condição de eficácia do Plano Marshall.

Ainda, como exemplos da complexidade do estabelecimento de uma nova ordem monetária, podem ser citadas a concomitância entre a vigência de fato de controles de câmbio na Europa e a adoção generalizada do sistema de taxas de câmbio fixas. Estas tiveram que se tornar, em consequência, ajustáveis à realidade econômico-financeira européia. Somente a partir dos anos 50 teve vigência um sistema de câmbio fixo e raramente ajustável, que durou até 1971. Como coloca Krueger (1985:3), "Contrariamente à idéia de taxas cambiais ajustáveis segundo as circunstâncias, o sistema de Bretton Woods evoluiu para um sistema de câmbio fixo. Alguns países mostraram-se pouco dispostos a desvalorizar e só o faziam após tentarem medidas alternativas. Nada conseguia levar os países com excedentes a diminuir o valor de suas moedas e só o faziam quando sob fortes pressões internacionais, que incluíam movimentos especulativos".

Por fim, como contradição insuperável do sistema emergente no pós-guerra, o fato do dólar ser, ao mesmo tempo, moeda nacional e meio de pagamento e ativo de reserva internacionais, levou à transferência de reservas líquidas dos Estados Unidos para o resto do mundo, à posterior

desconfiança e a relação ao dólar e a conseqüente alteração dos fluxos internacionais de divisas.

Essas peculiaridades do sistema capitalista central marcaram a discussão dos economistas nos anos 50 e nos 60 sobre as condições de funcionamento do sistema econômico-financeiro internacional e sobre a sua influência nas políticas macroeconômicas nacionais. Como as taxas de câmbio eram fixas, a questão principal era relativa aos determinantes do balanço de pagamentos. E, sob o regime de taxas fixas, quais políticas de ajuste macroeconômico eram eficazes e sob quais condições?

Do ponto de vista das políticas nacionais, a discussão centrava-se nas condições de implementação de um "mix ótimo" de políticas monetária e fiscal, que assegurasse o equilíbrio nas relações com o exterior, que não fosse inflacionário e que mantivesse um crescimento estável da economia. Tais discussões deram-se no âmbito de leituras conservadoras da obra de Keynes, que foi, então, assimilada pelos fundamentos teóricos *wicksellianos* e *neowalrasianos*. Tal incorporação iniciou-se com a síntese neoclássica, abarcando tanto versões *neowalrasianas* quanto *wicksellianas* do modelo IS-LM. As demais correntes de pensamento econômico, *marxista* e *ricardiana-sraffiana*, ficaram fora do debate de política econômica, na medida em que seus corpos

teóricos não permitiam a instrumentação dos *policy makers* para a gestão capitalista.

No que tange à economia internacional - dadas a importância diminuta dos fluxos de capital financeiro entre países, relativamente aos fluxos comerciais, a vigência (pelo menos formal) de taxas de câmbio fixas e a hegemonia dos pensamentos neoclássico-keynesiano e monetarista - sua discussão centrava-se na busca de uma teoria do balanço de pagamentos, em que somente as transações correntes seriam endógenas.

Considerava-se somente os movimentos de capitais oficiais, visto que em regime de taxa de câmbio fixa os diferentes países modificavam suas reservas como forma de ajuste a déficits ou superávits em conta corrente. A detenção de ativos denominados em moedas estrangeiras por residentes e não-residentes não era percebida como um fato relevante a ser modelado. Até os anos 60 o estudo do sistema monetário internacional centrava-se nos determinantes do balanço de pagamentos a partir de modelos em que somente as transações correntes eram endógenas. A teoria do balanço de pagamentos restringia-se, basicamente, ao estudo das inter-relações entre os preços relativos e os fluxos comerciais.

Como se verá adiante, esses modelos, além de representarem uma visão extremamente simplificada do sistema monetário internacional, levavam a uma disparidade de conclusões sobre uma mesma questão, dependendo das hipóteses adotadas como principais. Assim, por exemplo, o modelo Meade(1959) concluía que se um país tivesse um déficit em conta corrente e, ao mesmo tempo, fosse submetido a pressões inflacionárias, a política econômica não poderia ter como objetivos simultâneos melhorar a situação do balanço de pagamentos e aumentar a produção real. Mundell (1962) mostraria que a contradição de Meade não era procedente. A política econômica através de uma combinação adequada de seus instrumentos monetários e fiscais poderia realizar os dois objetivos a um só tempo.

Do ponto de vista da gestão das economias nacionais, até meados dos anos 60, o debate centrou-se sobre o papel da moeda (e do crédito) na determinação da demanda, nas flutuações do nível de atividade econômica e sobre a eficácia das políticas monetária e fiscal. O ecletismo das leituras feitas da obra de Keynes apontaria para conclusões que iriam desde a primazia da política monetária (Brunner, Meltzer) à hegemonia da política fiscal (Galbraith, Lerner); da irrelevância da política monetária (*Radcliffe Report*) à compatibilização da gestão ortodoxa da moeda com intervenções de curto prazo segundo a situação específica dos mercados financeiro e de produto (Hicks-

Hansen, Samuelson). Por seu turno, os monetaristas afirmavam o papel essencial da moeda nas flutuações da demanda final, reivindicando a redução do leque de instrumentos de política econômica e uma política monetária estável e previsível pelos agentes econômicos. A partir da segunda metade dos anos 60, a controvérsia concentrou-se nas causas do processo inflacionário e sobre o papel do comportamento da demanda final e dos custos de produção na elevação dos preços.

Nesse segundo capítulo tento caracterizar os principais modelos explicativos do sistema econômico internacional dos anos 50 e dos 60, confrontando-os com o comportamento das principais variáveis econômicas durante o período. Discuto os principais pontos do debate acerca da gestão macroeconômica nas economias capitalistas avançadas e confronto-os com as políticas adotadas, procurando avaliar em que medida o debate teórico à época influenciou as decisões políticas e se essas, uma vez operacionalizadas, influenciaram o debate. Por fim, investigo as alternativas de política econômica em face da desaceleração do crescimento, da emergência do processo inflacionário e do acirramento das contradições do sistema Bretton Woods no final dos anos 60.

II.1. O Sistema Monetário Internacional e seus Modelos Explicativos.

As principais características do sistema monetário internacional nos anos 50 podem ser sintetizadas nos seguintes pontos. Primeiro, as paridades das moedas européias e japonesa em relação ao dólar e ao ouro tiveram que ser redefinidas ao longo da segunda metade da década de quarenta, só chegando, no início dos anos 50, a uma paridade fixa. Segundo, esse regime conviveu, durante quase a totalidade da década de cinquenta, com controles de divisas por parte dos países europeus e do Japão e com a inconvertibilidade das principais moedas. Terceiro, à medida que as economias européias e japonesa se recuperaram e se tornaram competitivas, que caíram as principais restrições à mobilidade de capitais e que as corporações americanas começaram a se expandir para o exterior, as taxas de expansão do investimento e do comércio internacionais tornaram-se mais elevadas do que o ritmo de expansão das reservas mundiais. Dado que a produção de ouro mantinha-se constante, a elevação das reservas dos demais países dependia da expansão do déficit do balanço de pagamentos americano.

Como, em 1957, assinalava Triffin (1985:8), "(...) a melhoria significativa das reservas dos países estrangeiros durante os anos recentes resultou, sobretudo,

de grandes transferências líquidas dos Estados Unidos para o resto do mundo. (...) É evidente que tal movimento não pode continuar indefinidamente sem arranhar a confiança no dólar. Hoje, como na década de vinte, as transferências brutais e às vezes especulativas de uma divisa para outra ou a conversão de divisas em ouro podem colocar em perigo a estabilidade da conversibilidade das divisas-chaves atualmente utilizadas como reservas internacionais pelos bancos centrais. O desenvolvimento dessa contradição do dólar - ser simultaneamente moeda nacional e meio de pagamento e ativo de reserva mundiais - e a aceleração dos fluxos de divisas marcariam o sistema monetário internacional e condicionariam a gestão macroeconômica dos Estados Unidos e dos principais países capitalistas nos anos 60".

O enfoque dos economistas neoclássicos-keynesianos não caminhou no sentido de apreender as relações entre juros e câmbio, ou de explorar as ligações existentes entre câmbio e juros, mercados a termo e preços correntes das divisas, conforme a preocupação original de Keynes. A conta capital ficaria, via de regra, fora da análise. E o tratamento das transações correntes era feito a partir da extensão do modelo do multiplicador às economias abertas. Considerava-se a balança comercial uma função do nível real de produção e da taxa de câmbio e suas variações inversamente relacionadas às do produto real. Assim, o

Crescimento do produto real levaria à deterioração da conta corrente, visto que ensejaria, sempre, o crescimento das importações e dos preços internos, sem considerar possíveis repercussões compensatórias nas demais variáveis sistêmicas.

Tal visão teria implicações importantes do ponto de vista da política macroeconômica. Meade (1951), por exemplo, concluiu que se um país quisesse reduzir seu déficit em transações correntes e, ao mesmo tempo, estivesse submetido a pressões inflacionárias, poderia adotar uma política econômica que tivesse por objetivos o equilíbrio interno (diminuição das pressões inflacionárias) e o equilíbrio externo. Uma queda na demanda final reduziria as pressões inflacionárias e o déficit em conta corrente. Todavia, se a política econômica tivesse por objetivos melhorar o saldo em transações correntes e aumentar a produção real, os objetivos de equilíbrios interno e externo entrariam em conflito sob o regime de taxas de câmbio fixas.

Para Johnson (1958), caso existisse um conflito inevitável entre os equilíbrios interno e externo, a modificação da taxa de câmbio, como instrumento de obtenção do equilíbrio externo, tornar-se-ia indispensável. Isto, porque em seu modelo a taxa de câmbio era apreendida como um instrumento que poderia liberar o funcionamento interno da economia das restrições muitas vezes impostas pelo balanço de pagamentos. As políticas fiscal e monetária poderiam,

assim, ser concebidas segundo os objetivos internos sem entrar em conflito com o ajuste externo. O conflito, para Johnson, era o que o documento de Bretton Woods qualificava de desequilíbrio fundamental.

"Via de regra era esse tipo de raciocínio que sustentava a análise das medidas destinadas a corrigir distorções no balanço de pagamentos. No caso de Harry Johnson, a noção essencial era que abaixo do pleno emprego o equilíbrio externo podia ser convenientemente mantido graças a políticas de administração das despesas. No caso de haver déficit em conta corrente e desemprego, Johnson (posteriormente a Meade) sustentava a primazia da correção do déficit, a qual incitaria os consumidores a demandarem uma menor quantidade de bens comercializados com o exterior, privilegiando o consumo interno. Para tal, a taxa de câmbio seria o instrumento ótimo de manipulação". (Krueger: 1985:27).

Mundell (1963) desenvolveria um modelo supondo a existência de subemprego, que considerava o saldo líquido da conta corrente uma função da renda real e da taxa de câmbio; e o saldo líquido da conta de capital uma função dos diferenciais de juros entre um país e os demais; o nível de renda real seria determinado pelas políticas fiscal e monetária e as variações da renda, através do multiplicador, seriam positivamente correlacionadas ao gasto público e

negativamente às mudanças na taxa de juros. Considerando-se ambas as contas, de bens e serviços e de capital, os resultados acima a que chegaram Meade e Johnson, não prevaleceriam em regime de taxa de câmbio fixa e com mobilidade de capitais. A política macroeconômica, dispondo dos instrumentos monetários e fiscais, poderia obter equilíbrio do balanço de pagamentos e do produto real. Para um produto real dado, a situação do balanço de pagamentos poderia sempre ser melhorada elevando-se, ao mesmo tempo, a taxa de juros e os gastos governamentais ou, alternativamente, diminuindo-se os impostos. Para um dado saldo do balanço de pagamentos, o produto real aumentaria através da elevação simultânea da taxa de juros e do gasto público.

O centro da problemática da política econômica internacional para os economistas neoclássicos-keynesianos dos anos 50 e dos 60 era constituído pelos efeitos de desvalorizações e sobrevalorizações sobre os níveis de produto e demanda. Os primeiros modelos tratavam a produção para o mercado interno e para a exportação conjuntamente e, assim, obtinham um nível geral de preços de equilíbrio único. Nesse contexto, o efeito de mudanças na taxa de câmbio seria uniforme sobre todas as categorias de demanda final. Em consequência, as políticas monetária e fiscal de ajuste poderiam tornar-se incongruentes.

Foram desenvolvidos, a partir do princípio do multiplicador, modelos de equilíbrio parcial com dois mercados de bens: para consumo interno e para exportação. Esta segmentação dos mercados possibilitaria a observação dos efeitos diferenciados de uma mesma medida sobre os dois *loci* de equilíbrio, permitindo aos *policy makers* a superação das consequências indesejáveis da política acionada. Se, por exemplo, o objetivo da política econômica fosse a desvalorização da moeda e a neutralização de seus efeitos inflacionários sobre o mercado interno, o *mix* monetário-fiscal deveria reduzir o consumo desse mercado através da elevação dos impostos e da venda de títulos públicos. "Nesta interpretação, uma desvalorização elevaria os preços nominais dos produtos exportáveis, mudando os preços relativos da economia. Os consumidores dirigiriam suas despesas para os bens produzidos no país, estimulando com isso a elevação do preço nominal desses bens. Em decorrência, as autoridades monetárias e fiscais seriam obrigadas a modificar o imposto sobre a renda para reduzir a demanda pelos bens nacionais num montante suficiente para conter o aumento de seus preços. A elevação da receita fiscal proveniente dessa fonte constituiria a causa da redução das despesas fiscais, que se seguiria à desvalorização cambial. E o aumento líquido dos impostos equivaleria, em montante, ao ajuste da balança comercial". (Krueger, 1985:30).

De um modo geral, os modelos neoclássicos-keynesianos constituem uma aplicação do modelo Hicks-Hansen a economias abertas. Segundo a lógica desses modelos, qualquer política monetária expansiva diminuiria a taxa de juros, estimularia o investimento e deterioraria a balança comercial. Uma política fiscal que aumentasse o gasto público ou reduzisse os impostos, levaria à expansão da renda que, por seu turno, aumentaria a taxa de juros e provocaria déficit na balança comercial.

Analisando economias abertas supunham que, na ausência de mobilidade de capitais, o saldo do balanço de pagamentos só seria afetado pela balança comercial. Assim, a deterioração do saldo comercial traduzir-se-ia, em regime de câmbio fixo, pela queda de reservas internacionais do banco central e por uma diminuição equivalente da massa monetária, o que teria um efeito deflacionista. A perda de reservas externas, decorrente de políticas expansivas, corresponderia ao valor das importações induzidas pela expansão da renda. Já em regime de câmbio flexível, a elevação das importações, induzidas pelo aumento da renda, acarretaria uma depreciação da moeda para restabelecer o equilíbrio da balança comercial. A variação da taxa cambial evitaria, assim, que parte dos efeitos das políticas monetária ou fiscal - que induziram a expansão da renda e das importações - fosse transmitido ao exterior através da perda de reservas do banco central. Mas, em compensação, elevaria as pressões

inflacionárias devido aos efeitos da depreciação sobre o nível de preços.

No caso de perfeita mobilidade de capital, considerava-se: a existência de uma única taxa de juros para a economia internacional; e a demanda pela produção de um país, função de sua produção interna, da produção do resto do mundo e da taxa de câmbio. Assim, uma política monetária expansiva, que deveria induzir a queda da taxa de juros, poderia ter seu objetivo contrariado pela saída de capitais e o aparecimento de um déficit no balanço de pagamentos. No regime de câmbio fixo, esse déficit expressar-se-ia nos pagamentos de divisas pelo banco central ao resto do mundo. Se o regime cambial fosse flexível, as saídas de capital levariam à depreciação da moeda, melhorando a balança comercial e o nível de renda. A saída de capitais não se expressaria mais sob a forma de perda de reservas e a política monetária ganharia, assim, maior eficácia com a flexibilidade cambial.

Essa preocupação com os efeitos de mudanças da política cambial sobre os níveis de atividade e preços estava, também, no centro dos modelos dos economistas monetaristas e do staff do FMI. Para os primeiros, tratava-se de introduzir nos modelos a moeda como ativo e considerar a relação "produto-demanda agregada" como uma relação entre despesa real e renda real. As despesas variariam em relação

à renda à medida que os encaixes desejados pelos agentes econômicos divergissem de seus encaixes efetivos. O excedente de demanda seria, assim, uma função decrescente da diferença entre ativos monetários desejados e efetivos. Na desvalorização cambial melhoraria o saldo da balança comercial no montante equivalente à poupança realizada para restaurar os encaixes reais anteriores à desvalorização (de equilíbrio). Para que os saldos da balança comercial continuassem positivos, o estoque de moeda da economia deveria permanecer constante. Se o excedente comercial fosse monetizado, as despesas aumentariam e o excedente anular-se-ia. Só existiria excesso de demanda por causa da moeda excedente.

O staff de economistas do FMI também estava interessado nos efeitos das desvalorizações sobre o nível de renda e de preços. Mas a ótica desses era averiguar a capacidade das políticas monetária e fiscal absorverem mudanças na taxa cambial, neutralizando os seus consequentes efeitos inflacionários (ou deflacionários). Assim, nos anos 50 e nos 60, uma série de estudos foram desenvolvidos sobre os impactos das políticas monetária e fiscal sob regime de câmbio fixo e sob regime de câmbio flutuante. Procuravam investigar qual dos regimes cambiais outorgava maior autonomia às políticas monetária e fiscal nacionais e quais as consequências de cada um dos regimes sobre o funcionamento das economias capitalistas avançadas.

Vários modelos foram construídos com diferentes hipóteses sobre o funcionamento da economia (produção variando com a demanda; despesa variando com a renda; e ajuste pelo mercado de bens ou pela massa monetária) e sobre as características da determinação da taxa de câmbio (mercado de ativos determinando a taxa cambial ou paridade de poder de compra no mercado de bens). Marcus Fleming (1962) contestou as possíveis propriedades de isolamento das economias nacionais sob regime de câmbio flutuante. Sob tal regime, qualquer perturbação monetária externa poderia ter impactos internos (sobre o produto), pois uma mudança na taxa de juros no exterior induziria movimentos de capitais que, por seu turno, induziriam variações na taxa de câmbio e levariam a movimentos opostos e diferenciados das contas correntes e de capital. Na vigência de um regime de câmbio fixo, ao contrário, os instrumentos monetários e fiscais, apropriadamente, garantiriam o equilíbrio do balanço de pagamentos e do nível de renda.

As conclusões de Marcus Fleming seriam, entretanto, revistas pelo *staff* do FMI, à medida que os fluxos de capitais aumentavam progressivamente ao longo dos anos 60, que a questão inflacionária começou a adquirir importância real e teórica e que ganhava aceitação naquela instituição a visão monetarista de determinação da taxa de câmbio e do balanço de pagamentos. Embora, nos anos 60, essa

visão se explicitasse em termos de fluxos monetários entre países, constituiu a matriz teórica do que, na década de 70 viria a ser a concepção do ajuste monetário do balanço de pagamentos.

Anna Krueger (1985:113), a partir do modelo de Michael Mussa, analisa as repercussões de uma diminuição dos gastos do resto do mundo (política fiscal) sobre uma determinada economia nacional, segundo diferentes regimes cambiais e níveis de mobilidade de capitais. Conclui que no caso de câmbio flexível e de imobilidade de capitais, uma redução da produção no exterior levaria a uma diminuição das demandas externas por produtos nacionais e por moeda nacional. O superávit em conta corrente do resto do mundo, no caso de imobilidade de capitais, deveria ser compensado pela depreciação da taxa de câmbio da economia nacional. No caso de haver mobilidade de capitais, a contrapartida seriam mudanças nos fluxos de capitais até que o novo equilíbrio do sistema internacional fosse compatível com o desequilíbrio em conta corrente.

Outra simulação realizada por Krueger supõe mudanças na oferta de moeda (política monetária) no resto do mundo ao invés da diminuição de gastos decorrentes de uma política fiscal contracionista. Nela, uma diminuição na oferta de moeda do exterior aumentaria a taxa de juros e diminuiria os gastos do exterior, atraindo fluxos de

capitais da economia nacional em questão. Isto levaria à valorização da moeda do resto do mundo, reforçando a queda do nível de produção no exterior. "A diferença entre os efeitos das políticas monetária e fiscal em regime de taxa de câmbio flexível e com existência de mobilidade de capitais estaria nos fluxos de capitais induzidos por cada uma das políticas. Se explicássemos, por exemplo, a redução da oferta de moeda no país pela compra de títulos por seus agentes econômicos no mercado aberto do resto do mundo, a hipótese de perfeita mobilidade de capitais implicaria a venda de títulos pelos residentes dos demais países, ao mesmo tempo que o banco central do país, *pari passu*, os absorveria. O efeito dos fluxos consecutivos de capitais sobre a taxa de câmbio seria a modificação do saldo em conta corrente em direção oposta, para restaurar o equilíbrio. Donde a conclusão de que, em regime de câmbio flexível, a política monetária seria consideravelmente mais eficaz, na perspectiva de operar mudanças no nível de atividade econômica, do que em regime de câmbio fixo. Já a política fiscal teria sua eficácia reduzida sob flutuação das divisas". (Krueger, 1985:114)

As análises de Mussa e Krueger mostram que a influência dos diferentes regimes de câmbio sobre os efeitos das políticas monetária e fiscal, dependeria da hipótese feita sobre a mobilidade de capital. Qualquer política fiscal que exercesse, por exemplo, uma pressão altista sobre

as taxas de juros de um determinado país, na ausência de mobilidade de capitais e sob regime de câmbio fixo, não transmitiria ao exterior a elevação dos juros. Na hipótese de haver mobilidade de capitais, a mesma intervenção de política fiscal resultaria em contrapartida, na elevação dos juros no resto do mundo. Caso o câmbio fosse flutuante a resolução seria dada através de um ajuste das paridades monetárias.

De um modo geral, todos os modelos neoclássicos dos anos 60, *keynesianos* ou monetaristas, concluíram que, na ausência de mobilidade de capitais, as políticas monetária e fiscal tinham sua eficácia diminuída. A passagem para um regime de câmbio flexível reforçaria a eficácia de ambas. Fazendo a hipótese de perfeita mobilidade de capitais e sob regime de câmbio fixo, a política fiscal seria mais eficaz para a determinação do nível de gasto e de produto e, sob regime de câmbio flexível, a política monetária teria maior eficácia.

A importância que assumiu a questão cambial a partir de 1971, levou os economistas do FMI, da Escola de Chicago e alguns dos *keynesianos*-monetaristas (Dornbusch) a procurar incluir em seus modelos as interações entre as contas corrente e de capital; incorporar a teoria de *portfolios* para lidar com maior diversidade de ativos, considerando os demais ativos como estoques e

fluxos; considerar a variação de preços (relativos e reais); e fazer hipóteses de "mobilidade imperfeita" de capitais para simular a eficácia das políticas de ajuste macroeconômico em regime de flutuações cambiais.

II.2. Política Fiscal Versus Política Monetária?

Do ponto de vista da política econômica existem dois pontos centrais da teoria de Keynes que não foram percebidos pelos economistas *keynesianos*-neoclássicos: o princípio da demanda efetiva e a determinação dos juros. Para Keynes, em uma economia monetária e descentralizada a demanda e a oferta de bens não poderiam ser pré-compatibilizadas com a demanda e a oferta de mão-de-obra. No limite, os trabalhadores podem fixar seus salários nominais, mas a quantidade de mão-de-obra a ser empregada a um dado nível salarial depende de decisões dos capitalistas de produzir e de investir. O investimento é a variável dinâmica da economia; sua efetivação depende das expectativas dos capitalistas quanto a seus rendimentos futuros e não de um fundo prévio de poupança. Com efeito, a determinação da taxa de juros não se dá, para Keynes, através da igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento. Existiria sempre, *ex-post*, "poupança" suficiente para cobrir os investimentos realizados e, assim, liberar a "finança" requerida anteriormente para efetivá-los. A determinação dos juros dá-

se, institucionalmente, no mercado monetário e expressa o estágio da preferência por liquidez de uma comunidade.

O artigo de Hicks, de 1937, "Keynes e os Clássicos", é um marco da "neoclassização" de Keynes. O modelo de Hicks, ampliado por Hansen para incluir o mercado de trabalho e a função de produção, tornou-se, a partir dos anos 40, a interpretação hegemônica do *keynesianismo* - principalmente o americano - e a fonte de inspiração teórica de algumas experiências de política econômica do capitalismo central. Embora tais experiências não tivessem sido dominantes durante todo o ciclo expansivo do pós-guerra e tivessem diferido de país para país, cunhou-se entre os economistas a visão generalista de que o *keynesianismo* foi responsável pela gestão da idade de ouro do capitalismo, que a expansão então ocorrida teve como principal suporte a administração da demanda agregada através da política fiscal e que a política monetária era inócua.

Como coloca Victoria Chick (1983:316), "(...) tornou-se um 'critério *keynesiano*' estabelecido que a economia poderia ser estabilizada e o crescimento sustentado através de políticas - mormente através de variações nos gastos do governo e nos impostos - destinadas a alterar o nível da demanda agregada, enquanto que a política monetária era descartada como impotente. (...) Geralmente, a moeda não importava".

No contexto de tais colocações, procuro, a seguir, avaliar as transformações operadas pela síntese neoclássica no pensamento de Keynes e suas conseqüências em termos de política econômica. Em seguida, analiso alguns aspectos da política econômica dos EUA, da Inglaterra e da Alemanha nos anos 60 para observar o que tais experiências nos revelam sobre o aporte da teoria neoclássica-keynesiana à regulação da economia. Paralelamente, demonstro como já nos anos 50 renasce a oposição monetarista às propostas da "síntese", e como ela começa a constituir-se uma alternativa de gestão econômica do capitalismo.

II.2.1. Síntese neoclássica e política macroeconômica.

Para Hicks o modelo IS-LM constituía uma formalização do conteúdo da "Teoria Geral" (Keynes, 1936), a partir de um modelo de equilíbrio geral em que, quando alguns preços são inflexíveis, pode haver equilíbrio com desemprego. As funções IS e LM são construídas a partir de duas considerações teóricas básicas. A primeira é que, dada a igualdade *ex-ante* do investimento e da poupança, a curva IS estabelece as várias combinações de produto e taxa de juros consistentes com a igualdade entre poupança e investimento. A segunda refere-se à compatibilização entre oferta e demanda por moeda, presumindo-se retratar o conceito de preferência pela liquidez de Keynes. Sendo dada

a oferta de moeda, a demanda por moeda é tão maior quanto menor for a taxa de juros, a qualquer nível de produto. Para um nível de produto dado, haveria, assim, uma taxa de juros específica correspondente à intersecção das curvas de demanda e oferta. A taxa de juros torna-se portanto, o preço que equalisa a demanda e a oferta de moeda. Quanto maior fosse o produto, maior seria, em consequência, a demanda por moeda. O equilíbrio *keynesiano* seria, dessa forma, dado pela intersecção das curvas IS e LM. Outro ponto importante a ressaltar - para a discussão que se seguirá sobre a apropriação do "modelo da síntese" pela política econômica - é o caráter estático do modelo, onde os pontos de equilíbrio das variáveis endógenas dependem dos valores iniciais assumidos pelos parâmetros do modelo.

Esta formulação inicial de Hicks ganharia maior evidência quando Hansen a expandiu no sentido de construir o modelo completo da síntese neoclássica. A curva IS indicaria as várias combinações de renda e juros consistentes com a igualdade entre as funções dadas de poupança e investimento. E a curva LM mostraria, para uma oferta de moeda e nível de preços dados, as possíveis combinações de renda e juros que induziriam o público a demandar o estoque de moeda existente. A intersecção de IS com LM definiria a solução de equilíbrio sistêmico e definiria um nível de produto e de taxa de juros em que os agentes econômicos, através de seus

motivos de transação, de precaução e de especulação, estariam dispostos a absorver um estoque dado de moeda.

Em termos de análise de uma realidade econômica concreta, tal modelo levava à conclusão que a elevação da propensão a consumir de uma comunidade aumentaria a demanda por bens de consumo, gerando, assim, maiores níveis de renda e de emprego. Para atender a um volume superior de produto, seria necessária maior quantidade de moeda para fins de transação. Como o estoque de moeda é constante, parte dos encaixes especulativos seriam desviados para satisfazer um patamar mais elevado de transações, ocasionando um aumento das taxas de juros. Esse aumento, freiando o investimento e estimulando a poupança, tenderia a limitar a expansão do produto.

A necessidade de elevar as reservas líquidas para fins de transação determinaria não somente uma menor demanda por títulos pelo público mas, também, maior oferta desses no mercado, pois alguns aplicadores desejariam transformá-los em capital circulante. Tais movimentos ensejariam a queda de preços dos títulos até que os agentes com encaixes ociosos os considerassem baixos o suficiente (em relação ao preço futuro esperado) para tornar a aplicação em títulos mais vantajosa do que a detenção de encaixes ociosos. Se a opinião da maioria dos agentes fosse convergente, não haveria necessidade de uma queda mais pronunciada dos preços

dos títulos ou de uma elevação da taxa de juros. Ao contrário, se a avaliação inicial fosse a perspectiva de queda dos preços dos títulos, as taxas de juros deveriam continuar em trajetória ascendente. Neste sentido, variações autônomas nos níveis de consumo ou investimento tendem a ser anuladas por movimentos compensatórios nas diferentes formas de encaixes monetários, dado que o estoque de moeda seria constante e a taxa de juros variaria de acordo com a propensão a poupar da comunidade.

No contexto desse modelo existiriam, assim, duas formas pelas quais a economia poderia romper o estado de equilíbrio estacionário: a primeira, supondo-se que a cada período as autoridades monetárias aumentassem o estoque de moeda de forma a não colocar, através desta, obstáculos a um equilíbrio com níveis de renda e de emprego mais elevados; a segunda, através de gastos do governo financiados pela política de mercado aberto, deslocando-se para a direita as curvas IS e LM. Nessas circunstâncias, uma política monetária orientada no sentido de um baixo preço do dinheiro devido à elevada elasticidade-juros da função demanda por moeda, e uma política fiscal ativa, seriam os corolários de tal visão.

Em regime de câmbio fixo e com mobilidade (perfeita) internacional de capitais o modelo Hicks-Hansen, aplicado a uma economia aberta, postularia que uma política

fiscal expansiva provocaria elevação da renda, das receitas fiscais e das importações. A elevação da taxa de juros, induzida pelo crescimento da renda e da demanda por moeda, seria amortecida pela entrada de capitais internacionais. Esta, melhoraria, provisoriamente, o resultado do balanço de pagamentos, aumentaria as reservas externas do banco central e seria fonte de criação de moeda para satisfazer a demanda suplementar provocada pela elevação da renda. Desta forma, sob regime de câmbio fixo, o modelo Hicks-Hansen apontaria para uma maior eficácia da política fiscal como forma de criação da demanda agregada.

Outro ponto importante para compreender porque ficou tão difundida a visão de que o essencial da política econômica dos anos 50 e dos 60 eram os instrumentos fiscais, é o caráter da política monetária nos Estados Unidos e na Inglaterra durante a Segunda Guerra Mundial e no imediato pós-guerra. Como o esforço de guerra garantiu o pleno emprego dessas economias, cujo principal componente foi o gasto público, o financiamento dessa expansão deveria ser feito a custos baixos, sob pena de tornar a dívida pública explosiva e inadministrável. Assim, até 1951, por exemplo, as taxas de juros nos Estados Unidos estavam congeladas ao nível prevalecente durante a guerra. Nesse contexto, não poderia haver autonomia do FED para a gestão da taxa de desconto bancário e da política de mercado aberto, e nem da

política monetária enquanto instrumento de ação sobre a demanda agregada.

Da mesma forma, na Inglaterra, a política de baixo preço do dinheiro durante a guerra, foi mantida pelo governo trabalhista de 1946 a 1951, permitindo elevados níveis de investimentos emprego e exportação. "Durante a guerra a taxa de desconto do Banco da Inglaterra, manteve-se em 2% e as taxas de empréstimos ao Estado mantiveram-se estáveis e em níveis bastante baixos graças às operações no mercado aberto realizadas pelo banco central, operações essas que foram estendidas ao conjunto dos títulos. O governo financiou a guerra através de bônus do tesouro e, em menor medida, através de títulos de curto e médio prazos. Mas o governo controlava, também, os depósitos bancários junto ao tesouro em fundos de investimento, com a finalidade de limitar o volume de crédito disponível para o setor privado". (Kaldor, 1985:39)

A política econômica do governo conservador, que sucedeu aos trabalhistas, a partir de novembro de 1951, objetivou elevar a taxa de desconto do Banco da Inglaterra como principal instrumento de gestão da demanda. Em 1956, o governo perdeu o controle sobre os principais agregados macroeconômicos e a política monetária adotada revelou-se incapaz de responder eficazmente aos ajustes macroeconômicos necessários. Convocou-se, em consequência o *Committee on the*

Working of the Monetary System, sob a presidência de Lord Radcliffe, com o objetivo de avaliar a eficácia das políticas macroeconômicas e o funcionamento do sistema monetário inglês. Desse comitê participaram economistas como R.F. Harrod, R.F. Kahn, R. Neild e R. Ross, entre outros, e sua conclusão maior foi que a política monetária deveria ter um papel subordinado na gestão da economia inglesa.

O Relatório Radcliffe de 1959, como assinala Kaldor (1985), chega a conclusões opostas àquelas que o comitê esperava como resultado, apontando a precariedade de uma gestão macroeconômica centrada em instrumentos monetários. "Somos levados a concluir que os instrumentos (monetários) mais tradicionais não mantiveram o sistema em constante equilíbrio, pois em várias retomadas a pressão crescente da demanda (...) levou o governo a intervir. Os resultados rápidos objetivados por aquelas intervenções concentraram-se, essencialmente, nas compras a crédito e no investimento público (...). Ficou-se longe dos ajustes gerais e tranquilos que, segundo alguns, resultariam da política monetária: esta não pode ser comparada à mão que dirige suavemente o volante de um automóvel de forma a mantê-lo na mão da estrada". (Kaldor, 1985:41)

O relatório final dos economistas-membros do comitê concluiu que as medidas monetárias deveriam ter um papel secundário na gestão da economia inglesa. Os

instrumentos monetários seriam insuficientes para manter o equilíbrio satisfatório de uma economia sujeita a fortes pressões internas de preços e, externas, decorrentes da fragilidade da balança comercial inglesa. A manipulação constante da taxa de desconto bancária, como praticada nos anos 50 na Inglaterra, não seria solução para as questões colocadas ao governo pela necessidade de administrar a demanda agregada. Mas tal procedimento obstruiria o funcionamento de determinados circuitos de financiamento e dificultaria a gestão da dívida pública, sem ter efeitos tangíveis sobre a demanda total.

O controle das condições de crédito ao consumidor, por exemplo, poderia ter um efeito importante sobre a demanda interna somente por um curto período. Para que sua eficácia fosse prolongada, ele deveria ser renovado constantemente, o que acarretaria distorções no sistema produtivo e reforçaria a debilidade da posição competitiva da Inglaterra sem ter grandes repercussões sobre a demanda total. As decisões de gasto dos agentes não seriam influenciadas somente pela expansão primária do crédito mas por um espectro mais amplo de liquidez sistêmica. A variação do estoque de moeda dependeria da composição dos *portfolios* de ativos daqueles que decidem sobre o gasto privado e da disponibilidade das instituições financeiras para antecipar o desembolso futuro dos empresários e das famílias. O papel das instituições seria produzir uma política de

juros que influenciasse o mercado financeiro na direção dos objetivos globais de longo prazo da economia: crescimento estável sem pressões inflacionárias.

Embora a grande divulgação acadêmica dos modelos neoclássicos-keynesianos e as conclusões do Relatório Cliffe sobre os limites da política monetária na economia dos anos 50 sejam marcos importantes para a caracterização de um padrão de intervenção do estado na economia capitalista avançada, a análise das políticas efetivas dos Estados Unidos e da Europa, bem como o debate que Milton Friedman e os monetaristas tiveram com os *keynesianos* das mais diversas correntes, evidenciam o caráter não hegemônico das proposições da "síntese" durante a chamada idade de ouro do capitalismo.

II.2.2. Milton Friedman: O quantitativismo revisitado.

A relevância e a repercussão das idéias de Friedman no debate sobre política econômica explicam-se, sobretudo, pelo papel da indução e do empirismo em seus modelos teóricos e pela instrumentação conceitual que esses possibilitam. Como salienta Rogers (1989), apesar de Friedman reconhecer-se um *marshalliano*, suas referências à teoria quantitativa dão-se num contexto *walrasiano*. A sua taxa natural de desemprego é definida por um sistema de equações também de tipo *walrasiano*. Simultaneamente,

apropriada, a seu modo, alguns conceitos de Fisher (taxas de juros real e nominal) e da "síntese neoclássica" (IS-LM e curva de Phillips), refletindo a intenção política da Escola de Chicago de unificar a teoria econômica ortodoxa sob sua hegemonia. Quanto a Marshall, parece que a aplicação de seu método de equilíbrio parcial por Friedman vincula-se à necessidade de seccionar a realidade para extrair de suas partes previsões científicas. Dessa forma, os fundamentos *marshallianos* ficam, na realidade, subordinados ao indutivismo-empirista e a sua metodologia instrumentalista.

O arcabouço teórico da obra de Friedman consiste em um conjunto de estruturas *ad hoc*, com o objetivo de explicar ou prever fenômenos monetários específicos, o que pode ser facilmente detectado pela leitura cronológica de sua obra. Os seus trabalhos atravessam diversas fases, com um eixo lugar-comum: a tentativa de impor as propriedades da teoria quantitativa (revisitada) à economia de crédito. "A história começa ao estilo da tradicional teoria quantitativa com a manutenção da hipótese de 100% de reservas bancárias (Uma Estrutura Monetária e Fiscal para a Estabilidade Econômica) e termina com uma conclamação à revisão do sistema de Reserva Federal que tornasse o controle da base monetária efetivo (O Caso de Revisão do FED)". (Rogers, 1989:137)

As propostas de Friedman sobre política econômica devem ser compreendidas no contexto das hipóteses de estabilidade do equilíbrio de pleno emprego (ou de desemprego natural) e da relação de proporcionalidade entre massa monetária e nível de preços, cujo sentido de causalidade é da moeda para os preços. A moeda é, assim, a causa dominante das flutuações da renda nominal. Em "A Teoria Quantitativa da Moeda" (Friedman, 1956) e "A Demanda por Moeda" (Friedman, 1959), o autor reinterpreta a teoria quantitativa e assenta as bases de sua "teoria da demanda por moeda", respectivamente. A oferta de moeda é, como no caso da moeda-mercadoria, fixa e exógena ao sistema econômico; e, a demanda por moeda, determinada principalmente por variações no nível de renda nominal ou, mais especificamente, de renda permanente. Como observa Rogers (1969:147), "Friedman não segue o caminho *wickselliano*, comparando a taxa de juros natural com a de mercado para conectar os setores monetário e real, como fazem-no Brunner e Meltzer. Ele emprega, como alternativa, o conceito de renda permanente de equilíbrio a longo prazo.

O emprego do conceito de renda permanente permite a Friedman explicar os movimentos cíclicos e seculares da velocidade sem recurso ao comportamento das taxas de juros. A relação entre moeda e renda é, neste contexto, mais direta do que a influência dos juros sobre a moeda. A falta de investigação sobre o encadeamento moeda-juros colocaria

dificuldades para Friedman explicar o processo de oferta monetária ou o mecanismo de transmissão. A dependência de Friedman em relação ao helicóptero que joga moeda é um reflexo dessa abordagem".

A ligação direta entre variação da renda nominal - e, portanto, dos preços - e demanda por moeda é o mote central da investigação sobre as causas da instabilidade monetária do crescimento econômico no capitalismo. Para Friedman o crescimento pode ser estável ou inflacionário, dependendo da forma de seu financiamento. Se as empresas o financiassem com um fundo prévio de poupança ou o governo, mediante a elevação ou criação de impostos e empréstimos públicos, não haveria pressão sobre a massa monetária e, portanto, a trajetória de crescimento seria estável. Ao contrário, se a elevação da demanda final fosse financiada por criação monetária, aquela acabaria por se traduzir em elevações de preços.

Em "Inflação e Desenvolvimento Econômico" (1963), Friedman coloca, claramente, que a variação dos preços seria tão maior quanto mais importante fosse a diferença entre as taxas de aumento da produção e da massa monetária. Esse fenômeno explicaria-se, pelo fato de que, quando os preços diminuem, torna-se preferível deter haveres monetários, pois o valor da moeda aumenta diariamente. Se a expectativa é que os preços continuem a diminuir, aumenta a vantagem de

conservar ativos sob a forma de moeda. Em consequência, os agentes econômicos são induzidos a economizar seus encaixes monetários, e esta tendência acelera-se, ou não, em função da antecipação que fazem sobre o comportamento futuro dos preços. Geralmente, quando a inflação começa a se manifestar, Friedman não espera que os agentes antecipem, *a priori*, a continuidade do processo de elevação dos preços, porque consideram a alta dos preços como temporária e prevêem sua queda subsequente. Eles portanto, tendem a elevar seus haveres em moeda, e, por isso, a elevação dos preços é inferior a da massa monetária. À medida que percebem que a alta dos preços não é transitória, passam a ajustar seus encaixes. A elevação dos preços torna-se, então, superior à da massa monetária. "Resumindo: se a comunidade não pode fixar o montante nominal de moeda, ela pode agir livremente sobre seu montante real. Agindo sobre os preços ela pode fazer variar a renda monetária. (...) O montante de encaixes desejados depende, em primeiro lugar, do volume de transações efetuadas pela moeda, quer dizer, do volume de bens e serviços transacionado e dos preços das transações efetuadas. (...) À medida que o nível de renda real aumenta o montante de encaixes desejados eleva-se mais ou menos proporcionalmente". (Friedman, 1963:138)

Os postulados de uma oferta exógena de moeda e da função-demanda por moeda estável seriam evidenciados empiricamente por Milton Friedman e Anna Schwartz na

"História Monetária dos Estados Unidos", em 1963. As séries estatísticas levantadas comprovaria, para os autores, em primeiro lugar, o sentido de causalidade das mudanças na economia: da moeda para a renda. Em segundo, corroborando a premissa anterior, comprovaria que a moeda tem uma função-demanda estável, que reage pouco às variações da taxa de juros. Conseqüentemente, o estoque de moeda torna-se dependente de sua demanda, que é determinada pelo nível de renda. Nesse contexto, uma política monetária baseada na administração das taxas de juros enquanto meio de regulação da oferta monetária seria inócua. Essas conclusões seriam reforçadas pelos trabalhos de Cagan, Brunner e Meltzer, mostrando que a conexão existente entre as intervenções do FED no mercado monetário e a quantidade de moeda em circulação era muito estreita, o que comprovaria a capacidade daquela instituição de fixar a taxa de variação da quantidade de moeda.

A taxa de variação da quantidade de moeda apresentaria uma estreita correlação com as taxas de variação da renda nominal, da renda real e dos preços. Entretanto, a correlação com a renda nominal seria maior, independentemente da definição de massa monetária adotada. Do ponto de vista empírico, as conclusões de Friedman e Schwartz vão no sentido de que a relação entre variações dos juros, da renda nominal, e dos preços é bem menor do que a relação entre renda nominal e quantidade de moeda. No mesmo

sentido, as conclusões de Cagan apontam a irrelevância da taxa de juros para as flutuações cíclicas que observa na massa monetária. Esta visão apontaria para uma política do FED, que objetivasse o controle da quantidade de moeda de banco central em detrimento da administração dos juros, como condição de estabilidade a longo prazo da economia americana.

Existiria, entretanto, para Friedman uma correlação positiva entre as variações da quantidade de moeda e as da taxa de juros. Tal correlação devia-se, em primeiro lugar, ao aparecimento de um efeito-renda como conseqüência das mudanças na massa monetária. Uma elevação da taxa de variação da quantidade de moeda provocaria uma elevação da renda nominal, aumentando a demanda por fundos e o montante de encaixes desejados, compensando, assim, a maior liquidez inicial. Em segundo lugar, ocorreria um efeito-preço. O crescimento rápido da massa monetária induziria uma alta dos preços, que reduziria na mesma proporção o montante real do estoque de moeda correspondente a qualquer montante nominal dado. E, ainda, determinaria antecipações altistas de preços, que se traduziriam por taxas de juros nominais cada vez mais elevadas. Assim, taxas de juros elevadas significariam uma elevação inicial da liquidez sistêmica; e taxas de juros baixas seriam a evidência de uma política monetária ativa e eficaz. Esta visão é ilustrada por Friedman quando explica as causas da inflação americana no

imediatamente pós-guerra e quando critica a política monetária dos governos Kennedy e Johnson em "As Lições da História Monetária dos Estados Unidos" (Friedman, 1965).

Segundo esse economista a inflação do pós-guerra teria sido ocasionada pelas autoridades monetárias, que mantiveram a taxa de desconto bancária em um nível artificialmente baixo e manipularam instrumentos menos eficientes do ponto de vista monetário. Para Friedman, as operações de mercado aberto constituiriam o instrumento mais eficaz e sensível no campo monetário. A manipulação das reservas tinha-se revelado um instrumento cujos efeitos a curto prazo são de difícil previsão para as autoridades monetárias. O controle de crédito seria totalmente ineficaz, e a administração dos juros seria um "instrumento grosseiro" e irregular, quando comparado às operações de mercado aberto, para regular a base monetária.

Para Friedman, a orientação geral da política monetária durante os governos Kennedy e Johnson foi equivocada porque ocasionou um aumento da quantidade de moeda a taxas médias anuais (8,7% para M_2 e 3,7% para M_1) inusitadas nos Estados Unidos desde 1915. Isto explicaria-se pelas sucessivas elevações das taxas de juros sobre os depósitos a prazo, que tornariam a taxa de crescimento de M_2 mais elevada e a de M_1 mais baixa em relação ao crescimento da massa monetária global. A persistência de elevações de M_2

superiores ao crescimento da oferta de moeda reforçaria cada vez mais o movimento ascendente dos juros, colocando em xeque a estabilidade interna e as relações com o exterior da economia americana.

Se, por um lado, a elevação dos juros poderia melhorar o resultado da conta capital, por outro, deterioraria o saldo em conta corrente. Se os preços são estáveis no exterior, os Estados Unidos não podem manter, ao mesmo tempo, uma taxa elevada de expansão monetária e seu nível de intercâmbio com o resto do mundo. A questão de fundo para Friedman era que, sob a vigência de câmbio fixo, a quantidade de moeda deve ajustar-se de forma rápida para permitir um alinhamento entre os preços americanos e mundiais. Para tal, ao banco central só resta um caminho: reduzir a taxa de expansão monetária.

A adoção dessa alternativa de política monetária seria acompanhada, inicialmente, por uma recessão que se manifestaria pelo aumento do desemprego e pela queda da produção. Entretanto, isto não significaria, para Friedman, uma opção deliberada das autoridades monetárias pelo desemprego dos fatores de produção. A opção que de fato se colocaria é entre o agravamento da inflação e do desemprego, o que significaria que a escolha verdadeira das autoridades monetárias se daria entre desemprego imediato ou no futuro. Por isso, a melhor política monetária, segundo Friedman,

seria aquela que mantivesse ao longo do tempo um nível adequado (à taxa natural de desemprego) e constante de expansão da oferta de moeda, induzindo uma inseqüente redução das taxas de juros.

"Alguns economistas sustentam que a diminuição do ritmo de crescimento da massa monetária levaria a uma alta considerável das taxas de juros. Esta hipótese parece revelar um mal-entendimento das relações entre quantidade de moeda e taxa de juros. No curto prazo, a aceleração do crescimento da massa monetária acompanhar-se-ia de uma queda das taxas de juros. Entretanto, dois outros efeitos interviriam na direção oposta e freiriam o efeito liquidez em um pequeno lapso de tempo. No longo prazo, a elevação da massa monetária acompanhar-se-ia de uma elevação parecida das taxas de juros. (...) A correlação entre crédito bancário e taxa de juros revela-se estatisticamente muito significativa: o aumento dos empréstimos bancários correspondendo a taxas de juros elevadas e vice-versa. Essas flutuações do crédito reproduzem ao longo do tempo as mudanças ocorridas na taxa de crescimento da massa monetária com um hiato temporal de um ano em média. É por isso que as variações da quantidade de moeda variam igualmente e no mesmo sentido que as taxas de juros" (Friedman, 1965:217)

Em resumo, pode-se dizer que para Friedman as intervenções das autoridades monetárias determinam as

variações na base monetária, que estas são dominantes nas alterações do volume de moeda em circulação e que ambas determinam as mudanças ocorridas na renda nominal de uma economia. As operações de mercado aberto seriam, nesse contexto, o instrumento por excelência da política monetária para regular a demanda agregada. Entretanto, tal autonomia da política monetária era crescentemente ameaçada, nos anos 60, pelo regime de câmbio fixo. Os déficits da balança comercial americana diminuiriam, progressivamente, os graus de liberdade da política do FED, a menos que se passasse a um regime de flexibilidade cambial. Sob este regime, o déficit comercial, determinando a saída de dólares dos Estados Unidos, levaria à depreciação da moeda americana, o que, por seu turno, melhoraria a situação da balança comercial e estimularia a renda e o emprego. O FED não tendo que intervir no mercado de divisas para impedir a desvalorização, não teria que administrar os efeitos de tal intervenção sobre a massa monetária. A saída de capitais não se traduziria em perda de reservas pelo FED e, por isso, a massa monetária poderia efetivamente expandir-se. Nesse contexto, a mobilidade de capitais e a flexibilidade cambial tornar-se-iam pré-condições para uma política monetária autônoma. Em um sistema de câmbio flutuante o problema de liquidez excessiva desapareceria, e as políticas monetária e fiscal poderiam orientar-se exclusivamente para o objetivo de estabilidade interna sem que para isto tivessem que ficar atreladas aos problemas do balanço de pagamentos.

II.3. A Realidade da Política Econômica.

A economia americana experimentou, do pós-guerra ao início da década de setenta, diferentes tipos de gestão macroeconômica. Saiu da guerra com a economia em pleno emprego e com pressões inflacionárias represadas pelas políticas de controle de preços e salários adotadas até então. Os anos de 1947 e de 1948 foram críticos. Tratava-se de operacionalizar um *mix* de política macroeconômica, que garantisse a saída do congelamento sem grandes pressões inflacionárias e propiciasse uma reconversão do aparelho produtivo sem aumentar significativamente o desemprego. Ficou claro, naquele momento, para os *policy makers* a dificuldade de compatibilizar pleno emprego e estabilidade de preços e de salários através dos instrumentos monetários e fiscais usuais. Sobretudo, considerando que, como herança do esforço de financiamento público da guerra, as taxas de juros mantinham-se desde então estabilizadas em nível muito baixo, minando a autonomia da política monetária do FED.

O esforço de financiamento da guerra da Coreia, mesmo tendo sido realizado através de um ajuste fiscal do Estado e com taxas de juros liberalizadas, colocou grande pressão de demanda na economia americana. As pressões de preços e de salários ensejaram novamente, em 1952 e em 1953, a adoção de controles de preços e salários. A conjugação das

políticas monetária, fiscal e de rendas conseguiu estabilizar as pressões inflacionárias que, todavia, voltaram a se manifestar de forma contundente no *boom* de 1955-1957. Dessa feita, o combate à inflação seria liderado pela política monetária do FED. Foram elevadas as taxas de redesconto e imprimiu-se um controle estrito das reservas bancárias, objetivando controlar a expansão da liquidez primária da economia, o que ocasionou uma estagnação na economia americana, que duraria até 1960. Nesses anos a liquidez diminui progressivamente, levando Friedman (1955:189) a constatar que foi o período de maior redução da quantidade de moeda nos Estados Unidos, exceto os períodos de crise.

"A Nova Economia", adaptação americana das idéias *keynesianas* à gestão da economia dos Estados Unidos, surgiu como contraponto à política econômica conservadora liderada pelo FED durante o governo de Eisenhower. A única escola representativa da "síntese neoclássica" foi a escola dos anos Kennedy e Johnson, dos quais participaram James Tobin e Galbraith, entre outros assessores. Os objetivos da política macroeconômica deveriam ser crescimento estável e pleno emprego dos fatores, minimizando as flutuações cíclicas e as pressões inflacionárias. Como dizia Tobin (*apud* 1976), o crescimento rápido, estável e não inflacionário constituía a viga-mestre da *Great Society*. Para atingir tais objetivos as políticas fiscal e monetária

deveriam estimular a demanda pública e a privada através de uma combinação ótima do gasto público, da redução de impostos e da expansão creditícia a baixo custo.

A expansão do gasto público significava, para os "economistas da síntese", a possibilidade de déficit fiscal no curto prazo. Entretanto, a avaliação do déficit deveria ser realizada em relação ao produto potencial da economia. Como assinalava Tobin (1976:426), "(...) os orçamentos deveriam ser avaliados não pelos déficits em períodos recessivos, mas pelos déficits ou superávits que produziriam com a economia em pleno emprego. Na realidade, uma das razões da estagnação a partir de 1957 e, em particular da recessão de 1960, foi o "arrasto fiscal". O crescimento natural da economia estava elevando a carga impositiva potencial de pleno emprego a um ritmo maior do que o do crescimento das despesas federais. E, ainda, as receitas fiscais não eram realizadas devido aos impostos cobrados sobre o gasto privado, deprimindo a economia".

A política monetária deveria ser acomodatória e de juros baixos. Para tal, o FED deveria, através de políticas deliberadas, influenciar a taxa de remuneração dos títulos de diferentes prazos de vencimento e não somente a dos *Treasury bills*. Apesar de, durante o primeiro quinquênio dos anos 60, a política monetária ter desempenhado papel subordinado à política fiscal, esta correlação era revertida

sempre que houvesse ameaças externas ao valor do dólar. "Em termos potenciais a defesa da posição internacional do dólar e das reduzidas reservas de ouro dos Estados Unidos constituíam duas restrições importantes à política econômica interna. A conversibilidade dos dólares, em poder dos demais países, em ouro ao preço pré-estabelecido, era considerada pelo FED, pelo tesouro americano e pelos círculos privados, uma prioridade absoluta, tendo precedência sobre quaisquer outros objetivos macroeconômicos". (Tobin, 1976:426)

Desde o início da década de sessenta, o nível das reservas de ouro e a fragilidade potencial do balanço de pagamentos dos Estados Unidos forneciam aos economistas do FED argumentos contrários à adoção de uma política econômica expansiva e ao emprego da política de desconto bancário como um dos principais instrumentos de recuperação da economia. Esta postura discrepava dos objetivos do Conselho de Assessores Econômicos e da posição européia, que eram favoráveis à retomada sustentada da economia dos Estados Unidos. Entretanto, do ponto de vista europeu, tal retomada não deveria ser monitorada através da política de juros do FED, pois uma redução da taxa básica americana induziria um fluxo significativo de fundos para a Europa, instabilizaria o dólar e o mercado de divisas, colocando problemas às políticas monetárias nacionais, principalmente à do *Bundesbank*.

O *mix* de política econômica originária de tais restrições proposto pelos "economistas da síntese" deveria, assim, compatibilizar os instrumentos fiscais monetários que assegurassem a retomada dos investimentos e da produção corrente e, a estabilidade interna e externa do dólar. Com o objetivo de outorgar maior autonomia às políticas internas, o Conselho tentou, sem êxito, advogar a flutuação do dólar. Como colocava Tobin (1976:426), "(...) a paridade dólar-ouro não deveria interferir na retomada do crescimento pela economia americana, nem erodir o compromisso histórico dos Estados Unidos com a liberdade de comércio e de capitais. (...) O argumento do Conselho é que o risco da desvalorização do dólar deveria ser aceito em função dos objetivos internos".

Excluída a possibilidade de flutuação do dólar, a gestão macroeconômica deveria contemplar: taxas de juros compatíveis com a necessidade de financiamento da inversão privada, para que não provocasse fuga dos ativos denominados em dólar; aumento do gasto fiscal que não provocasse déficits estruturais mas, a curto prazo, alavancasse a produção corrente; e minimização dos desequilíbrios da balança comercial. Inicialmente, Tobin e Galbraith sugeriram a introdução de uma conta capital no orçamento federal com o objetivo de incentivar a formação de capital e o desenvolvimento tecnológico. Essas despesas pagar-se-iam,

segundo aqueles economistas, tão logo a economia estivesse a pleno emprego pela ação dos estabilizadores automáticos. Entretanto, tal proposta encontrou resistência no próprio Conselho, que via na redução dos impostos sobre o consumo e o investimento privados, e no gasto público tradicional, a melhor forma de estimular a demanda.

Quanto à política de juros, o Conselho tentou pressionar o FED para abrir o espectro das taxas no sentido de promover uma queda nas de longo prazo, das quais dependiam os investimentos em infra-estrutura econômica e social, e manter as taxas de curto prazo condizentes com a rentabilidade necessária dos ativos denominados em dólar para evitar fugas de capital. Na realidade, como reconheceria posteriormente Tobin, não se conseguiu abrir o espectro dos juros; e, o máximo que o Conselho obteve do FED foi uma política monetária mais acomodatória durante a década de 1962 a 1965.

Se a política macroeconômica proposta pelos "economistas da síntese" logrou, em pouco tempo, levar a economia ao pleno emprego, também propiciou o aparecimento de pressões inflacionárias na economia americana. Essas foram vistas como conseqüências da elevação natural do poder de barganha dos trabalhadores e dos empresários durante as fases expansivas do ciclo econômico. Nessas ocasiões os salários nominais elevam-se, e pressionam os custos

industriais, que são repassados aos preços aos empresários. Assim, se o *mix* monetário-fiscal é capaz de manter o pleno emprego, é insuficiente para manter a estabilidade dos preços. Para tal, seria necessário a adoção de políticas de rendas, compreendidas pelos "economistas da síntese", como controle de preços e salários.

Essa estratégia levaria a economia americana a um crescimento sustentado até 1965. Entretanto, em 1966, a necessidade de financiamento da guerra do Vietnã elevou em 25% os gastos militares do governo, sem que houvesse um ajuste fiscal compensatório. Naquele mesmo ano, o sistema creditício americano, que teve seus passivos aumentados durante a expansão, entrou em colapso, demandando intervenções crescentes do FED. O *Credit Crunch*, na realidade, foi a primeira manifestação crítica de uma série de mudanças nas relações monetário-financeiras na economia americana, que recondicionariam a eficácia dos instrumentos usuais da gestão macroeconômica. Como coloca Braga (1991:4-6) "(...) a partir dos eventos de 1966 revelam-se as origens dos elementos de instabilidade e de transformação. (...) A expansão do investimento fixo que ocorre entre 1962 e 1970 se faz através da ampliação dos fundos externos no financiamento das corporações não-financeiras. Os bancos norte-americanos internacionalizam-se. Aumenta a relação entre dívida total e depósitos à vista, o que decorre da emergência de novos ativos financeiros. Àquela época, já se

observava, nos Estados Unidos, grandes ativos geradores de juros, substituindo a posse da moeda como defesa frente à inflação. Ou seja, já há um nítido contexto de um mercado financeiro e monetário, acompanhado de tensões inflacionárias, que começa a se modificar em relação àquele do pós-guerra. O *Credit-Crunch* foi um movimento de situação creditícia crítica que esteve ligado à emergência do déficit público e da inflação e, portanto, ao manejo contraditório das políticas monetária e fiscal".

Embora a intervenção do FED como credor de última instância tivesse evitado que a crise do setor financeiro se espraiasse pelo resto da economia, a manutenção da trajetória expansiva fez-se à custa de um déficit público e de pressões inflacionárias ascendentes. A administração da demanda agregada, a partir de 1969, pela equipe de Nixon, objetivou desaquecer gradualmente a economia. O principal executor dessa política foi o FED através de restrições à expansão da base monetária e do controle do sistema de reservas de seus bancos afiliados. Na opinião de Tobin, tal política promoveu uma recessão que jogou a taxa de desemprego de 3% para 6%, sem que a inflação parasse de aumentar. Frustrado pela estagflação, e por motivos políticos, Nixon reverte a política monetária contracionista do FED e reintroduz o controle de preços e salários em 1971. Tal reversão permitiu a retomada instável da economia americana durante 1972 e 1973, abalada que estava pela

especulação com o dólar, pela mudança do regime de câmbio, pelas concorrências japonesa e alemã e, por fim, pela elevação do preço do petróleo.

No que tange à Inglaterra, o debate sobre os termos da gestão da política econômica entre *keynesianos* de Cambridge e os quantitativistas marcaram os anos 50 e os 60. A administração da economia de guerra marcou um compromisso entre as centrais sindicais, os empresários e o governo em relação ao pleno emprego da economia, à manutenção do poder aquisitivo dos assalariados e aos investimentos sociais do Estado. O primeiro governo do pós-guerra (1945-1951) do partido trabalhista manteve aquele compromisso e avançou no sentido da estatização de parte do sistema produtivo, como forma de garantir maior estabilidade ao investimento e maior regulamentação do mercado pelo Estado. A política monetária objetivou a manutenção de taxas de juros baixas, financiando a baixo custo o gasto público.

O saldo da política econômica do período foi uma elevação gradual dos níveis de investimento e produção e das exportações. Entretanto, esses resultados não foram obtidos sem o aparecimento de pressões inflacionárias, que, segundo Kaldor, só poderiam ser minimizadas através da adoção de uma política de rendas. Para ele as políticas fiscal e monetária deveriam assegurar o pleno emprego mas não poderiam controlar pressões inflacionárias causadas por pressões

salariais. O pleno emprego, necessitaria de uma política de rendas permanente. A política de restrição dos rendimentos das famílias adotada, em 1948, segundo Kaldor, evidenciaria seu argumento. Ela conseguiu manter a alta de preços e de salários em 3% ao ano até 1950. "Entretanto, a ascensão do partido conservador, em 1951, não garantiria a atmosfera política necessária à obtenção de um consenso mínimo a respeito da distribuição de renda entre salários e lucros". (Kaldor, 1985:56)

Outra mudança marcante do governo dos *Tories* dizia respeito à política monetária, que recuperaria a primazia enquanto instrumento de gestão da riqueza. Os controles sobre o crédito e o congelamento dos juros seriam progressivamente abolidos, com o objetivo de recolocar a praça londrina como centro financeiro europeu, recuperando os lucros dos bancos, abalados durante o governo trabalhista. Os lucros bancários haviam sido deprimidos pela redução realizada por Hugh Dalton, da taxa de juros sobre empréstimos governamentais, que passou, durante o governo trabalhista, de 2% para 0,5%. Os lucros bursáteis haviam, também, sido reduzidos pelo congelamento dos dividendos e pelo controle das novas emissões de ações e dos investimentos no exterior e, o lucro mercantil da construção civil, pelo controle da especulação com imóveis. Essas contrariedades, impostas ao setor financeiro de 1945 a 1950, selaram um compromisso entre o setor financeiro e o partido

conservador no sentido de se reafirmar a política monetária como centro da regulação da economia inglesa.

No relato de Kaldor (1985), o governo conservador estava comprometido em reerguer a *City* como centro financeiro europeu, abolindo os controles sobre investimentos, juros e dividendos e liberalizando a taxa básica do Banco da Inglaterra para que esta pudesse voltar a ser utilizada como instrumento básico da política monetária. Esta política, inicialmente, provocou uma queda dos preços e da atividade. Entretanto, a expansão da economia inglesa de 1954 a 1956 provocou pressões desestabilizantes, que não puderam ser controladas pela política monetária. Esta dificuldade foi atribuída à ausência de instituições e de instrumentos adequados à operacionalização da política monetária, dando origem ao Comitê Radcliffe.

Apesar do relatório daquela comissão enfatizar a precariedade dos instrumentos monetários para a regulação da economia inglesa, o peso do setor financeiro da *City* sempre manteve uma pressão sobre os diferentes governos da Inglaterra, para que a política monetária inglesa não fosse na contramão de seus interesses. A necessidade de conciliar os interesses da *City* com a fragilidade do sistema produtivo e do comércio exterior da Inglaterra condicionaram uma postura bastante pragmática dos *policy makers* durante os

anos 50 e os 60, não havendo mais espaço para reeditar o programa trabalhista do pós-guerra.

No caso alemão, as reformas institucionais e financeiras, realizadas sob a égide do pensamento liberal, moldaram um padrão de desenvolvimento para os anos 50 e os 60, cujos traços essenciais foram a estabilidade de preços, os déficits fiscais, o câmbio desvalorizado e o setor externo como motor do processo de acumulação. A moeda constituía o elemento institucional mais importante do Estado. As autoridades monetárias, através do controle da oferta de moeda, deveriam manter a estabilidade dos preços como forma de garantir o pleno emprego a longo prazo. Na concepção do banco central alemão, este deveria concentrar-se, exclusivamente, em dois objetivos: assegurar que os preços não subissem e garantir um volume suficiente de poupança para financiar os investimentos essenciais. O balanço de pagamentos e o nível de emprego seriam objetivos secundários.

A política monetária tinha caráter acomodaticio quando de expansões cíclicas, com diminuições das taxas de juros, como em 1953 e em 1954. Mas, tão logo aquela tendência revertia-se, as autoridades monetárias utilizavam os instrumentos necessários a uma política mais restritiva, a saber: as operações no mercado aberto, a imposição de reservas obrigatórias aos bancos e a elevação da taxa de

desconto do banco central. Entretanto, a partir do final dos anos 50, a relativa autonomia dos instrumentos monetários começou a se defrontar com obstáculos externos (superávits comerciais e acúmulos de reservas pelo banco central) e internos (financiamento do gasto público). Todavia, no que tange ao gasto do governo, por mais que se tenha expandido, seu financiamento era realizado com reservas fiscais, não gerando endividamento público, mas somente condicionando uma postura menos ativa da política monetária.

Na verdade, o que colocaria percalços maiores à política do *Bundesbank* seriam os excedentes da balança comercial e o afluxo de capitais de curto prazo à Alemanha, num regime de taxa de câmbio fixa e com o marco continuamente desvalorizado em relação às demais divisas. As autoridades monetárias alemãs sempre resistiram à valorização do marco, e só o faziam após tentarem outras medidas visando amenizar as pressões do mercado internacional de divisas. Os exemplos de 1959-1961 e de 1968 são significativos nesse sentido. No primeiro caso, em face do acúmulo de superávits comerciais e da entrada de capitais de curto prazo, a disjuntiva que se colocava aos *policy makers* era ou elevar a taxa de desconto, desaquecendo a economia e protegendo o valor interno do marco, ou manter baixa a taxa de juros para desencorajar os fluxos de capital de curto prazo. Em 1959 e em 1960 a opção foi elevar as taxas de juros, tendo o marco sido valorizado em 4,8%.

somente em março de 1961. Em 1968, a crise de confiança no dólar e as dificuldades por que passavam as economias inglesa e francesa recolocaram a questão da paridade do marco. Nesse contexto, o governo alemão preferiu taxar as exportações, o que equivaleu a uma valorização da taxa de câmbio comercial, só optando por uma mudança na paridade global do marco, em outubro de 1969.

Esses fatos revelavam bem a postura das autoridades alemãs em relação ao papel da política monetária e a importância relativa das questões interna e externa, quando algum *trade-off* se colocava entre elas. Expressam a predominância da política monetária como garantia de estabilidade e do valor do marco e, o caráter subordinado dos problemas derivados da balança comercial e da conta capital. Somente em 1967, há uma tomada de posição do Ministério da Economia a favor de políticas anticíclicas e em detrimento do predomínio que teve, até então, os instrumentos monetários do *Bundesbank* na gestão macroeconômica. Em junho de 1967 foi adotada a "lei de estímulo ao crescimento e à estabilidade", privilegiando a política fiscal como forma de reconduzir a economia ao equilíbrio de pleno emprego e tentando subordinar a política monetária do banco central às diretrizes do Ministério da Economia.

Objetivava-se usar o déficit fiscal para conter a recessão e estabelecer novas instituições e instrumentos para facilitar a cooperação entre as diferentes esferas de decisão, a saber: o *Konjunkturrat* e o *Finanzplanungsrat* para coordenar os objetivos e gastos planejados; e o *Konventiente Aktion* para compatibilizar as posições do governo, dos sindicatos e dos empresários, no sentido de se atingir estabilidade de preços, pleno emprego e equilíbrio do setor externo. Na realidade, apesar de, em 1967, o déficit público ter sido elevado, em meados de 1968 tal trajetória foi revertida.

Em 1969, obteve-se, novamente, superávit fiscal, e a política monetária tornou-se mais restritiva. Essa retomada da predominância dos instrumentos monetários seria racionalizada em termos de estabilidade interna e do balanço de pagamentos. Do ponto de vista interno, a expansão da produção industrial, em 1968 e em 1969, ensejou aumentos nos salários reais superiores ao da produtividade, pressionando custos e preços industriais. Colocando, assim, no curto prazo, para a política econômica um *trade-off* entre inflação e desemprego. Do lado internacional, a crise de confiança no dólar e das economias inglesa e francesa acabaria por determinar a valorização do marco em 9,3%. Durante os primeiros anos da década de setenta, com a economia alemã em expansão e a intensificação da especulação com o dólar, a gestão macroeconômica atrelou-se à estabilização do marco.

Do ponto de vista interno, o *Bundesbank* procurava minimizar a expansão da liquidez, o que, algumas vezes, foi dificultado por suas intervenções no mercado de câmbio. No segundo semestre de 1972, o fortalecimento da especulação com o dólar determinou intervenções do banco central comprando dólares com marcos, o que elevou, indesejavelmente, a liquidez da economia, colocando, assim, contradições entre o uso da política monetária para o controle da liquidez interna e para o ajuste dos fluxos de capital de curto prazo.

CAPÍTULO III.

POLÍTICAS DE AJUSTE MONETÁRIO-FISCAL SOB REGIME I CÂMBIO FLUTUANTE E GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.

Se a inflação americana, até o final dos anos 60, era vista pelos "economistas da síntese" como decorrência das pressões de custo características do pleno emprego, o fenômeno da estagflação deixou-os sem explicação teórica abrangente para a conjunção entre uma alta contínua de preços e recessão. Em consequência, a estagflação aparecia, via de regra, como produto de políticas monetárias demasiadamente restritivas, que não agindo sobre as verdadeiras causas da inflação - elevações de salários acima da produtividade do trabalho e choques de preços - só causavam recessão. Portanto, a estagflação era vista como um fenômeno conjuntural decorrente de choques exógenos e da escolha inadequada dos instrumentos de política econômica.

Para aqueles economistas qualquer política monetária que perseguisse deliberadamente a estabilidade de preços teria um custo elevado em termos de desemprego dos fatores. Isto porque a política monetária só conseguiria estabilizar preços e salários através da queda dos níveis de produção e emprego. Os instrumentos monetários não agiriam diretamente sobre a variação de preços, sendo, assim, considerados "subótimos" do ponto de vista da regulação macroeconômica. A alternativa ao ajuste monetário seria,

para os "economistas da síntese", uma política de controle de preços e de salários e uma política monetária acomodaticia às políticas fiscal e de rendas perseguidas pelas autoridades governamentais.

Os monetaristas, por seu turno, também viam a estagflação como fruto de escolha equivocada dos *policy-makers*, que não privilegiavam a política monetária como principal instrumento de ajuste. As elevações de preços e de salários estariam interconectadas e resultavam de uma pressão artificial de demanda sobre os mercados de bens, de trabalho e de crédito. A política monetária seria responsável pela inflação porque, ao colocar "encaixes indesejáveis" nas mãos dos agentes econômicos, determinava uma elevação da demanda global inconsistente com as "taxas naturais" de produção e de emprego. A estagflação seria considerada a consequência lógica de uma política monetária que, após haver, artificialmente, conduzido o desemprego aquém de seu nível natural, fosse bruscamente revertida para combater a inflação por ela anteriormente provocada. Conseqüentemente, para os monetaristas, a única forma de superar a estagflação dos anos 70 seria a regulação da massa monetária através da variação constante, ou ao menos previsível, dos principais agregados monetários.

O debate sobre política econômica revelou-se precário e, de uma perspectiva histórica, enganoso. Suas

preocupações e soluções estavam profundamente vinculadas ao arranjo institucional de Bretton Woods e às noções hipotéticas de mobilidade espacial e temporal do capital, que conferiam autonomia às políticas de ajuste macroeconômico nacionais. O regime de câmbio flutuante e o sincronismo que conferiu aos movimentos dos capitais e das taxas de juros e de câmbio nos principais mercados monetário-financeiros, tornaram as políticas monetária e fiscal nacionais interdependentes. No que tange especificamente à política monetária, a internacionalização do capital bancário e a progressiva mudança ocorrida na temporalidade dos ativos diminuíram os graus de liberdade das políticas monetárias dos diferentes bancos centrais e, em vários momentos, tornaram antagônicos os objetivos de estabilidade e crescimento internos e o de ajuste do balanço de pagamentos.

Na realidade, os bancos centrais vinham, não raras vezes, caminhando a reboque dos ajustes financeiros dos balanços de pagamentos, dispendo de limitado poder institucional para controlar a liquidez sistêmica. As grandes empresas e os grandes bancos escapam ao circuito da liquidez interna e alavancam recursos nos mercados internacionais a partir de suas reservas líquidas. Com isso, instabilizam-se os mercados nacionais de moeda e de câmbio, permitindo uma leitura conservadora onde o que é de fato

consequência - a variação da liquidez nas diferentes economias nacionais - seja apresentado como causa.

A política fiscal também teve seu raio de manobra restringido pelo progressivo aumento dos encargos financeiros da rolagem da dívida pública, pela ação dos estabilizadores automáticos durante os períodos de menor crescimento da renda ou pela incidência da inflação sobre as despesas públicas planejadas. Trata-se, portanto, de um capitalismo em mutação, que torna obsoleta a discussão anterior sobre as formas de gestão dos estados capitalistas, a qual, até agora, não possibilitou uma reflexão teórica alternativa e abrangente sobre a determinação e o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Este capítulo discutirá as estratégias efetivas de ajuste monetário-fiscal adotadas pelos principais países capitalistas, deixando para o próximo a reflexão sobre os caminhos ou descaminhos da economia política nos anos 70 e nos 80.

O ajuste macroeconômico dos principais países capitalistas avançados nos anos 70, tomou a forma de políticas monetárias antiinflacionárias e de políticas fiscais pró-cíclicas, gerando movimentos de *stop and go* nas principais economias da OCDE. A década de oitenta assistiu a duas estratégias distintas: a primeira, caracterizou-se pela hegemonia incontestável da política monetária americana como

motor do ajuste macroeconômico e a segunda, a partir de 1985, pela tentativa de definição de um *mix* monetário-fiscal como estratégia de coordenação macroeconômica entre os principais países do capitalismo avançado.

A análise dos resultados fiscais dos Estados Unidos e dos principais países europeus evidencia uma convergência de suas evoluções nas duas últimas décadas. Tomando-se por base os déficits (ou superávits) efetivos do setor público ou o saldo estrutural (tabelas 1 e 2), observa-se, desde o início dos anos 70, cinco fases distintas de comportamento da capacidade de financiamento dos estados, que corresponderam a políticas monetárias e fiscais com características específicas.

A primeira fase correspondeu a uma reação conjunta dos países da OCDE às pressões e às tendências desestruturantes que já se manifestavam nos sistemas produtivo e financeiro do capitalismo avançado desde o final dos anos 60, e que se explicitaram definitivamente com a elevação do preço do petróleo em 1973. A atitude inicial dos países capitalistas foi a adoção de uma política monetária deflacionista conjugada a uma política de austeridade fiscal. Tal conjugação promoveu a elevação das taxas de juros internacionais, aprofundou o problema de financiamento dos estados e jogou a economia mundial numa recessão que duraria quase dois anos. A profundidade da

TABELA 1

PARTICIPAÇÃO DO SUPERÁVIT (+) OU DO DÉFICIT (-) PÚBLICO NO PNB/PIB EM VALOR

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
EUA	-1,1	-1,8	-0,3	0,6	-0,3	-4,2	-2,1	-0,9	0,2	0,6	-1,2	-1,0	-3,5	-3,8	-2,7	-3,4	-3,3	-2,7	-2,6
RFA	0,2	-0,2	-0,5	1,2	-1,3	-5,7	-3,4	-2,4	-2,5	-2,7	-3,1	-3,7	-3,3	-2,4	-1,9	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0
R.U.	3,0	1,5	-1,2	-2,6	-3,7	-4,5	-4,9	-3,1	-4,2	-3,2	-3,8	-2,8	-2,3	-3,6	-3,9	-2,7	-2,9	-2,7	-2,7
FRANÇA	0,9	0,7	0,8	0,9	0,6	-2,2	-0,5	-0,8	-1,9	-0,7	0,2	-1,8	-2,7	-3,1	-2,9	-2,6	-2,9	-2,7	-2,5
JAPÃO	1,9	1,4	0,4	0,5	0,4	-2,7	-3,7	-3,8	-5,5	-4,8	-4,5	-3,8	-3,6	-3,7	-2,1	-0,8	-0,9	-0,9	-0,2

FONTE: Contas Nacionais da OCDE.

TABELA 2
VARIACÕES DOS DÉFICITS PÚBLICOS (% DO PIB/PIB)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
EUA																		
1	-0,7	1,5	0,9	-0,9	-3,9	2,1	1,2	1,1	0,4	-1,8	0,3	-2,9	-0,3	0,9	-0,7	0,1	0,6	0,1
2	-0,2	1,0	1,1	-1,8	-2,3	0,8	1,0	0,8	0,1	-1,3	-0,4	-1,6	-0,3	1,4	0,1	0,0	0,0	0,1
3	-0,5	0,5	-0,2	0,9	-1,6	1,3	0,2	0,3	0,3	-0,5	0,9	-1,3	-0,6	-0,5	-0,8	0,0	0,6	0,0
4	-1,1	0,2	0,4	1,6	-1,9	0,7	0,3	0,4	0,8	-0,3	0,4	-1,8	-0,9	-0,5	-0,8	-0,2	1,0	0,2
RFA																		
1	-0,4	-0,3	1,7	-2,5	-4,4	2,3	1,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,7	0,4	0,7	1,0	0,8	-0,2	-0,3	-0,4
2	-0,3	-0,5	0,4	-0,7	-1,5	1,1	0,0	0,4	0,4	-0,2	-0,8	-1,1	-0,7	0,1	0,2	0,2	-0,3	-0,1
3	-0,1	0,2	1,3	-1,8	-2,9	1,2	1,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	1,5	1,4	0,9	0,6	-0,3	0,0	-0,4
4	-0,2	0,2	1,3	-1,8	-2,6	1,4	1,0	-0,4	-0,4	0,0	0,2	1,5	1,1	0,9	0,5	-0,8	0,2	-0,2
R.U.																		
1	-1,5	-2,7	-1,4	-1,1	-0,8	-0,4	1,8	-1,1	1,0	-0,6	0,7	0,7	-0,9	0,2	1,2	-0,2	0,2	0,1
2	-0,1	-0,3	1,3	-0,9	-1,3	-0,2	0,0	1,1	0,4	-1,7	-2,2	-0,7	0,2	0,3	0,8	0,4	0,7	0,2
3	-1,4	-2,4	-2,7	-0,2	0,5	-0,2	1,8	-2,2	0,6	1,1	2,9	1,4	-1,1	-0,1	0,4	-0,5	-0,5	-0,1
4	0,1	-1,0	-2,0	2,4	3,6	-2,9	1,4	-5,6	2,6	2,4	0,4	0,2	-2,5	-0,1	0,6	-1,2	-0,4	0,1
FR																		
1	-0,2	0,1	0,1	-0,3	-2,8	1,7	-0,3	-1,1	1,2	0,9	-2,0	-0,7	-0,9	-0,1	0,3	-0,3	0,2	0,2
2	0,0	0,4	0,1	-0,6	-1,7	1,1	0,1	0,5	0,2	-0,4	-1,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,3	0,0	-0,3	0,0
3	-0,2	-0,3	0,0	0,3	-1,1	0,6	-0,4	-1,6	1,0	1,3	-1,0	-0,4	-0,4	0,7	0,6	-0,3	0,5	0,2
4	-0,3	-0,2	0,0	0,8	-1,2	0,6	-0,5	-1,6	1,1	1,5	-1,0	-0,4	-0,4	0,6	-0,5	-0,7	0,7	0,1
JM																		
1	-0,5	1,0	0,1	-0,1	-3,1	-1,0	-0,1	-1,7	0,7	0,3	0,5	0,6	0,1	1,1	1,2	0,0	-0,1	0,8
2	-0,4	0,2	0,4	-0,6	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,6	0,3	-0,4	-0,5	-0,6
3	-0,1	-1,2	-0,3	0,5	-2,6	-1,1	-0,2	-1,8	0,6	0,2	0,6	0,7	0,5	0,5	0,9	0,4	0,4	1,3
4	-0,1	-1,1	-0,7	-0,1	-1,7	-0,6	0,1	-1,8	0,8	1,0	0,2	0,4	0,2	0,8	0,9	-0,1	0,2	1,8

Legendas:

- (1) Variação de capacidade efetiva de financiamento. (2) saldo: efeito restritivo; (-) déficit: efeito expansivo.
 (2) Variação ligada ao nível de atividade, reflete a incidência dos estabilizadores automáticos sobre os orçamentos.
 (3) Variação dos déficits orçamentários estruturais, ou seja, corrigida das influências conjunturais.
 (4) Variação dos déficits orçamentários estruturais reais.

Fonte: OCDE

recessão levou à reversão do *mix* monetário-fiscal nos principais países em 1975. Para amenizar os efeitos da crise os principais países da OCDE adotaram uma série de medidas fiscais anticíclicas, que começariam a surtir efeitos a partir de 1976.

A segunda fase, de 1976 a 1977, apesar de evidenciar um comportamento menos desequilibrado entre gastos e receitas orçamentárias, assistiu à retomada das taxas de inflação e à desvalorização das principais divisas exceto do marco alemão. Esses fatores redirecionaram a política fiscal expansionista posta em marcha em 1975 e suscitaram a adoção de políticas monetárias restritivas durante o período.

A terceira fase, de 1978 a 1979, caracterizou-se pelo retorno às políticas fiscal expansionista e monetária acomodatória. Na realidade, a lentidão das respostas das principais economias às tentativas anteriores de políticas anticíclicas, influenciou a idéia de um programa concertado de crescimento no interior da OCDE. A Alemanha e o Japão deveriam se tornar as "locomotivas" do processo comandado por uma política fiscal anticíclica e monetária expansionista. As necessidades de financiamento público atingiram na Alemanha 2,7% do PIB e no Japão 4,8%, durante o período. A política fiscal da Inglaterra e a da França, em menor escala, também foram anticíclicas.

Entretanto, o segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros a partir de 1979 puseram em tentativa de concertação das políticas fiscais no âmbito da OCDE, recolocando, num período de baixo crescimento econômico, as limitações das políticas expansivas de caráter conjuntural - tensões inflacionistas e dificuldades no balanço de pagamentos (exceto Japão) -, o que reforçou o ceticismo de vários governos em relação à eficácia da regulação da demanda pela via orçamentária.

A quarta fase, de 1979 a 1983, foi marcada por uma política de restrição fiscal, exceção feita à França e aos Estados Unidos. Do ponto de vista da política monetária, os anos 80 começaram sob o impacto da diplomacia do dólar forte, forçando a elevação dos patamares das taxas de juros e levando o conjunto da economia mundial ao limiar de uma ruptura. A natureza necessariamente recessiva dessa política econômica como contrapartida forçar o ajuste das demais economias capitalistas, submetendo-as à política econômica americana. A consequência mais imediata foi a ocorrência de déficits significativos nos balanços de pagamentos de praticamente todos os países, bem como de déficits fiscais de natureza financeira ligados aos ajustes monetários dos balanços de pagamentos.

A quinta fase estendeu-se do segundo semestre de 1983 a julho de 1989, período em que os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão tentaram, progressivamente, coordenar suas políticas macroeconômicas com o objetivo de minimizar os desequilíbrios e a instabilidade da economia internacional. Ela iniciou-se pela recuperação da economia americana com base em uma política fiscal expansionista - através dos gastos militares do Estado, do *Economic Recovery Act* e do *Fiscal Responsibility Act* - e em uma política monetária ativa, mas acomodatória quando de turbulências no setor financeiro, como em 1984. Os desequilíbrios, no entanto, continuavam presentes: os desempenhos das economias americana, alemã e japonesa, condicionados pela instabilidade dos preços e, principalmente, das moedas internacionais, foram oscilantes.

O Encontro dos Sete de 1984 (*London II*), começaria, por isso, a discutir a possibilidade de adoção de políticas macroeconômicas mais coordenadas entre os Estados Unidos, o Japão e a Alemanha. Os objetivos ali mencionados eram os de reduzir as taxas de juros internacionais, negociar *target zones* para as taxas de câmbio e obter maior responsabilidade por parte do Japão e da Alemanha sobre a estabilidade e o crescimento econômico globais. Por trás dos objetivos declarados, entretanto, o que se buscava era evitar o *hard landing* do dólar, que precipitaria, novamente, uma crise na economia internacional. Em 1986, a política de

desvalorização do dólar tornou-se bem mais acalorada e a coordenação entre os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão deixou de estar voltada basicamente para a determinação de metas específicas para a taxa de câmbio. Deveria, na opinião de seus formuladores, ser encarada como uma política mais ampla destinada a promover o crescimento econômico não-inflacionário, a fortalecer o livre comércio e a incentivar o investimento produtivo. Ainda aqui, no entanto, uma leitura mais atenta dos acontecimentos haveria de visualizar que a coordenação dos ajustes macroeconômicos no âmbito do Grupo dos Três destinava-se a realizar a desvalorização da dívida pública americana, transferindo o ônus para os seus credores internacionais. Esta política de "divisão de responsabilidades" prosseguiu até o final da década passada. Entretanto, no Encontro dos Sete, de julho de 1989, os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão apresentaram prioridades diferentes devido a seus problemas internos, que inviabilizaram a continuidade da proposta de compatibilização das políticas cambial, monetária e fiscal entre aqueles países.

III. 1. Estratégias de Financiamento do Déficit Público.

III.1.1. Estados Unidos.

Os déficits orçamentários e das operações monetário-financeiras do tesouro americano são financiados

através de empréstimos do FED, dos bancos centrais estrangeiros, dos bancos comerciais e demais instituições financeiras, das empresas e das famílias. A aquisição de títulos públicos pelo FED não resulta exclusivamente de vendas diretas de títulos pelo tesouro àquela instituição, mas, sobretudo, de operações no mercado aberto. Até a gestão de Volker no FED, o tesouro podia, em determinadas circunstâncias, ter acesso direto aos recursos nele disponíveis. Entretanto, esse expediente foi considerado pelo banco central como responsável por causar uma criação monetária indesejável, que poderia comprometer as metas de controle quantitativo dos agregados monetários, sendo, assim, suprimido em 1981.

A compra de títulos do tesouro pelo FED aumenta seu *portfolio* de ativos financeiros, cuja contrapartida é um crédito de montante equivalente na conta do tesouro. Este, para lidar seus compromissos com os principais credores, eleva os depósitos e as reservas bancárias, expandindo, em princípio, a liquidez primária da economia.

O aporte do sistema de bancos federais de reserva (tabela 3) foi responsável pelo financiamento de 25% do déficit público até 1979, caindo, na década de oitenta, para 6%. Nesse último período o déficit fiscal foi, basicamente, financiado pelo setor privado não-bancário, principalmente pelas instituições financeiras (47%), pelos estados da

TABELA 3

MEIOS DE FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO AMERICANO (bilhões US\$)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	TT(1)	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Déficit Total	-2,96	-23,03	-23,22	-14,91	-6,14	-53,24	-73,71	-16,08	-53,65	-59,16	-40,16	-73,81	-78,94	-127,94	-207,76	-185,32	-212,27	-220,70
Empréstimos junto ao público	5,39	19,45	19,44	19,27	3,01	50,85	82,90	18,51	53,51	59,91	33,64	70,52	79,33	134,99	212,34	170,82	197,27	235,75
- Sistema FED	3,60	7,80	5,90	3,80	5,40	4,40	9,7	2,00	10,30	10,50	0,10	5,20	3,70	10,00	21,00	-0,40		
- Outros agentes	-1,79	11,65	13,54	15,47	-2,39	46,45	73,21	16,51	43,22	48,61	33,54	65,32	79,63	124,99	191,34	171,22		
Internacionais	3,70	17,80	17,40	10,20	-2,60	9,20	3,80	-0,7	25,70	25,50	-0,7	1,40	9,00	9,90	19,50	15,40		
Nacionais	-5,49	-6,15	-3,86	5,27	0,21	37,25	69,41	17,21	17,52	23,11	34,24	63,92	72,63	115,09	172,84	155,82		
Outros meios de financiamento(2)	-2,55	3,58	3,78	-4,37	3,13	2,39	-9,19	-2,43	0,13	0,06	6,52	3,30	-0,39	-7,05	-4,66	14,51	14,99	-15,04

(1) Até 1977, o ano fiscal era de julho a junho, mudando a partir daquele ano para outubro a setembro. Necessita-se, assim, da avaliação de um trimestre de transição (TT) para o ano fiscal de 1976 (julho, agosto, setembro).

(2) Os outros meios de financiamento incluem: operações de caixa do Tesouro, direitos especiais de saque e o saldo junto ao FMI.

Fonte: Treasury Bulletin, Budget of the United States Government, fiscal year 1986.

Elaboração: Centre de Recherche pour une Nouvelle Economie Appliquée (CERNEA).

bilhões, representando 22% e 18% da dívida pública total, respectivamente. (Tabela 4)

Observando o comportamento da dívida pública americana durante as duas últimas décadas, verificamos uma aceleração do endividamento do Estado em meados dos anos setenta e no início dos oitenta, quando os mercados monetários são motivados pela necessidade de financiamento do balanço de pagamentos. Nota-se, também, uma mudança na participação relativa dos mercados de crédito, exclusivo o mercado acionário, no financiamento da dívida a partir de 1975 (Tabela 5). Os déficits públicos, desde então, vêm introjetando uma componente financeira ligada ao giro da dívida pública, que é usada preferencialmente para regular o mercado financeiro⁴⁴. Em 1984, por exemplo, a dívida federal líquida representava 22% do endividamento dos agentes não-financeiros no mercado de crédito. A evolução do serviço da dívida confirma, também, os dois pontos de inflexão do endividamento estatal. A participação do serviço da dívida acumulada no total da dívida pública elevou-se, progressivamente, depois de 1979, quando mudou radicalmente a política monetária, colocando algumas contradições entre o ponto de vista do FED e o do tesouro, como será analisado na

⁴⁴ Não há, nos últimos anos, um déficit primário crescente do tesouro, mas sim um déficit proveniente da circulação financeira com títulos públicos como garantidores das operações internacionais denominadas em dólares e da reciclagem do estoque de dívida interna. Trata-se fundamentalmente, de um ajuste patrimonial e não de fluxos, centrado, entre outros instrumentos, nos títulos governamentais, monetizando-os. Isto, entretanto, não pode ser apreendido diretamente a partir da contabilidade fiscal do governo disponível para análise.

federação e coletividades locais (19%) e pelo exterior (13%). Os aportes das empresas, famílias e seguradoras foram fracos, respondendo, respectivamente, por 4%, 5% e 7% do financiamento total.

O principal instrumento de financiamento do déficit, a partir de 1975, tem sido títulos negociáveis, principalmente os de médio e curto prazos. Entre 1968 e 1986, o financiamento privado do déficit público foi realizado com títulos negociáveis, sendo 38% de curto prazo. A participação mais elevada dos títulos negociáveis de curto prazo ocorreu durante a recessão de 1974-1975, quando alcançou, em média, 80%.

Numa ótica de longo prazo, a análise da dívida pública constitui o prolongamento da análise do financiamento dos déficits orçamentários e do tesouro americano. O governo federal dos Estados Unidos endivida-se pelas seguintes razões: para financiar o déficit fiscal propriamente dito; para transformar os excedentes financeiros dos agentes superavitários em títulos públicos remunerados; e para regular a liquidez no mercado monetário-cambial, sendo esta função a maior causa da elevação da participação do serviço da dívida nos déficits globais anuais. Os tomadores institucionais de títulos em mercado detinham, em 1967, US\$ 71,8 bilhões e, em 1986, US\$ 382,8

TABELA 4

PRINCIPAIS FONTES DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA DOS ESTADOS UNIDOS

(bilhões US\$)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	T0	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Agências governamentais	102,8	111,4	129,3	138,2	145,3	149,6	146,1	155,5	167,9	187,6	197,7	208,0	216,4	239,0	263,0	316,5	302,8
Títulos negociáveis	18,1	19,8	20,0	21,2	20,4	18,3	16,6	14,6	13,8	11,3	10,0	9,0	7,9	5,8	4,9	6,1	20,8
Títulos não-negociáveis	84,7	91,6	103,3	117,0	124,8	131,3	129,4	140,9	154,1	176,3	187,7	199,0	208,5	233,2	258,1	390,4	362,0
Bancos Federais de Reserva	65,5	71,3	75,0	80,4	84,7	94,4	96,4	104,7	114,7	115,4	120,7	124,3	134,3	155,4	155,0	169,7	190,7
Investimentos Privados	227,8	242,5	257,9	254,5	302,1	375,2	391,0	437,4	484,2	515,8	587,9	664,0	790,1	181,3	1141,3	1334,7	1549,0
Títulos negociáveis	161,8	165,9	167,8	164,8	212,4	179,8	214,6	326,6	356,5	379,8	463,7	549,8	682,1	862,7	1016,5	1184,3	1352,7
Títulos não-negociáveis	66,0	76,6	90,1	89,7	91,7	95,4	96,4	110,8	127,7	136,0	124,2	114,2	108,0	118,6	124,9	150,7	190,3
Dívida Pública	396,2	425,3	456,3	473,2	532,1	619,2	633,5	697,6	766,9	817,0	906,4	996,4	1140,8	1375,7	1559,6	1821,0	2122,6

Fonte: Treasury Bulletin, 4º trimestre de 1986, dezembro de 1981 e de 1976.

Elaboração: CERNEA

TABELA 5

PRINCIPAIS DETENTORES PRIVADOS DA DíVIDA PÚBLICA AMERICANA

(bilhões US\$)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Bancos Comerciais (1)	98,9	95,0	88,1	112,1	111,4	131,4	188,8	183,4	192,2	225,0
Setor Privado não-bancário	362,4	413,6	452,4	504,3	583,1	717,0	833,8	1029,1	1225,0	1377,0
Famílias	167,8	114,0	118,0	117,1	110,8	116,5	133,4	143,8	154,8	160,3
Seguradoras (2)	19,9	20,0	21,4	24,0	29,0	39,1	56,3	76,4	93,2	n.d.
Fundos do Mercado Monetário	0,9	1,5	5,6	3,5	21,5	42,6	22,8	25,9	25,1	28,6
Empresas (3)	18,2	17,3	17,0	19,3	17,9	24,5	39,7	50,1	59,0	68,8
Exterior	109,6	133,1	119,0	129,7	136,6	149,5	166,3	192,9	214,6	257,0
Outros (4)	106,0	127,7	171,4	210,7	267,3	344,8	414,9	540,0	678,3	n.d.
TOTAL	461,3	508,6	540,5	616,4	694,5	848,4	1022,6	1212,5	1417,2	1602,0

Legendas:

- (1) Inclui: os bancos americanos; os departamentos e agências dos bancos estrangeiros; e as sociedades de investimento detidas pelos bancos estrangeiros e americanos.
- (2) Até 1981 compõe-se basicamente dos bancos mútuos de poupança.
- (3) Exclui bancos e companhias de seguro.
- (4) Inclui: as caixas de poupança e crédito; as uniões de crédito; as instituições sem fins lucrativos; os bancos mútuos de poupança a partir de 1981; as caixas de pensão sob forma de sociedades; os agentes bursáteis; certas contas de depósito do governo.

Fonte: Treasury Bulletin, 1º trimestre de 1987.

Elaboração: CERNEA.

secção III.2.1. A taxa de juros sobre os títulos do tesouro com prazo de vencimento de três meses, por exemplo, era, em média, de 4% nos anos 60, de 6,3% nos anos 70, de 12% entre 1980 e 1982, estabilizando-se, a partir daquele ano, em 9,6%. Em relação às despesas orçamentárias globais, a participação do volume de juros pagos cresceu a partir de 1970 e, sobretudo, depois de 1982. Entre 1982 e 1986 representava 13,5% das despesas do governo federal. (Tabela 6).

A composição da dívida pública (Tabela 7) modificou-se, também, depois de meados da década de 70, tanto em termos da natureza dos títulos quanto em relação a seus detentores. Os títulos públicos são, hoje, essencialmente, títulos negociáveis, que representam, em média, 2/3 da dívida portadora de juros. A diminuição do prazo médio de vencimento dos títulos negociáveis observada entre 1970 e 1976 e a sua posterior elevação, refletem a evolução da estrutura dos títulos. A participação dos títulos do tesouro de médio prazo - *notes* - com prazos de vencimentos que variam entre um e dez anos e dominante desde 1970, eleva-se, progressivamente, em detrimento dos títulos de curto prazo - *bills* - com vencimentos entre três e doze meses e, sobretudo, em detrimento dos *bonds*, obrigações do tesouro com prazos de vencimentos superiores a dez anos.

TABELA 6

INDICADORES DA DÍVIDA PÚBLICA DOS EUA

Anos	Saldo a Financiar em % PNB	Dívida Bruta em % PNB	Dívida Líquida em % PNB	Juros da Dívida PNB	Juros Dívida Despesa Orça- mentária	Juros Dívida Déficit Fisca
1970	-3,0	39,5	29,4	1,61	7,99	548,3
1971	-2,2	39,7	29,5	1,58	7,78	527,7
1972	-2,1	38,7	28,7	1,47	7,20	71,4
1973	-1,2	37,4	27,4	1,40	7,53	124,1
1974	-0,3	35,3	25,1	1,62	8,30	365,1
1975	-3,1	36,8	26,8	1,67	7,42	46,4
1976	-4,0	38,5	29,3	1,75	7,73	38,9
TR	-3,0	37,4	28,8	1,77	7,96	51,5
1977	-2,4	38,1	29,6	1,77	8,07	41,5
1978	-2,3	37,3	29,2	1,87	8,54	66,2
1979	-1,2	35,4	27,3	2,05	9,59	120,3
1980	-2,3	35,5	27,8	2,35	10,22	81,8
1981	-2,0	34,0	27,5	2,73	11,63	99,9
1982	-3,6	37,7	30,5	3,21	13,10	76,4
1983	-6,1	42,9	35,5	3,34	13,32	51,8
1984	-4,9	44,0	36,7	3,04	12,77	58,7
1985	-5,4	47,6	39,1	3,22	12,98	58,6
1986	-4,3	49,4	40,2	3,23	13,91	61,3

Fonte: Budget of the United States Government, fiscal year 1986.

Elaboração: CERNEA.

TABELA 7

COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA FEDERAL AMERICANA BRUTA POR CATEGORIA DE TÍTULOS

(bilhões US\$)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	TQ	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Dívida Pública	370,1	397,3	426,4	457,3	474,2	533,2	620,4	634,7	698,8	771,5	826,5	907,7	997,8	1142,0	1377,2	1572,3	1823,1	2125,3
Títulos negociáveis	232,5	245,4	257,2	262,9	266,5	315,6	392,5	407,6	443,5	485,1	506,7	594,5	683,2	824,4	1024,0	1176,5	1360,1	1564,3
Bills	76,1	86,6	94,6	100,1	105,0	120,5	161,2	161,5	156,1	160,9	161,4	199,8	223,4	277,9	340,7	356,8	384,2	416,7
Notes	93,4	104,8	113,4	117,8	120,4	150,2	191,7	206,3	241,6	267,8	274,2	310,9	363,6	442,9	557,5	661,6	776,5	896,8
Bonds	62,9	53,9	49,1	45,0	33,1	36,7	39,6	39,8	45,7	56,3	71,0	83,7	96,1	103,6	125,7	158,1	199,5	241,7
Outros títulos (1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,0
Prazo médio de vencimento (2)	3A,8M	3A6A	3A3M	3A1M	2A11M	2A8M	2A6M	2A9M	2A11M	3A3M	3A7M	3A9M	4A	3A11M	4A1M	4A6M	4A11M	5A3M
Títulos não-negociáveis	136,4	150,8	168,1	193,3	206,6	216,5	226,6	225,8	254,1	281,8	312,3	311,9	313,3	316,4	351,7	383,0	460,8	550,3
Bônus da poupança	51,2	53,0	55,9	59,4	61,9	65,4	69,7	70,7	75,4	79,8	80,4	72,7	68,0	67,2	70,0	72,8	77,0	80,5
Séries "Depósitos"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Séries "Exterior"	4,8	9,2	18,9	28,5	24,0	23,2	21,5	20,8	21,8	21,6	28,1	25,1	20,5	14,6	11,4	8,8	6,6	4,1
Séries "Ag. Gov."	76,3	82,7	81,6	101,7	115,4	124,1	130,5	128,6	140,1	153,3	176,4	189,8	201,0	210,4	234,6	259,5	313,9	365,8
Séries "Estados e Coletividades" (3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23,6	35,1	41,3	62,7	102,0
Outros	4,0	5,7	3,6	3,7	4,2	3,6	4,8	5,7	16,8	27,0	27,4	24,1	23,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dívida sem juros	1,1	1,0	1,1	0,9	0,9	1,0	1,2	1,1	1,2	4,5	7,5	1,3	1,4	1,1	1,4	12,6	2,1	2,6
Dívida das Ag. Federais	12,5	12,1	10,8	11,1	12,0	10,9	11,4	11,6	10,3	8,8	7,2	6,6	6,1	4,9	4,6	4,5	4,3	4,2
Dívida Federal Total	382,6	409,5	437,3	468,4	486,2	544,1	631,8	646,4	709,1	780,4	833,7	914,3	1003,9	1146,9	1381,8	1576,7	1827,5	2126,5

Legendas:

- (1) Certificados.
 (2) Prazo médio de vencimento dos credores privados, exclui os bancos federais de reserva.
 (3) Entre 1970 e 1981 esta rubrica não possui componente de "outros".

Fonte: Treasury Bulletin.

Elaboração: CERNEA.

Os títulos não-negociáveis constituem um segundo instrumento de financiamento da dívida pública. As agências federais são as principais detentoras deste tipo de título. O volume dos títulos públicos não-negociáveis de propriedade dos investidores estrangeiros (4/5 pelos bancos centrais e instituições oficiais) modifica-se a partir dos anos 70. Eleva-se, rapidamente, no início da década de setenta e de 1979 a 1981.

Quanto aos tomadores da dívida pública americana, os bancos federais de reserva vêm diminuindo sua participação relativa ao longo das duas últimas décadas: 17%, em 1974, e 9%, em 1986, do financiamento da dívida bruta. Entre os investidores não-bancários, as instituições financeiras, o exterior e os organismos internacionais tornaram-se os principais detentores dos títulos da dívida pública americana. Isto, mais uma vez, reafirma que não se trata do mecanismo clássico de financiamento de um déficit do tesouro, mas sim da circulação financeira de títulos públicos como garantidoras de operações de reciclagem do estoque crescente da dívida interna. Assim, os intermediários financeiros bancários e não-bancários são os principais tomadores de títulos do tesouro americano. Em 1985, eles eram responsáveis por investimentos em títulos públicos da ordem de US\$ 855 bilhões, ou seja, 47% da dívida bruta e 57% da dívida líquida, dos quais US\$ 342 bilhões eram de responsabilidade dos bancos e US\$ 513 bilhões das

instituições financeiras não-bancárias. Esta evidência dá a dimensão do aspecto monetário do financiamento do déficit orçamentário; ou seja, da política fiscal, na medida em que as instituições financeiras possuem uma característica particular intrínseca: assegurar o financiamento a partir da criação de moeda.

III. 1.2. Inglaterra.

Os instrumentos de endividamento do governo central, das autoridades locais e das empresas públicas inglesas são os títulos emitidos no mercado primário de ativos financeiros, podendo ser ou não negociáveis no mercado secundário após a sua emissão. O governo central e as empresas estatais emitem títulos de dívida no mercado de valores mobiliários londrino - *Stock Exchange*. São os chamados *gilt-edged*. O Estado inglês emite ainda outros títulos para o financiamento de sua dívida pelo mercado primário. São as *gilt-edged securities* que, na sua maioria, são títulos com taxas fixas de remuneração, e as *convertible government stocks*, que são títulos conversíveis, segundo condições e prazos pré-fixados, em outros títulos governamentais. O tesouro da Inglaterra emite, também, títulos no mercado de redesconto dos bancos, das *money houses* e das *discount house*. São os *Treasury Bills* cujo prazo de vencimento é de 91 dias e a aplicação mínima é de £50.000. Por fim, governos central e locais emitem títulos

não-negociáveis, que compreendem os títulos e depósitos do *National Savings* e os certificados de poupança para impostos.

O emprego dos diferentes instrumentos de financiamento da dívida pública varia segundo as características e a dimensão do saldo a financiar. Nos anos 60, por exemplo, o financiamento do setor público pelo setor privado não-bancário era em torno de 50% das necessidades totais. Durante o primeiro lustro da década de setenta, viveu um endividamento crescente do Estado inglês, que correspondeu à necessidade do governo conservador de Heath de utilizar instrumentos da dívida pública para minimizar a queda dos níveis de produto e de emprego industriais e às intervenções no mercado de câmbio para resistir às pressões de desvalorização da libra, através de compras significativas de divisas. Tais intervenções tiveram como contrapartida a elevação do financiamento do déficit público pelo setor bancário. Em consequência, em 1975/1976, período de maior necessidade de financiamento do setor público pelo mercado monetário-financeiro (Tabelas 8 e 9), o setor bancário absorveu 1,9 bilhões de libras em bônus do tesouro da Inglaterra, o que correspondia a um terço do déficit total do período.

Em 1976, a corrida especulativa contra a libra viria sublinhar a componente monetária da colocação de

TABELA 8

NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO INGLÊS
(% DO PIB A PREÇOS DE MERCADO)

Anos	PSBR ^a =	CGOBR ^b +	LABR ^c +	PCBR ^d
1970	-0,1	-4,37	2,37	1,9
1971	2,28	-2,14	2,37	2,05
1972	3,01	-0,63	2,14	1,5
1973	5,5	0,65	3,2	1,65
1974	7,7	1,9	3,98	1,82
1975	9,45	4,49	2,59	2,37
1976	7,17	3,76	1,26	2,12
1977	3,76	1,75	0,98	1,03
1978	5,03	3,6	0,63	0,8
1979	6,44	3,31	1,21	1,92
1980	5,14	2,7	1,28	1,16
1981	4,18	3,99	0,1	0,09
1982	1,79	1,47	-0,29	0,61
1983	3,87	3,06	0,41	0,4
1984	3,17	2,14	0,71	0,32
1985	2,13	1,74	0,44	-0,05
1986	0,59	0,64	0,19	-0,24

Legendas:

Superávit (+); Superávit Financeiro (-);
Necessidade de financiamento (+); capacidade de empréstimo (-).

PSBR = necessidade de financiamento do setor público.
CGOBR = necessidade de financiamento do governo central.
LABR = necessidade de financiamento das autoridades locais.
PCBR = necessidade de financiamento das empresas estatais.

Fonte: Economic Trends, CSD, HMSO e Bank of England
Quarterly Bulletin.

Elaboração: CERNEA.

TABELA 9
FINANCIAMENTO DO INFLACIONAMENTO

(bilhões de reais)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. PIB (21+23+34+35)	-0,57	0,78	0,98	2,44	4,35	7,97	10,25	8,38	5,37	9,23	10,02	12,68	8,63	8,86	0,75	10,17	5,75	3,33
2. Financiamento pelo NPPS (3+12)	-0,93	-0,82	-2,12	-1,53	-3,12	-5,05	-5,75	-0,92	-7,88	-9,66	-9,71	-11,25	-11,82	-9,84	-12,79	-13,23	-4,01	n.d.
3. Dívida do CB (4+7+11)	-0,76	0,87	-2,15	-1,29	-1,78	-3,28	-5,60	-7,27	-7,88	-9,33	-8,76	-11,89	-12,21	-10,17	-13,00	-13,68	-5,54	-3,60
4. Dívida negociável (5+6)	-0,89	-0,47	-1,23	-0,51	-1,49	-2,34	-4,66	-5,45	-5,24	-5,50	-6,33	-8,94	-7,25	-4,80	-9,08	-9,16	-2,79	-1,62
5. Fôros do tesouro	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,04	-0,81	0,35	-0,33	0,67	0,0	-0,07	-0,10	-0,19	-0,62	0,17	0,01	-0,69
6. Obrigações	-0,89	-0,47	-1,23	-0,51	-1,49	-2,29	-3,86	-5,79	-4,91	-6,18	-6,33	-8,87	-7,14	-4,61	-9,77	-9,34	-2,80	-1,51
7. Dívida não-negociável (8+9+10)	0,25	-0,11	-0,48	-0,26	0,11	-6,07	-0,47	-0,93	-1,48	-2,68	-0,12	-2,51	-4,47	-3,91	-3,86	-3,98	-2,29	-2,35
8. Arrecadações para impostos	nd	nd	nd	nd	nd	0,04	0,0	0,0	-0,39	-1,02	0,91	0,40	0,40	-0,83	0,25	0,85	-0,11	0,98
9. Finanças nacionais	nd	nd	nd	nd	nd	-0,13	-0,50	0,90	-1,09	-1,62	-0,97	-2,23	-4,22	-3,03	-3,27	-3,07	-2,11	-3,36
10. Recursos	nd	nd	nd	nd	nd	0,01	0,01	0,62	0,0	-0,04	0,18	0,13	0,15	-0,03	-0,03	0,02	0,0	0,03
11. Horas e Notas	-0,12	-0,28	-0,43	-0,42	-0,41	-0,87	-0,46	-0,85	-1,15	-1,14	-0,55	-0,44	-0,49	-1,41	-0,22	-0,62	-0,46	0,28
12. Dívidas das LA e PC	-0,16	0,04	0,02	0,33	-1,33	-11,76	-0,14	-0,75	0,02	-0,33	-0,95	0,64	0,39	0,27	0,28	0,44	1,53	nd
13. Financiamento pelo MS (14+22)	0,20	-1,16	-0,74	0,28	0,30	-0,12	-3,42	0,58	-2,09	1,13	-1,32	-3,71	-0,11	3,31	0,92	4,38	-1,84	nd
14. Dívida do OS (15+18)	0,53	-0,47	-0,39	0,32	-0,58	0,07	-2,66	0,64	-1,41	1,85	0,22	-2,22	1,78	0,78	-0,58	5,51	-4,79	-2,56
15. Dívida negociável (16+17)	0,46	-0,98	-0,94	0,97	0,14	-0,38	-2,23	0,35	-0,45	0,22	0,62	-1,99	1,48	0,27	-0,73	0,58	-0,72	-1,96
16. Fôros do tesouro	0,31	-0,12	-0,12	0,0	0,16	-0,44	-1,07	0,52	0,51	0,20	0,26	0,69	0,08	0,14	-0,01	0,11	-0,14	-0,27
17. Obrigações	0,09	-0,06	-0,81	0,97	-0,01	0,05	-0,35	-0,16	-0,96	0,82	0,36	-2,68	1,39	0,51	-0,71	0,47	-0,58	-1,60
18. Dívida não-negociável (19+20+21)	0,12	-0,29	0,55	-0,65	0,73	0,46	-0,44	0,28	0,95	1,62	-0,39	-0,23	0,31	0,51	0,14	4,92	-4,07	-0,60
19. Banco da Inglaterra	nd	nd	nd	nd	nd	0,54	-0,29	0,13	-0,80	1,56	0,02	-0,05	-0,35	0,07	0,14	4,85	-3,80	-0,88
20. Horas, notas e diversos	nd	nd	nd	nd	nd	-0,08	-0,14	0,14	-0,15	0,05	-0,42	-0,17	0,36	0,24	-0,10	-0,24	-0,48	0,99
21. Fôros para as caixas de poupança	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,10	0,32	0,21	0,10
22. Dívidas das LA e das PC	-0,32	-0,69	-0,35	-0,04	0,28	-0,20	-0,75	-0,85	-0,66	-0,72	-1,54	-1,50	-1,90	2,54	1,51	1,13	2,95	nd
23. Financiamento em divisas e pelos OS	1,23	1,18	1,87	-1,50	-1,22	-2,62	-1,17	-1,16	1,35	-0,58	0,35	-0,22	-1,89	-2,32	-1,32	-2,02	-1,81	nd
24. Dívida do OS (25+28)	1,34	1,25	2,04	1,24	0,21	-1,79	-0,56	0,55	4,87	-0,77	-0,24	-0,35	-1,41	-2,52	-1,13	-2,38	-1,27	nd
25. Dívida negociável (26+27)	-0,04	-0,18	-0,40	-0,14	0,02	-1,07	0,57	0,07	-0,41	-0,08	-1,39	-1,18	-0,11	-0,80	-1,17	-1,44	-2,22	-3,07
26. Fôros do tesouro	nd	nd	nd	nd	nd	-1,11	0,51	1,39	0,39	-0,09	-0,30	0,33	0,10	-0,14	0,0	-0,10	0,05	-0,24
27. Obrigações	nd	nd	nd	nd	nd	0,04	0,36	-0,32	-0,80	0,01	-1,08	-1,51	-0,11	-0,66	-1,16	-1,34	-2,27	-2,83
28. Dívida não-negociável (29+30)	1,39	1,43	2,44	-1,08	0,19	-0,72	-1,14	0,48	5,28	-0,69	1,14	0,83	-1,39	-1,72	0,03	-0,94	0,94	1,29
29. Horas, notas e diversos	1,46	1,31	1,04	-0,27	0,07	-0,99	-0,52	-1,68	-1,05	0,83	0,76	0,84	1,44	0,33	0,06	-0,82	-1,48	-2,63
30. Variações de reservas da EEA	-0,07	0,12	1,39	-0,81	0,12	0,28	-0,62	2,16	6,34	-1,52	0,38	0,0	-2,75	-2,06	-0,03	-0,92	2,42	3,93
31. Dívida das LA e das PC	-0,11	-0,07	-0,17	-0,26	-1,43	-0,83	-0,60	-1,71	-0,52	0,19	0,59	0,13	0,31	0,20	0,18	0,36	-0,54	nd
32. Transações do Banco da Inglaterra (33+34)	0,0	0,0	0,0	0,23	0,19	-0,15	-0,26	0,69	0,03	0,19	0,76	2,01	4,24	-0,34	3,14	-0,09	1,18	-2,67
33. Usinagens comerciais	0,0	0,0	0,0	0,23	0,19	-0,15	-0,26	0,69	0,03	0,19	0,76	2,01	4,24	-0,34	3,14	-0,09	1,18	-1,68
34. Variações no refinanciamento de créditos	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,67	-0,97
35. Arrecados bancários OS, LA e PC	0,66	0,02	0,82	0,08	0,1	0,0	0,35	0,21	-0,15	-0,09	0,48	0,48	0,16	0,32	0,30	0,88	1,07	nd

Legendas:

PSBR = Necessidade de empréstimos do setor público; NPPS = Setor privado não-bancário residente; OS = Governo central; LA = Empresas locais; PC = Empresas públicas; MS = Setor bancário ou monetário; OS = Setor de não-residentes; EEA = Departamento de Estatísticas da Inglaterra.

títulos públicos e a necessidade de financiamento do balanço de pagamentos, corroendo a eficácia dos instrumentos usuais das políticas monetária e fiscal. O peso das restrições cambial e fiscal levou o governo inglês a demandar uma linha de crédito ao FMI, na tentativa de minimizar os desequilíbrios fundamentais da economia inglesa. Como contrapartida o governo inglês teve que se submeter a um programa de controle do gasto público, diminuindo, progressivamente, a necessidade de endividamento do setor público; e, teve que mudar a sua política monetária no sentido de reduzir a expansão da oferta de moeda medida pelo agregado $M3$, como será analisado na seção III.2.2.

A submissão à estratégia de ajuste do FMI correspondeu a um esforço das autoridades monetárias de financiar a maior parte possível do déficit público através do setor não-bancário. A visão subjacente a essa estratégia era que existiria uma estreita correlação entre a necessidade de financiamento do setor público (FSBR) e a política monetária, a menos que o déficit fosse financiado pelo fundo de poupança pré-existente das famílias e instituições não-financeiras e financeiras não-bancárias. Entretanto, o financiamento dito não-monetário do setor público só poderia ser feito a taxas de juros cada vez mais elevadas, o que provocaria segundo as autoridades monetárias inglesas um *crowding out* do investimento privado. Mesmo assim, a partir de 1978, o setor público financiou-se,

basicamente, através das instituições não-bancárias. Apoiou-se, preponderantemente, sobre a dívida compulsória nos instrumentos da poupança nacional. A participação dos bancos foi bastante modesta, exceto em 1978 (39% do FBR) e em 1981-1982 (29%). De 1977 a 1983 observou-se um reembolso líquido de títulos do tesouro aos bancos. O financiamento através de empréstimos em divisas ou do exterior foi muito variável ao longo dos anos oitentas.

Visto a longo prazo, o acúmulo dos déficits fiscais nas décadas de 70 e de 80 moldou uma dívida global do setor público que atingiu, em termos nominais, 270 bilhões de libras em 1986 (Tabela 10). Essa dívida compreendia a dívida nacional em libras que, de 1970 a 1975, correspondia à metade da dívida global, representando 80% desta em 1986; os haveres oficiais - parte da dívida em libras de propriedade do próprio Estado, correspondendo a 20% da dívida total em 1975 e a 6% desta em 1986; e a dívida em divisas e títulos das empresas estatais. A dívida bruta global era, em média, 63% do PIB nos anos setentas, estabilizando-se na década seguinte em torno de 50% do produto bruto inglês. A queda da relação entre dívida pública e produto interno foi, entretanto, sempre acompanhada pela elevação do montante nominal da dívida, o que é explicado tanto pela inflação dos anos 70 quanto pelo crescimento da participação do serviço da dívida em seu valor total. Tal participação passou de 4,3% em 1970 para 6%

TABELA 10

DÍVIDA NACIONAL BRUTA DO GOVERNO CENTRAL INGLÊS

(Utilizes de C)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. Dívida global (3+5+6+7)	34,0	34,8	37,6	37,5	39,2	46,9	57,4	67,1	77,6	85,5	93,8	112,4	121,8	132,7	150,7	167,7	181,8	185,8
2. Dívida nacional (3+4+5)	33,1	33,3	36,0	37,0	40,1	45,4	56,4	67,1	78,9	86,6	95,2	112,1	119,1	127,2	142,6	158,0	171,4	183,8
3. Dívida nacional em £ no mercado	21,9	22,1	25,3	24,9	26,5	30,7	39,3	48,3	56,1	64,6	73,1	91,8	101,4	110,6	127,9	143,5	154,2	162,4
3.1 Bônus do Tesouro	1,4	1,0	1,3	1,4	1,1	2,7	4,8	3,6	2,6	2,2	2,3	1,4	1,1	1,3	1,4	1,2	1,3	2,0
3.2 Títulos do Estado	14,7	15,6	18,1	18,1	20,3	22,9	28,2	36,0	42,7	50,7	60,0	75,3	81,3	87,4	100,3	113,0	121,5	127,8
3.3 Poupança Nacional	3,6	3,6	4,0	4,1	4,0	4,0	4,3	5,3	5,8	7,1	7,9	11,6	15,3	17,7	20,2	22,4	23,7	26,6
3.4 Previsões p/Impostos	4,3	4,3	4,4	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,5	1,5	4,6	1,1	1,6	2,2	2,4	3,2	3,6	2,9
3.5 Dívida sem juros	1,8	1,6	1,4	1,1	1,2	1,1	2,0	3,4	4,1	3,1	2,1	2,2	1,8	1,7	2,9	3,2	3,5	3,5
3.6 Diversos	0,85	0,82	0,87	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,4	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	0,5	0,6	0,4
4. Haveres oficiais	8,9	9,1	8,8	10,2	11,7	12,8	13,6	14,4	18,2	17,7	18,2	17,2	14,4	14,0	12,2	11,6	13,1	17,5
4.1 Bônus do Tesouro	3,1	2,3	2,3	1,7	4,4	4,8	6,0	7,6	4,6	2,6	2,3	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6	0,8	0,5
4.2 Títulos do Estado	5,0	5,9	5,8	7,7	6,4	6,8	6,4	5,7	8,6	7,8	10,7	9,9	9,6	8,7	8,0	8,9	8,3	9,6
4.3 Diversos	0,8	0,9	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,1	5,0	7,3	5,2	6,7	4,0	4,6	3,5	4,1	4,0	7,4
5. Dívida em divisas	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,8	3,5	4,4	4,6	4,3	3,9	3,1	2,3	2,6	2,5	2,9	3,9	5,9
6. Outros	8,4	8,8	9,0	9,4	9,9	12,4	13,7	13,6	16,1	15,8	16,6	17,3	17,9	19,3	20,1	21,1	22,7	n.d.
6.1 Papel Moeda em Circulação	3,7	4,0	4,2	4,6	5,1	5,9	6,6	7,3	8,6	9,6	10,6	11,2	11,4	12,6	12,9	13,8	14,5	n.d.
6.2 Dívida Líquida com o B.C.	-	-	-	-	-	1,2	2,0	1,4	2,2	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,4	0,0	0,0	n.d.
6.3 Poupança Nacional fora da dívida	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1	3,3	3,1	3,4	3,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	n.d.
6.4 Juros sobre Poupança	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8	1,1	1,4	1,9	2,5	3,0	3,8	4,6	5,5	n.d.
6.5 Dívida com o Fundo das Caixas de Poupança	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	1,1	0,9	0,7	0,6	0,3	0,1	n.d.
6.6 Diversos	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	n.d.
7. Títulos das Estatals com aval do Estado	1,5	1,5	1,4	1,3	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	n.d.

Fonte: CERNEA.

em 1975 e 9,5% em 1982, estabilizando-se em 8% no restante da década de 80.

A dívida nacional junto ao mercado compreende as provisões para impostos, a dívida a curto prazo com o FMI, alguns dos instrumentos não-negociáveis da poupança nacional, os bônus do tesouro e, principalmente, as obrigações ou títulos do governo. Até 1970 essas obrigações equivaliam à metade da dívida total. Tal participação cresceu ao longo dos anos 70, atingindo 73% em 1976 e estabilizando-se em torno de 65% na década de oitenta. A dívida compulsória do Estado teve seu prazo de vencimento diminuído ao longo das duas últimas décadas. Em 1986, 32% tinha vencimento de até cinco anos, 39%, de cinco a quinze anos e 29%, de mais de quinze anos. Os bônus do tesouro, mesmo tendo importância para o financiamento do déficit em determinados períodos fiscais, são secundários no financiamento do estoque da dívida acumulada.

A participação dos instrumentos não-negociáveis da dívida - certificados e bônus de poupança, poupança contratual (*Save as You Earn*) e os depósitos na conta de investimento da Caixa Nacional de Poupança entre outros - passou de 42% para 25% da dívida nacional entre 1974 e 1986. Nesta rubrica, as provisões para impostos, os depósitos junto ao Fundo Nacional de Empréstimos e a dívida com o FMI são negligenciáveis.

Em média, 95% da dívida pública consolidada é emitida em libras e de propriedade de residentes. A dívida pública em moedas estrangeiras é essencialmente de propriedade de não-residentes que detêm, também, créditos em libras com o governo inglês. Considerando-se a dívida das três esferas do setor público em poder do mercado, observamos que dois terços da dívida das autoridades locais é, hoje, detida pelo Banco da Inglaterra, e o restante pelo Banco da Inglaterra e pelo Banco da Inglaterra central. Este detinha, também, a maior parte da dívida das empresas públicas: 73% em 1986.

Quanto à dívida global do setor público, o mercado dito não-monetário é o maior financiador do Estado. Em média, a metade da dívida nacional estava, em 1986, em seus *portfolios*: 20% com as seguradoras, 16,5% com os fundos de pensão públicos e privados e 14,7% com as sociedades de financiamento da construção civil. A maior parte é constituída de títulos com vencimentos de médio e longo prazos. O mercado dito monetário possuía, em média, 6% da dívida pública, participação, geralmente, constituída pelos investimentos compulsórios dos bancos e das *discount houses* com prazo de vencimento inferior a cinco anos. O restante da dívida era com as famílias (24,5%) e empresas industriais e comerciais (9,5%). Esta análise dos principais tomadores da dívida inglesa evidencia, como no caso dos Estados Unidos, que as operações com títulos públicos tornaram-se uma forma de ajuste patrimonial que transforma os excedentes

financeiros privados em títulos remunerados e negociáveis do tesouro britânico.

III.1.3. Alemanha.

A Alemanha apresenta duas peculiaridades que a distingue claramente do padrão anglo-americano no que tange à inter-relação monetário-fiscal. Primeiramente, a constituição da RFA impede o financiamento monetário do orçamento. Por isso, qualquer política fiscal expansiva era financiada por investimentos de longo prazo das instituições de crédito que eram, via de regra, somente negociados nos mercados monetário e interbancário por motivos de refinanciamento entre os bancos ou destes junto ao *Bundesbank*.

Em segundo lugar, porque o aparecimento de déficits fiscais só ocorreu na Alemanha a partir de 1973 e não constitui um fator de instabilidade financeira estrutural. Ao contrário, a diversificação dos instrumentos de financiamento do déficit público não alterou o perfil dos *portfolios* das instituições de crédito, que continuou, predominantemente, composto por títulos de médio e longo prazos não-negociáveis.

Observando a composição do déficit segundo as categorias de aplicadores (tabelas 11, 12 e 13), o sistema

TABELA 11

COMPOSIÇÃO DO FINANCIAMENTO DO DÉFICIT FISCAL NA RFA

(bilhões DM)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Sistema Bancário	5,3	9,8	8,3	11,9	12,4	49,8	26,4	29,1	36,8	30,7	25,8	51,1	38,9	19,3	21,6	17,7	3,9
Bundesbank	-3,9	-0,4	-2,0	2,4	-1,3	2,7	-1,7	-1,2	1,2	-1,1	3,3	2,2	-1,8	1,4	-1,3	-2,5	3,6
Inst. Crédito	5,7	10,2	10,3	9,5	13,7	47,1	28,1	30,3	35,8	31,8	22,5	48,8	40,8	17,9	22,1	20,2	0,3
Agentes não-banc. residentes	2,7	4,3	6,1	2,2	3,2	19,8	7,4	7,8	4,4	7,9	6,8	0,6	17,7	22,3	14,1	7,3	2,0
Previdência Social	-4,9	0,8	0,6	0,2	1,3	2,5	-5,4	4,0	-0,2	-0,05	0,5	0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7
Outros	3,2	3,5	5,5	2,0	1,9	8,3	12,9	3,7	4,6	8,0	6,3	0,5	17,7	22,5	14,8	8,0	2,7
Exterior	-0,07	0,3	1,1	0,5	0,8	2,8	6,4	0,5	1,0	4,4	22,0	25,2	12,5	15,3	10,1	17,6	35,7

Fonte: CERNEA.

TABELA 12

COMPOSIÇÃO DA FINANCIAR

DÉBITA PÚBLICA NA RFA

(bilhões DM)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Sistema bancário	89,1	98,9	107,3	119,3	131,7	181,5	207,9	237,0	273,8	304,6	330,5	381,6	420,5	439,8	461,4	479,2	493,0
<i>Bundesbank</i>	11,5	11,1	9,1	11,5	10,2	12,9	11,1	9,9	11,1	10,0	13,4	15,7	13,8	15,3	14,0	11,6	15,0
Instituições de crédito	77,6	87,8	98,2	107,8	121,5	168,5	196,7	227,0	262,7	294,6	317,1	365,9	406,7	424,5	447,4	467,6	478,0
Agentes não-bancários residentes	35,2	39,5	45,7	47,9	51,1	62,0	69,4	77,2	81,7	89,6	96,5	97,1	114,9	137,2	151,3	158,6	168,0
Previdência social	6,3	7,1	7,7	8,0	9,3	11,8	6,3	10,3	10,1	10,1	10,6	10,7	10,7	10,5	9,8	9,1	8,0
Outros	28,9	32,4	38,0	39,9	41,8	50,1	63,1	66,9	71,6	79,5	85,9	86,4	104,2	126,7	141,5	149,5	160,0
Exterior	1,5	1,8	3,0	3,6	4,4	7,2	13,6	14,1	15,1	19,6	41,6	66,8	79,3	94,6	104,7	122,3	158,0
TOTAL	125,8	140,4	156,0	170,8	187,2	250,8	291,0	328,4	370,8	413,9	468,6	545,6	614,8	671,7	717,5	760,1	801,0

Fonte: CERNEA.

TABELA 13

MODALIDADES DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA ALEMÃ

(bilhões DM)

Instrumentos	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
- Avanços do B.C. e créditos especiais	2,7	2,4	0,4	2,8	1,2	0,3	1,8	0,9	0,1	0,3	2,4	4,7	1,4	0,9	2,4	0,2	2,9
- Bônus do Tesouro (<i>V. Schätze</i>)	1,7	1,7	1,4	1,0	5,3	12,2	8,4	8,5	8,6	8,1	6,0	9,1	16,0	15,5	10,2	9,8	8,2
- Bônus do Tesouro com juros	3,2	2,6	2,4	1,8	2,0	6,4	11,2	20,0	25,3	21,3	18,5	12,2	12,2	19,7	21,9	25,7	33,3
- Títulos Federais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6	8,6	20,0	34,3	47,3	61,2	72,0	80,1
- Bônus de Poupança do Tesouro	-	1,6	4,2	3,0	4,7	9,8	14,5	22,0	24,7	26,6	24,0	13,8	13,5	15,9	21,1	25,9	28,1
- Empréstimos	17,5	18,7	20,8	24,8	26,2	30,9	37,6	41,5	45,2	54,2	54,7	55,5	66,3	77,3	90,6	109,9	143,2
- Empréstimos diretos das instituições de crédito	59,5	70,6	81,8	92,0	102,9	144,8	175,5	195,2	227,1	262,1	305,7	378,9	417,1	437,9	456,3	464,9	457,1
- Empréstimos da Seguridade Social	1,7	2,7	2,8	3,3	4,6	6,2	2,8	10,3	10,1	10,1	10,6	10,7	10,7	10,5	9,8	9,1	8,4
- Diversos																	
Total da dívida pública	125,9	140,4	156,1	170,6	187,3	250,8	291,1	320,5	370,8	413,9	448,6	545,6	614,8	671,7	717,5	760,2	801,9

Fonte: Relatórios Mensais do *Bundes*
 Elaboração: CERNEA.

bancário, o *Bundesbank* e as instituições de crédito foram responsáveis por 70% de seu financiamento nos anos 70 e por 43% durante os seis primeiros anos da década de oitenta. A elevada participação das instituições de crédito nos anos 70 explica-se pela importância que estas tiveram entre 1973 e 1979, quando o menor volume de demanda privada por crédito bancário liberou as reservas destas instituições para o financiamento público. Tratavam-se de créditos diretamente negociados entre o Estado e as *Länder* e os bancos - *Schuldscheindarlehen* - que captavam recursos junto ao público através da emissão de certificados de obrigações bancárias, refinanciando, assim, seus créditos ao governo. Nos anos 80, a perda de participação do financiamento bancário é compensada pelos financiamentos do exterior, 33% em média, e das famílias e instituições de seguro, 19%.

O financiamento realizado pelas instituições de crédito foi, como referido acima, realizado com base em títulos de médio e longo prazos. Os únicos títulos de curto prazo são os bônus do tesouro, que são negociáveis e de três tipos: os *Schatzwechsel* e os *Ü. Schützes* são colocados junto aos bancos e têm período de vencimento variando de 30 a 90 dias e de dois meses e quatro meses, respectivamente. São emitidos em intervalos irregulares, a preços uniformes e com taxas pré-fixadas. A participação desses títulos no financiamento do déficit público é bastante variável mas, em média, respondem por 11% das necessidades totais de

empréstimos do governo. Em 1975, foram criados os *Finanzierungschätze*, destinados às famílias, com prazo de vencimento de dois anos, não-negociáveis e com juros também pré-fixados.

As *Kassenobligationen* são títulos do tesouro com vencimento de três a cinco anos, colocados pelo *Bundesbank*, a partir de 1967, para subscrição pelos bancos e, igualmente, pelos investidores institucionais não-bancários; têm uma baixa participação (1,4%) no financiamento do déficit. As obrigações federais - *Bundesobligationen* - apareceram em dezembro de 1979; são negociáveis, têm prazo de vencimento de cinco anos e destinam-se às pessoas físicas. Existe um mercado secundário ativo para a transação dessas obrigações submetido à regulação do *Bundesbank*; permitem financiar, em média, 19% do déficit orçamentário. Depois de 1969, o tesouro passou a emitir os *Bundeschatzbriefe*, que são títulos de poupança de seis anos com pagamento anual de juros, ou de sete anos com capitalização dos juros; respondem por 6% do financiamento do déficit alemão. Por fim, existe um título não-negociável, cujo prazo de vencimento varia de um a vinte e cinco anos. São os certificados da dívida pública ou empréstimos compulsórios ao governo - *Schuldscheindarlehen* -, colocados junto aos bancos com rendimento fixo anual; constituíram, até 1986, o principal instrumento de financiamento do déficit. A partir desse ano verificou-se

por parte das autoridades governamentais, uma tendência a transferir financiamento público dos bancos para os agentes não-financeiros com o intuito de diminuir a liquidez do sistema bancário. Explica-se, assim, a redução desses títulos e a elevação dos empréstimos das instituições não-bancárias e do exterior no financiamento público.

Pode-se distinguir três fases da dívida pública alemã. A primeira, estendendo-se até 1974, foi marcada por um baixo nível de endividamento público no mercado de crédito. A relação entre dívida pública e PIB manteve-se, em média, em torno de 19%. A segunda, de 1975 a 1985, caracterizou-se por uma elevação significativa daquela relação, cuja média do período foi de 33%, atingindo 41% em 1985. A redução dos déficits públicos depois de 1982 só se refletiu no estoque da dívida em 1986, quando se iniciou uma terceira fase, caracterizada por quedas no déficit e na dívida, que se estenderia até a unificação das duas Alemanhas. O crescimento do estoque da dívida foi acompanhado de uma elevação do peso dos juros na dívida global e nos déficits anuais. A participação dos juros, entretanto, não declina com a diminuição dos déficits anuais.

III.1.4. França.

O financiamento público na França apresenta também singularidades em relação ao padrão anglo-americano. Enquanto este se assenta na emissão de títulos negociáveis, que constituem um instrumento vital à dinâmica do mercado monetário-financeiro, o modelo francês de financiamento público caracterizava-se, até meados da década de oitenta, por um volume reduzido de emissão de títulos do tesouro, cujo estoque não alimentava a intermediação financeira. Esta diferença é explicada, sobretudo, pelo arcabouço institucional francês, que articulava, no centro do processo de gestão monetário-fiscal, o Banco da França, o tesouro e um conjunto de intermediários financeiros públicos com funções compulsórias de financiamento do próprio tesouro e de prestador estrutural do mercado monetário.

A *Caisse des Dépôts et Consignations*, o *Crédit Foncier* e o *Crédit Agricole* constituem o principal do chamado "circuito do tesouro". Trata-se de uma rede de intermediários financeiros em que cada um dos participantes controla uma linha de crédito específica, manipulando, em conjunto, um volume importante de depósitos, dos quais parte significativa destina-se à subscrição da dívida pública. Esta é, em grande medida, financiada por bônus do tesouro, com prazo máximo de vencimento de 90 dias,

que lastreiam o refinanciamento bancário realizado principalmente pela *Caisse des Dépôts*.

O interbancário francês é financiado a larga medida pelo "circuito do tesouro", que passa obrigatoriamente pelo Banco da França. No período 1971-1985, o financiamento dos bancos no interbancário equivaleu a 2/3 das necessidades globais de refinanciamento, e o 1/3 restante foi efetuado diretamente pelo banco central. O mercado monetário francês, a partir dos anos 70, passou a ter, assim, dois compartimentos. O primeiro é o interbancário, que responde pela função de compensação entre os intermediários financeiros, onde a *Caisse des Dépôts* joga um papel determinante de prestador estrutural juntamente com a *Caisse National de Crédit Agricole*, com a *Caisse Centrale des Banques Populaires* e com a *Caisse Central de Crédit Mutuel*. A taxa de juros prevalecente nesse segmento é determinada pela estratégia das autoridades monetárias para o preço do crédito oferecido pelas instituições do "circuito", como se verá na seção III.2.4. O segundo compartimento é o Banco da França. A taxa de juros emergente deste segmento é aquela relativa ao lançamento dos bônus do tesouro. O funcionamento integrado desses dois compartimentos torna a taxa de juros do mercado monetário o preço do refinanciamento das instituições financeiras e, neste contexto, os bônus são demandados como instrumentos deste refinanciamento.

O financiamento do gasto público através de adiantamentos do Banco da França e do "circuito do tesouro", com base em títulos de curto prazo (bônus), aliado à pequena dimensão dos déficits orçamentários até 1974, explica o volume reduzido do estoque da dívida pública ao longo do tempo e a especificidade da intermediação financeira na França. Mesmo após 1975, quando os déficits elevaram-se, o volume de títulos públicos de médio e longo prazos emitidos pelo tesouro não os transformou num instrumento privilegiado do mercado financeiro como nos Estados Unidos e na Inglaterra. O volume relativamente reduzido das emissões de títulos negociáveis do tesouro é, assim, um elemento constitutivo de distinção entre o sistema financeiro francês e o anglo-americano.

Pode-se distinguir três períodos na evolução do déficit francês: de 1966 a 1974; de 1975 a 1980 e de 1981 em diante (tabela 14). O governo francês perseguiu durante a primeira fase uma estratégia de equilíbrio fiscal, o que foi, em parte, propiciado pelo crescimento do volume de recursos manipulados, resgatando, progressivamente, sua dívida em relação ao sistema financeiro. O ano de 1975 marca uma descontinuidade no comportamento do déficit público. De um superávit de 4,3 bilhões, em 1974, passou-se a um déficit de 43 bilhões de francos franceses. Nessa conjuntura, as autoridades governamentais utilizaram-se do financiamento

TABELA 14

FINANCIAMENTO DO DÉFICIT FISCAL 1970-1985

(bilhões FF)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Déficit de gestão	3,69	-3,89	4,26	7,17	4,31	-43,01	-18,89	-20,63	-27,39	-29,30	-35,62	-69,25	-82,89	-147,13	-143,25	-157,60
Financiamento não-monetário																
Empréstimos a longo prazo	-2,26	-2,00	-1,33	3,43	-3,57	-9,07	-4,09	4,09	9,62	12,16	27,51	16,15	27,95	44,50	73,70	89,50
Bônus "sur formule"	0,96	1,72	1,91	0,86	-3,40	0,53	5,50	3,88	1,98	2,61	0,96	-1,00	-2,39	-3,04	-2,84	-2,22
Correspondentes não-monetários e diversos	-1,33	1,65	-1,99	-2,38	-8,44	15,69	6,16	11,30	12,00	0,20	19,96	12,92	41,31	36,48	53,87	73,36
Financiamento monetário																
Depósitos de cheques postais	2,29	3,30	3,89	4,02	7,48	4,71	4,70	5,60	10,26	6,20	7,40	10,62	9,65	7,40	3,37	9,25
Fundos particulares	0,03	0,06	0,47	0,23	0,93	0,47	0,40	0,36	0,54	0,85	1,02	1,15	1,59	0,91	1,61	0,40
Bônus em conta corrente do sistema bancário	-0,87	-0,93	-2,85	-10,34	-0,47	29,10	0,42	-0,07	14,80	-1,23	-11,42	35,68	54,98	21,13	27,61	-13,56
Operações com o Banco da França	-2,51	0,09	-4,36	-2,93	3,16	1,58	5,80	-5,42	-21,81	8,51	-9,81	-13,39	-50,20	139,67	-14,09	0,93
TOTAL	-3,69	3,89	4,26	-7,17	-4,31	43,01	18,89	20,63	27,39	29,30	35,62	69,25	82,89	147,13	143,25	157,60

Fonte: Conselho Nacional do Crédito; Evolução do Orçamento do Estado de 1974 a 1977.

Elaboração: CERNEA.

monetário e, mais particularmente, da liquidez bancária para cobrir o déficit; 81% dos meios de financiamento foram levantados através da subscrição de bônus do tesouro pelos bancos. De 1976 a 1980 os déficits tornaram-se mais moderados e continuaram a ser financiados através da emissão de bônus do tesouro, embora o Estado tentasse diversificar seus instrumentos de financiamento emitindo obrigações do tesouro com prazos mais longos.

Foi, entretanto, a partir de 1981, quando o déficit ultrapassou 3% do PIB, que começaram a ocorrer mudanças na forma de financiamento do déficit público. Tais modificações foram condicionadas tanto pela elevação das taxas de juros reais no mercado internacional, quanto pela necessidade de diversificação dos instrumentos de financiamento público em face das exigências cada vez mais diferenciadas dos principais demandantes. Foram criadas: as obrigações assimiláveis do tesouro (OAT), com taxa de remuneração fixa ou renegociável anualmente, com opções de troca (taxas fixas por taxas variáveis e vice-versa) e com possibilidades de reembolso antecipado ou de prorrogação; e as obrigações renováveis do tesouro, com duração de seis a oito anos, negociáveis ao final do terceiro ano por novas obrigações. A colocação desses novos instrumentos junto ao público em geral elevou a participação dos títulos de médio e longo prazos na dívida pública acumulada, não chegando, todavia, a comprometer o padrão básico de financiamento do

Estado e da economia, padrão esse que tem a ver com o comportamento dos principais detentores da dívida, e com a adaptação da gestão monetário-fiscal a nova realidade dos anos oitentas, conforme tratado na seção III.2.4.

O exame da evolução da dívida pública a partir dos anos 70 evidencia duas principais categorias de detentores, cujos comportamentos modificam-se ao longo do período: o "circuito do tesouro" e os bancos (tabela 15). As famílias, as empresas e os investidores institucionais tiveram participação muito pequena no financiamento público. Na realidade, a dívida foi, basicamente, financiada pelos intermediários financeiros, cuja participação no financiamento da dívida aparece sob duas formas: através dos depósitos compulsórios dos estabelecimentos pertencentes ao "circuito do tesouro"; e da subscrição voluntária de bônus do tesouro e aquisição destes títulos no interbancário por estas mesmas instituições. A participação dos depósitos compulsórios foi preponderante até 1977, correspondendo a 40% da dívida. Hoje, está em torno de 30%.

A queda da participação dos intermediários do "circuito" foi acompanhada pela elevação da participação dos bancos, que subscrevem bônus do tesouro e detêm títulos de médio e longo prazos. Sua participação é em torno de 15% das necessidades totais de financiamento.

TABELA 15

ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA FRANCESA

(bilhões FF)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Dívida a médio e longo prazos	20,35	18,50	17,28	31,93	45,37	37,22	31,99	39,32	42,82	71,15	117,10	144,25	202,77	246,61	321,06	409,93
Dívida interna	17,35	16,05	15,18	30,36	44,08	36,33	31,33	38,88	42,56	70,95	117,11	144,25	202,65	246,47	320,92	409,79
Dívida externa	3,08	2,45	2,10	1,57	1,28	0,89	0,66	0,44	0,26	0,20	0,09	-	0,12	0,14	0,14	0,14
Dívida de curto prazo	71,37	71,12	62,12	47,44	43,66	82,65	95,51	106,44	135,19	146,66	145,41	201,50	286,91	337,23	281,41	410,31
Bônus "sur formule"	32,07	33,78	35,69	36,55	33,16	33,68	39,18	43,06	45,04	47,66	48,62	46,74	44,34	41,30	38,46	36,24
Bônus em conta corrente	32,65	31,04	20,20	4,13	3,62	43,93	52,24	58,08	80,82	88,93	82,98	139,73	225,41	266,65	315,41	337,08
Bônus subscritos p/externo	6,65	6,30	6,23	6,76	6,88	5,04	4,09	5,30	9,33	10,07	13,81	15,03	17,16	29,28	31,54	36,89
Depósitos dos correspondentes	63,56	75,29	85,43	95,61	105,03	107,93	117,13	129,25	142,84	150,95	163,15	175,36	197,33	212,37	249,71	279,90
Endividamento líquido junto ao Banco da França	6,78	6,21	3,48	0,73	3,02	4,64	10,45	5,03	-16,77	-8,25	-14,06	-31,45	-81,65	-41,98	-56,07	-55,14
Diversos	2,50	3,13	3,74	4,03	4,44	5,05	5,77	7,10	8,33	9,95	6,05	9,4	-	-	-	-
TOTAL	164,56	174,25	172,05	179,74	201,52	237,49	260,85	287,14	318,41	370,86	417,75	499,06	605,75	754,23	900,10	1039,9

Fonte: CERNEA.

III.2. Bancos Centrais e Mercado Monetário-Financeir

A prática de intervenção dos principais bancos centrais, até os anos 60, era controlar as variações das reservas bancárias de seus respectivos sistemas financeiros nacionais e fixar a taxa de juros de base, e regular o nível de suas reservas internacionais, mantendo a capacidade de ajustar o balanço de pagamentos. A regulação das reservas nacionais e internacionais capacitavam os bancos centrais para o controle da expansão da liquidez primária das economias nacionais, ou seja, da base monetária. Conseqüentemente, do ponto de vista das autoridades monetárias, a moeda de banco central podia ser tratada como exógena ao sistema financeiro. Vale dizer, a política monetária, regulando as reservas bancárias e definindo taxas de juros de referência para o mercado, era capaz de contrapor-se à endogenia característica do crédito bancário através da regulação da base monetária.

O surgimento de um circuito privado de reservas financeiras em eurodólares, o regime de câmbio flutuante e as inovações financeiras dos anos 80, colocaram, progressivamente, sérias restrições à capacidade reguladora dos bancos centrais que, não raramente, anularam a eficácia pretendida para as políticas monetárias nacionais, as quais se tornaram cada vez mais acomodáticas aos movimentos do mercado financeiro internacionalizado e interdependentes do

ponto de vista dos principais bancos centrais. As políticas monetárias nacionais tiveram que "correr atrás" e muitas vezes, "remar contra o vento" da liquidez privada, na tentativa de minimizar as contradições entre os seus objetivos principais nas duas últimas décadas: busca de estabilidade simultânea para a moeda e para o câmbio. Nessa procura, os principais bancos centrais mudaram seus enfoques e formas de intervenção, o que procurarei discutir nesta seção.

III.2.1. O FED e a política monetária americana.

As práticas de intervenção das autoridades monetárias dos Estados Unidos, durante as duas últimas décadas, evidenciam três movimentos distintos na tentativa de controlar o comportamento da liquidez sistêmica e, dessa forma, de minimizar a instabilidade do dólar e viabilizar o financiamento dos desequilíbrios fiscal e do balanço de pagamentos. De 1970 a 1979, o FED estabeleceu como alvo da política monetária de ajuste a taxa de juros do interbancário, do *Federal Funds Market*. De 1979 a 1982, o alvo da política monetária passou a ser o controle das reservas não-emprestadas do sistema bancário⁽⁵⁾. Tal

(5) Nos Estados Unidos, as reservas não-emprestadas são aquelas fornecidas pelo FED mediante compra de títulos no mercado aberto. As reservas emprestadas são aquelas obtidas pelos bancos junto ao FED através do redesconto. O somatório das reservas emprestadas com as não-emprestadas constitui as reservas totais. Existem, ainda, as reservas compulsórias, que compõem o compulsório dos bancos; e as reservas livres que representam o excesso das reservas excedentes nos bancos sobre o total das reservas emprestadas junto ao redesconto. As reservas livres, que constituem, por definição, a diferença entre as reservas excedentes e aquelas

procedimento, como veremos adiante, determinou grande flutuação das taxas de juros do interbancário (tabelas 1 e 17), instabilizando fortemente o sistema de crédito, sendo, por isso, abandonado. A partir de 1983, o FED recriou o procedimento de regulação da taxa de juros e das reservas emprestadas de seus bancos afiliados.

Durante os anos 70, a taxa do interbancário foi o principal instrumento de operacionalização da política monetária. Tratava-se de fixar um intervalo para a variação da taxa de juros do *Federal Funds*, durante um determinado período, compatível com a expansão de liquidez primária desejada. Supunha-se que sob a vigência desse procedimento as metas programadas para as reservas seriam atingidas, pois a oferta de crédito e o volume de depósitos bancários seriam elásticos às variações da taxa do interbancário. Permanecendo esta taxa no intervalo permitido de variação, as taxas de juros para empréstimos e sobre os depósitos dos bancos seriam por eles discricionariamente administrados. Assim, mudanças na demanda por crédito determinariam, simultaneamente, variações na rentabilidade dos ativos dos bancos, em seus depósitos e em suas reservas.

Na realidade, o objetivo de controlar a oferta de moeda através desse procedimento foi impossível de ser

obtidas no redesconto, são, também, iguais à diferença entre as reservas adquiridas no mercado aberto e o recolhimento compulsório.

TABELA 17

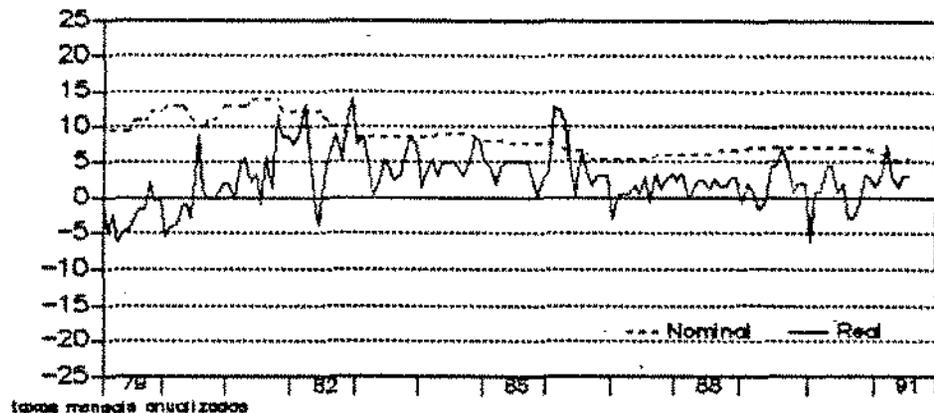
TAXA DE JUROS REAL NOS ESTADOS UNIDOS (%)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa de desconto	-2,83	-2,90	-0,52	-0,40	1,73	0,55	-0,42	1,53	2,21	5,13	3,54	3,84	3,53	2,19	2,43	2,10
Taxa do Interbancário	-0,35	-3,06	-0,31	-0,83	-0,30	-0,16	-0,10	5,50	5,75	5,79	5,68	4,42	4,81	2,83	3,50	4,21
Prime Rate	-0,10	-1,20	0,98	0,36	1,32	1,15	1,57	7,76	8,20	7,35	7,42	6,19	6,33	4,33	5,14	5,84
Taxa da Treasury Bill	-2,72	-3,06	-0,76	-1,09	-0,38	-1,20	-1,64	3,41	4,30	5,25	5,05	3,83	3,99	2,03	2,59	3,15
Taxa sobre Obrigações de Médio Prazo do Governo	-2,77	-1,53	0,91	0,24	0,61	-1,49	-1,70	3,74	6,37	7,22	7,27	5,91	5,06	3,80	4,10	3,57
Taxa sobre Obrigações de Longo prazo do Governo	-3,00	-0,89	1,91	1,16	0,80	-1,74	-1,78	3,26	6,45	7,76	7,88	6,85	5,67	4,49	4,69	3,53

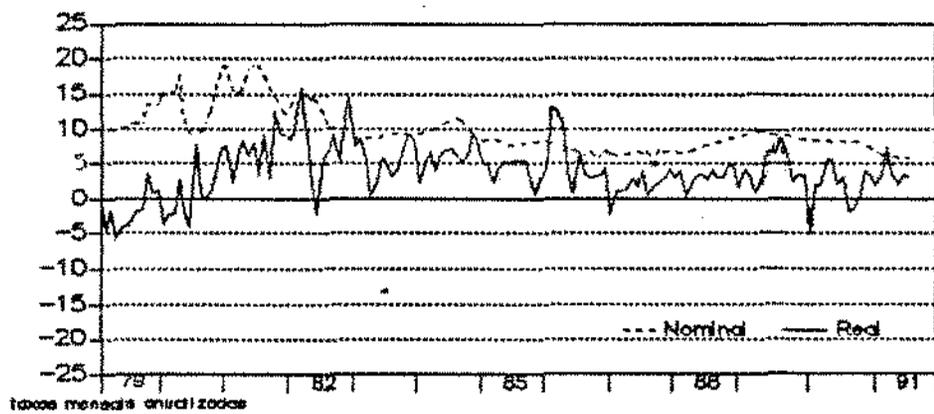
Fonte: FMI - International Financial Statistics para taxas de juros.

OCDE - Main Economic Indicators para índice de preços usado como deflator.

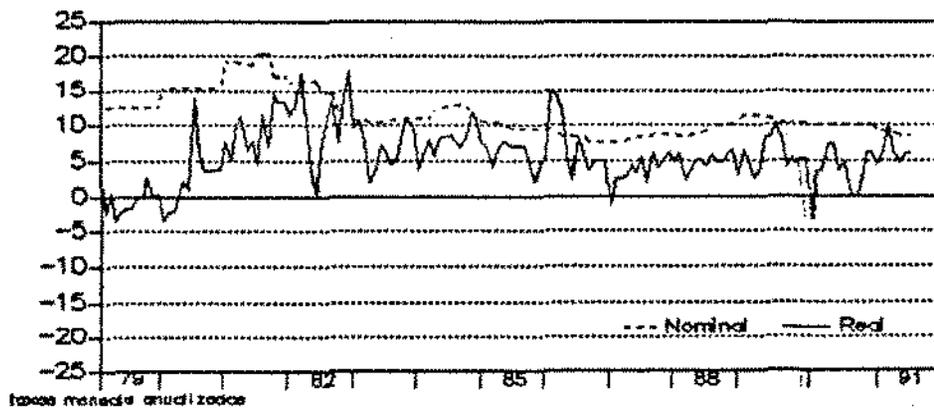
G III.21.1. EUA
 Taxas de Juros sobre Empréstimos
 Discount Rate



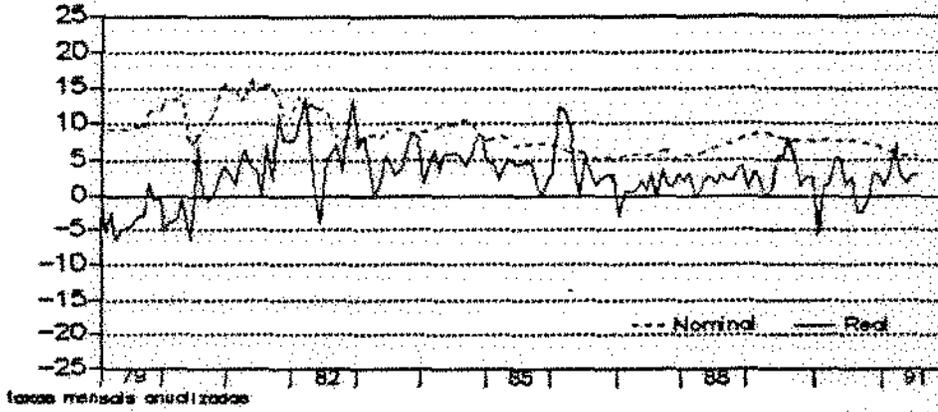
G III.21.2. EUA
 Taxas de Juros sobre Empréstimos
 Federal Funds



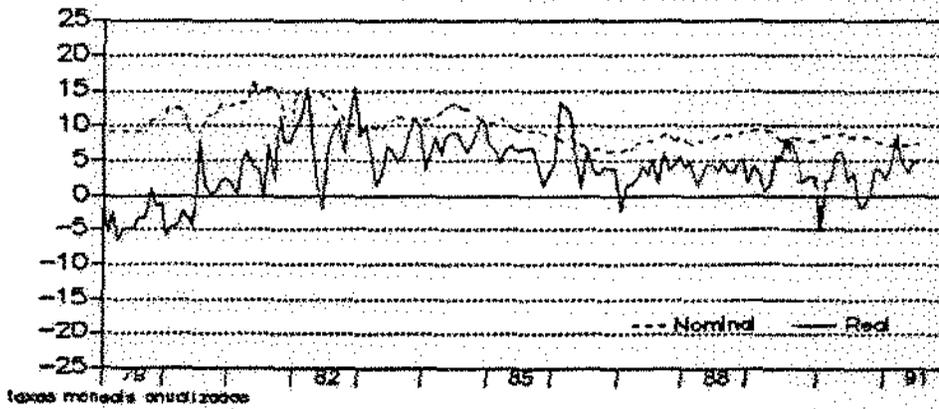
G III.21.3. EUA
 Taxas de Juros sobre Empréstimos
 Lending Rate



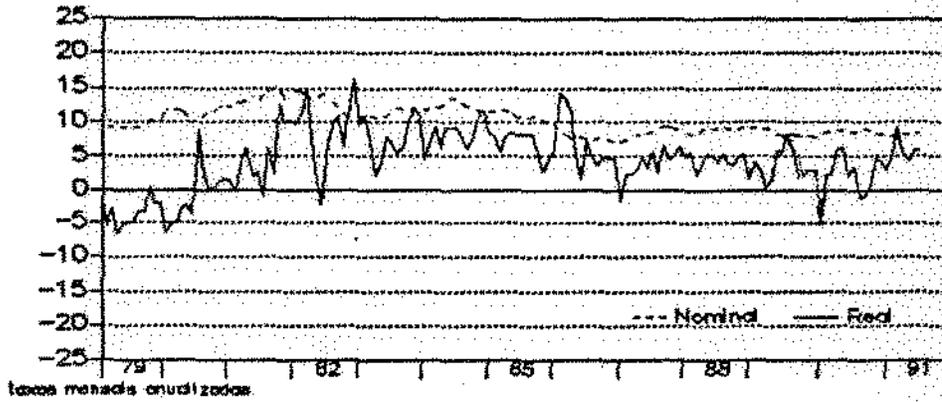
G III.21.4. EUA
 Taxas de Juros para Depositos
 Treasury Bill



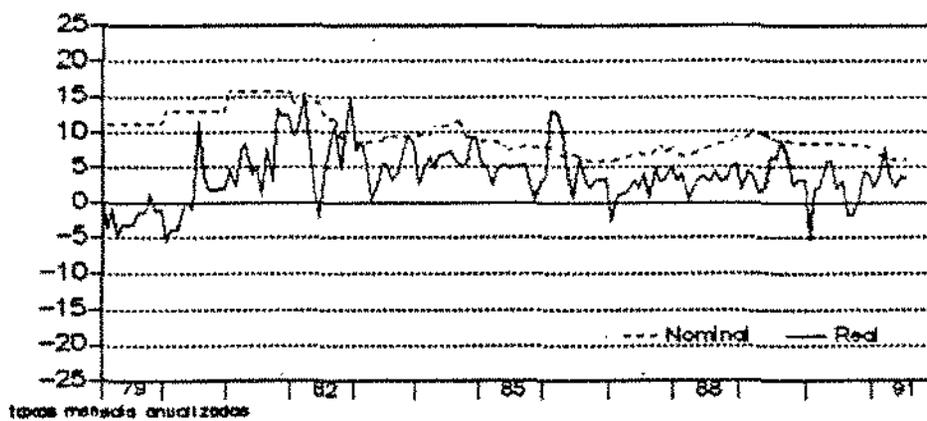
G III.21.5. EUA
 Taxas de Juros para Depositos
 Bond - Medio Prazo



G III.21.6. EUA
 Taxas de Juros para Depositos
 Bond - Longo Prazo



G III.21.7. E U A
Taxas de Juros para Depósitos
Deposit Rate



atingido. O FED esforçou-se para predizer o comportamento da oferta monetária correspondente ao intervalo de variação fixado para os juros no interbancário, mas a baixa elasticidade-juros da demanda por crédito bancário bloqueava as tentativas de controle da expansão monetária. Além disso, a existência de um mercado de eurodólares criava por si só o potencial de liquidez para validar uma criação endógena de moeda, sempre que houvesse desequilíbrio em transações correntes, como era o caso dos Estados Unidos.

Descontrole da expansão monetária, inflação ascendente, taxas de juros reais negativas e especulação violenta contra o dólar determinaram, em outubro de 1979, uma mudança radical na condução da política monetária por Paul Volcker. O FED anunciou que, dali em diante, se concentraria no controle do crescimento da oferta monetária, em vez de tentar estabilizar a taxa de juros em qualquer nível específico. Segundo descrição do próprio FED (Moore, 1980), tratava-se de estabelecer uma taxa de crescimento desejada para M_1 e M_2 durante alguns meses, compatível com a taxa de crescimento anual projetada para a oferta de moeda.

Tal procedimento desembocava, na prática, na fixação de objetivos semanais para a evolução das reservas bancárias totais. Paralelamente o FED indicava, para sua mesa de *open market*, um intervalo de variação para as taxas do *Federal Funds*, para que estas fossem estabilizadas a um

nível compatível com objetivos de crescimento da oferta de moeda a curto prazo. Em seguida, o FED estipulava o nível desejado de empréstimos aos bancos pela *discount window*. A trajetória planejada para o instrumento básico de operação da política monetária - as reservas não-emprestadas, - era derivada subtraindo as reservas emprestadas estimadas das reservas totais previstas. A trajetória prevista para as reservas totais, por seu turno, era derivada do objetivo de crescimento da oferta de moeda decorrente de estimativas para as reservas compulsórias e voluntárias ou livres dos bancos, realizadas semanal e mensalmente para evitar variações aleatórias imprevisíveis.

A consequência imediata de adotar, como alvo da política monetária, as reservas não-emprestadas, foi uma grande volatilidade das taxas de juros. O controle das reservas não-emprestadas determinava que quaisquer desvios da moeda de sua trajetória planejada alteravam as condições interbancário. Nesse contexto, o FED podia realizar mudanças discricionárias nas metas previstas para as reservas não-emprestadas e na taxa de redesconto, em resposta a quaisquer desvios dos objetivos estabelecidos para a variação do estoque de moeda. O FED podia, também, alterar a relação entre reservas obrigatórias e depósitos bancários. Essa prática de ter como variável-alvo da política monetária as reservas não-emprestadas, condicionou uma mudança no comportamento dos bancos. Sempre que houvesse

overshoots ou *undershoots* no crescimento efetivo oferta de moeda em relação à meta anunciada pelo FED, o sistema bancário mudava seus níveis efetivos de empréstimo junto a *discount window* do FED, o que era acompanhado por movimentos abruptos nas taxas de juros.

Como coloca Moore(1988:123) "qualquer elevação na taxa de juros do interbancário em relação à taxa de redesconto induzia as instituições afiliadas a elevarem seus empréstimos junto a *discount window*, aumentando, assim, as reservas totais. Como não se esperava que as instituições afiliadas recorressem continuamente ao redesconto, essa mudança de procedimento elevou progressivamente os "custos de uso" da *discount window*.

Assim, a introdução das reservas não-emprestadas como variável-alvo de política permitiu o aparecimento de um duplo mecanismo de pressão sobre as taxas de juros. Desvios das metas para expansão da oferta monetária elevavam o nível de reservas requeridas pelos bancos. Como o nível de reservas não-emprestadas estava sob controle da autoridade monetária, tais desvios acabavam por elevar o redesconto bancário. Durante esse processo de acomodação, as taxas do interbancário também se elevavam em relação à taxa de redesconto, de forma que taxas de juros mais elevadas comprimiam os níveis de empréstimos e depósitos bancários. De outubro de 1979 a outubro de 1982, esse procedimento

induziu uma elevação das taxas de juros de curto prazo de 9% para 19%. O crescimento da oferta de moeda, do crédito e dos depósitos bancários mostraram-se, também, bastante voláteis, refletindo a mudança efetivada na condução da política monetária.

A partir do último trimestre de 1982, capeado o temporal da crise financeira global, aquela política foi abandonada, retornando-se, progressivamente, ao procedimento usual de ter como alvo da política monetária o controle das reservas emprestadas através de operações de mercado aberto. Na realidade, essa reorientação decorreu, em primeira instância, da capacidade do FED de retomar o controle sobre o sistema monetário internacional, bancando, em última instância, a posição dos bancos americanos, superexpostos que estavam na crise da dívida externa de 1982. Como uma racionalização *a posteriori* foi reconhecida a impossibilidade de regular a liquidez do sistema monetário internacional através da determinação da oferta de moeda num mundo de inovações financeiras, de desregulamentação dos mercados de crédito e de internacionalização dos fluxos privados de capital.

Tais "novidades" alteraram a velocidade de circulação da moeda e a composição dos principais agregados monetários, impossibilitando qualquer política para controlá-los. As reações da política monetária aos

movimentos da liquidez sistêmica tendem, necessariamente, a ser mais flexíveis e acomodatócias no sentido de poder desconsiderar seus limites diante do potencial exógeno de criação creditícia, e no sentido de que a oferta primária de moeda é somente um dos componentes da estrutura de liquidez sistêmica, cada vez mais ampla, internacionalizada e fora do controle direto das autoridades monetárias.

III.2.2. Banco da Inglaterra: um caso de política monetária acomodatória.

A política monetária inglesa, durante as duas últimas décadas, revelou um duplo constrangimento. O primeiro, refere-se às relações existentes entre o Banco da Inglaterra e o tesouro. O banco central daquele país, além de conduzir a política monetária, deve operacionalizar a política fiscal, financiando o tesouro, o que, não raras vezes, ensejou conflitos entre as posições das duas instituições. O segundo, com respeito ao fato da *City* de Londres ter se tornado, no final dos anos 60, o centro do mercado *offshore* de capitais, o que condicionou, desde essa época, perda gradativa de eficácia dos instrumentos usuais de política monetária.

A flutuação cambial e a liberalização do mercado financeiro londrino em outubro de 1979 sublinhariam, ainda mais, os limites da regulação monetária nacional em um novo

contexto. Esse processo de desregulamentação do capital financeiro viria a ter duas conseqüências importantes para a condução do ajuste monetário-fiscal dos anos 80. A abolição dos controles de câmbio diminuiu as possibilidades de divergências entre as taxas de juros *onshore* e *offshore*, isto é, entre as taxas de juros prevalecentes no mercado monetário-financeiro inglês e aquelas vigentes sobre os títulos denominados em libras no euromercado. Tal situação, aliada a uma política monetária sancionadora de taxas de juros elevadas, generalizou o uso da libra como divisa de denominação de ativos em um mercado financeiro global, subordinando a política do Banco da Inglaterra às vicissitudes dos movimentos da liquidez privada internacional e à manutenção de uma taxa cambial sobrevalorizada e, sempre que possível, estável.

A progressiva ineficácia dos instrumentos de política monetária começou a explicitar-se no início dos anos 70, quando as formas usuais de controle monetário-financeiro não conseguiam mais compatibilizar estabilidade do câmbio e controle do crédito. Na tentativa de recuperar a eficiência de sua política, o Banco da Inglaterra adotou, em setembro de 1971, novos procedimentos para controlar o crédito, conforme exposto no documento *Concorrência e Controle Creditício* (Dornbusch, 1987). Punha-se fim à primazia dos *clearing banks* regularem, através de acordos mútuos, as taxas de juros de mercado e suprimia-se o

controle seletivo de crédito como um dos instrumentos privilegiados da política monetária inglesa.

Colocar-se-ia, a partir de então, maior ênfase na regulação da taxa de juros pelo banco central através da manipulação das reservas bancárias. Para tanto, todos os bancos seriam obrigados a manter reservas em moeda e, as demais instituições financeiras, em ativos de elevada liquidez junto ao Banco da Inglaterra em proporções por estes definidas. O banco central reservar-se-ia, ainda, o direito de exigir reservas adicionais, quando a conjuntura assim o demandasse, que seriam remuneradas segundo a taxa do *Treasury Bill*. Tentava-se, dessa forma, condicionar as taxas de juros de mercado à política de mercado aberto através do controle do nível e da remuneração das reservas sistêmicas pela autoridade monetária.

Entretanto, a prática do sistema bancário inglês contornar as exigências das reservas através de procedimentos acertados entre suas tesourarias, a dificuldade do banco central controlar a oferta dos diferentes tipos de ativos - objetos potenciais de reservas num mercado ao mesmo tempo *onshore* e *offshore* como a *City*, e a necessidade do Banco da Inglaterra intervir para sustentar a libra no mercado cambial, neutralizariam os possíveis efeitos da nova política. Em 1972, o Banco da Inglaterra viu-se obrigado a intervir no mercado monetário cambial para

tentar estabilizar a libra, expediente que foi acompanhado por uma significativa expansão creditícia, a qual se verificou apesar da elevação dos juros, evidenciando a baixa elasticidade da demanda por crédito à taxa de juros de mercado naquele contexto. Tentou-se, em consequência, controlar os controles sobre as reservas através do *Corset*, ou seja, da imposição de depósitos suplementares especiais sem remuneração junto às autoridades monetárias.

O *Corset* objetivava controlar essencialmente os depósitos remunerados em libras sob a hipótese de que a rápida expansão verificada em M3 seria o resultado de mudanças nas posições de passivo dos principais bancos. Em consequência, as autoridades monetárias deveriam passar a controlar o crescimento dos passivos bancários e a exigir depósitos mais elevados dos bancos junto ao banco central. Esta prática, apesar de ter vigorado três vezes entre 1973 e 1980, também não teve muita eficácia. Nesse interregno adotaram-se, paralelamente, pela primeira vez, metas para a evolução de M3 em 1976. A *rationale* governamental à época era que a observância de metas para expansão monetária seria um instrumento antiinflacionário e ancoraria as expectativas dos agentes em relação ao comportamento da liquidez sistêmica.

Essa visão constituiria, mais tarde, o núcleo da proposta de ajuste macroeconômico do governo Thatcher,

explicitado pela Estratégia Financeira de Médio Prazo. Segundo tal estratégia o emprego de instrumentos de controle direto do crédito, como, por exemplo, o *Corset*, não seria eficaz, pois seria burlado pelos mercados *offshore*. Necessitava-se de um controle quantitativo da oferta de moeda, para o que o agregado monetário-alvo mais significativo era M3.⁴⁾ As políticas monetária e fiscal deveriam ser coordenadas de forma a minimizar as contradições entre os objetivos do tesouro e do Banco da Inglaterra, determinando-se uma Necessidade de Financiamento do Setor Público (FSBR) compatível com a redução gradual das taxas de crescimento de M3 e de inflação sem, no entanto, causar uma elevação excessiva da taxa de juros.

Quanto à relação entre necessidade de financiamento do setor público e estoque de moeda, tese central do governo Thatcher - segundo a qual os empréstimos ao setor público seriam a causa principal da elevação da massa monetária - os estudos empíricos realizados por Kaldor (1985) e Begg (1987) mostram que a hipótese dos monetaristas não se verifica. Para ambos os autores a relação entre empréstimo do setor privado ao governo e expansão monetária é tênue. Quando a relação entre a necessidade de financiamento do setor público e o PIB foi relevante, como

⁴⁾ Este agregado inclui, além da moeda em circulação, os depósitos bancários remunerados à vista em libras, os depósitos do setor privado nas instituições de poupança-habituação, as contas correntes da Caixa Nacional de Poupança, os depósitos a prazo em libras e os certificados de depósitos em libras do setor privado.

de 1974 a 1977, a taxa de crescimento de M3 foi particularmente fraca. Por outro lado, quando a necessidade de financiamento do setor público foi relativamente baixa, como em 1971, 1972, 1977 e 1978, a taxa de crescimento de M3 foi elevada. Neste sentido, o que explicaria, para Kaldor, a expansão da oferta de moeda na economia inglesa seriam os empréstimos em libras do setor financeiro ao setor privado não-financeiro.

Na realidade, o abandono da regulação dos juros e do contingenciamento do crédito, bem como a abolição dos controles de câmbio como instrumentos de política monetária, não só acarretaram uma grande volatilidade das taxas de juros (tabelas 18 e 19) como, também, impossibilitaram que as metas para M3 fossem atingíveis. A prevalência de taxas de juros reais elevadas se, por um lado, foi o efeito da eleição de M3 como variável-alvo da política monetária, por outro, contribuiu para acelerar o crescimento dos agregados monetários, pois tornou os ativos financeiros e as aplicações de capital mais atraentes. Aliando-se a este fato a concomitante liberalização do mercado financeiro, percebe-se a impossibilidade de atingir-se relações comportamentais estáveis entre os agregados monetários e a renda nominal num contexto de diversificação dos intermediários financeiros e de potencialização da concorrência entre estes.

TABELA 19

TAXA DE JUROS NA INGLATERRA (1)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980				1981				1982				1983				1984	1985	1986	1987	1988						
							I	II	III	IV																							
Taxa Bancária(1)	11,50	11,25	14,25	7,00	12,50	13,00	14,00	14,00	17,00	17,00	17,00	16,00	14,00	12,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-						
Taxa da Treasury Bill	11,37	10,10	11,12	7,00	8,51	11,94	11,75	13,34	14,87	16,04	16,02	14,00	13,77	12,16	11,59	13,55	14,82	13,37	12,57	10,61	9,33	10,59	9,64	9,29	8,65	9,30	11,50	10,37	9,25	9,79	10,13		
Taxa do Interban- cário	4,63	6,08	5,51	2,13	4,29	6,01			15,62					13,12						11,36						9,19		7,62	10,73	10,68	9,66	10,31	13,13
Taxa para Emprestimos	9,00	9,00	9,00	9,75	8,83			13,88		16,17				13,25						11,79						9,79		9,65	12,29	10,83	9,63	10,29	12,72
Taxa para Depositos Bancários	9,50	7,00	7,51	4,90	6,00	11,71			14,13					10,67						8,77						6,46		6,37	8,87	6,89	5,35	-	-
Taxa sobre Obrigacões de Curto Prazo do Governo	12,51	11,48	12,06	10,00	11,52	12,71	11,23	12,10	14,52	15,10	14,03	13,11	13,11	13,14	13,70	15,20	16,57	15,34	13,91	11,61	10,29	11,29	11,47	11,35	10,86	11,29	11,13	10,01	9,36	9,66	10,73		
Taxa sobre Obrigacões de Longo Prazo do Governo	14,77	14,59	14,43	12,73	12,47	13,52	12,10	12,38	14,11	14,14	14,42	13,34	13,84	13,84	14,17	15,27	15,68	14,68	13,74	12,28	10,83	11,37	10,53	10,90	10,42	10,69	10,62	9,87	9,48	9,36	9,36	9,51	

(1) Refere-se a taxa de final de período. A fixação da Bank Rate pelo Banco da Inglaterra foi abandonada em 28 de agosto de 1981. É a taxa mínima pela qual os participantes do Discount Market podem descontar os Treasury Bills. As Discount Houses atuam como intermediários entre o Banco da Inglaterra e o resto do mercado monetário e, assim, a taxa da Treasury Bill, a partir de 1981, pode ser tomada como proxy da taxa de desconto bancária.

Fonte: FMI: International Financial Statistics, janeiro de 1983; dezembro de 1983; setembro de 1988; junho de 1991.

TABELA 19

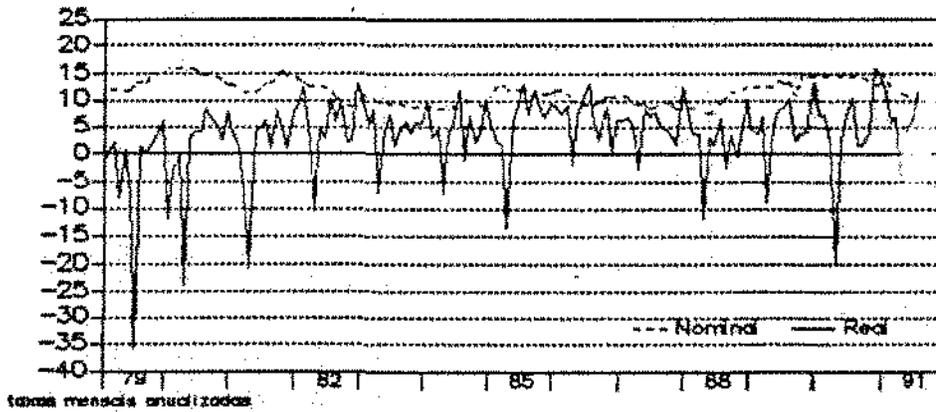
TAXA DE JUROS REAL NA INGLATERRA (%)

	1975	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa bancária	-3,79	-10,49	-2,01	- 7,59	3,67	0,97	-1,69	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa da <i>Treasury Bill</i>	-3,90	-11,86	-4,70	- 7,01	0,20	-0,37	-2,45	1,01	2,64	4,77	4,09	5,14	6,74	4,84	4,65	4,87
Taxa do Interbancário	-9,72	-14,65	-9,48	-11,80	-3,70	-6,43	-2,01	1,09	2,54	4,29	2,49	4,41	7,04	5,24	5,15	5,64
Taxa para Empréstimo	-5,95	-12,31	-6,51	- 5,22	0,40	0,42	-1,55	1,21	2,93	4,96	4,30	5,83	7,18	5,21	5,14	5,67
Taxa para Depósitos Bancários	-5,52	-13,85	-7,70	- 9,41	-2,05	-1,49	-3,28	-1,09	0,16	1,78	1,30	2,61	3,37	1,10	-	-
Taxa sobre Obrigações de Curto Prazo do Governo	-2,92	-10,31	-3,89	- 4,94	2,79	-0,67	-3,52	1,73	3,85	6,30	5,99	4,74	6,39	4,95	4,53	2,71
Taxa sobre Obrigações de Longo Prazo do Governo	-0,10	- 7,97	-1,86	- 2,65	3,85	-0,36	-3,57	2,54	3,39	5,93	5,42	4,26	6,25	5,06	4,25	1,65

Fonte: FMI International Financial Statistics.
OCDE - Main Economic Indicators.

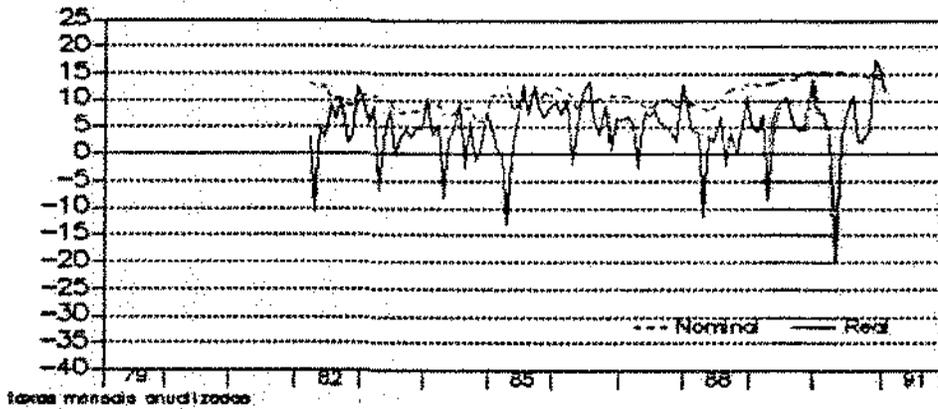
G III.2.2.1. Reino Unido

Taxas de Juros sobre Empréstimos
Treasury Bill



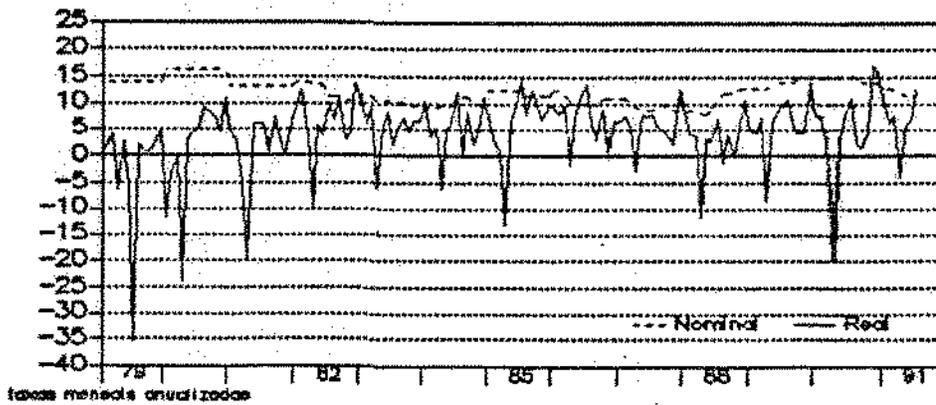
G III.2.2.2. Reino Unido

Taxas de Juros sobre Empréstimos
Money Market

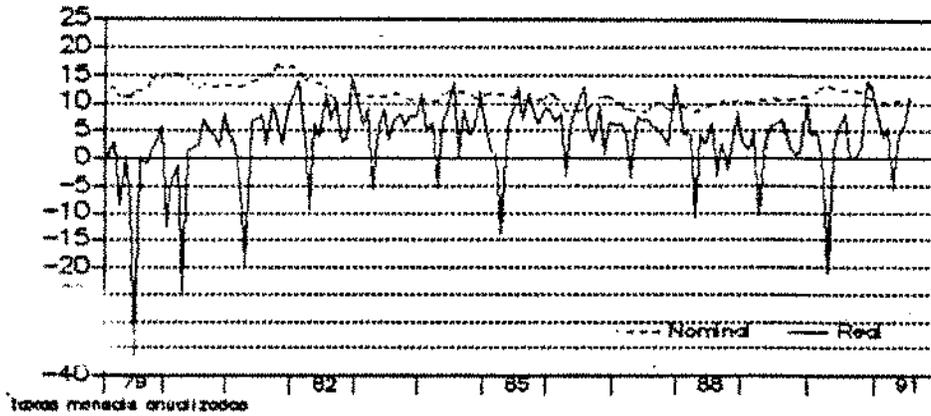


G III.2.2.3. Reino Unido

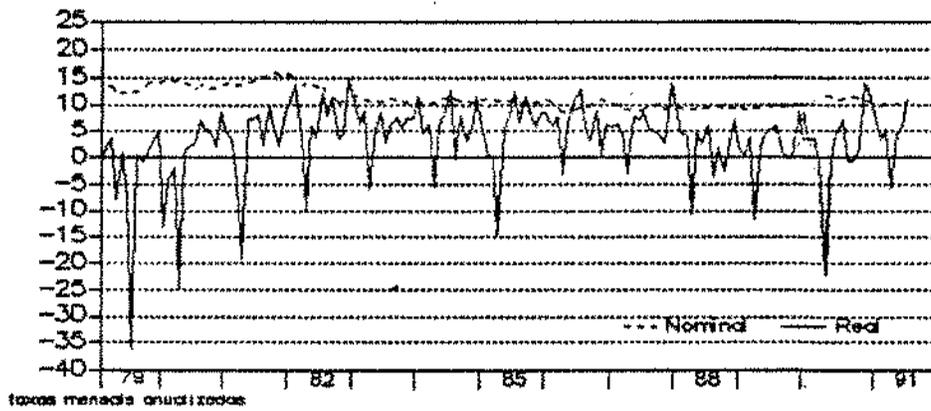
Taxas de Juros sobre Empréstimos
Lending Rate



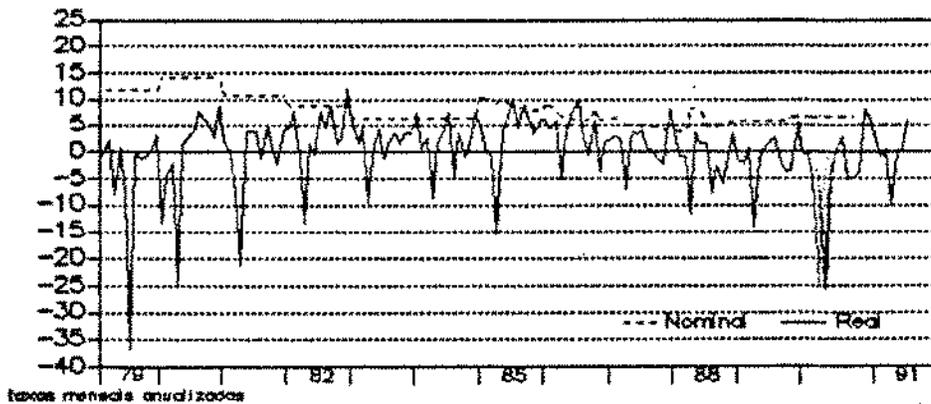
G III.2.2.4. Reino Unido
 Taxas de Juros para Depósitos
 Bond Yield - Curto Prazo



G III.2.2.5. Reino Unido
 Taxas de Juros para Depósitos
 Bond Yield - Longo Prazo



G III.2.2.6. Reino Unido
 Taxas de Juros para Depósitos
 Deposit Rate



O fato foi parcialmente percebido pelo governo Thatcher. Tanto o foi que, em 1982, as autoridades monetárias declararam M3 como um indicador não confiável para avaliar suas metas de controle monetário, elegendo como variável-alvo M1. Em 1984, M1 seria substituído por M0, ou seja, pelo controle da base monetária. A partir de 1986, a política monetária tornou-se mais pragmática, relegando ao segundo plano o controle da massa monetária em favor da taxa de câmbio. Tratava-se de compatibilizar os movimentos dos mercados internacionais de câmbio aos comportamentos da liquidez interna e dos *portfolios* do setor privado, de forma a minimizar a instabilidade da moeda e do sistema financeiro inglês. O próprio Banco da Inglaterra estimava, em 1986, que a relação entre taxa de crescimento da massa monetária em sentido amplo e evolução da renda nominal tornava-se imprevisível devido ao ritmo acelerado das inovações financeiras e da liberalização do mercado de capitais.

Tal reconhecimento deve recolocar os termos da discussão sobre a eficácia do ajuste monetário inglês nos anos 80, a qual deve ser levada a partir do contexto da nova institucionalidade que a *City* de Londres foi adquirindo a partir do final dos anos 60. Ela e Nova Iorque são as duas maiores praças financeiras internacionais. Os cem maiores bancos do mundo estão todos em Londres. A participação de Londres nas transações eurobancárias, ou seja, em créditos internacionais em moedas estrangeiras é elevada,

principalmente no mercado de euroobrigações. Três quartos do volume das transações no mercado secundário daqueles títulos passam pela *City*. Londres continua a primeira praça mundial de seguros. O *stock exchange* viu, entretanto, sua participação no mercado internacional ser reduzida ao longo das três últimas décadas. A bolsa londrina é hoje a quinta a nível mundial. Nos euromercados, quer dizer, nos mercados de depósitos, créditos e ativos denominados em diferentes moedas, os bancos ingleses perderam a predominância que tinham no final dos anos 60. Em 1986, 80% do total de créditos bancários internacionais concedidos pela *City* foram realizados por bancos estrangeiros e bancos ingleses aliados. Os bancos estrangeiros orientaram-se, também, para o mercado interno da Inglaterra, sendo, hoje, responsáveis por um quinto dos créditos em libra e por três quartos dos créditos em divisas a residentes, revelando um enfraquecimento da posição concorrencial dos bancos ingleses.

Em síntese, apesar de Londres continuar uma das maiores praças financeiras do mundo, o mesmo não pode ser afirmado sobre as suas principais instituições financeiras. Até os anos 60, o sistema financeiro inglês caracterizou-se pela estabilidade de sua estrutura e funcionalidade da divisão do trabalho entre as diversas instituições. Aos *merchant banks* cabiam os créditos para investimentos de longo prazo, os *clearing banks* eram bancos varejistas de

depósito e o *stock exchange* era, por excelência, o mercado de títulos públicos. Desde o início dos anos 70 por ser Londres uma das praças mais importantes do mundo, as instituições financeiras não-bancárias vêm adquirindo peso progressivo no processo de intermediação denominado em dólar, rompendo com a estabilidade pretérita do sistema. As linhas demarcatórias entre as diferentes atividades vêm apagando-se à medida que as instituições financeiras diversificam seus campos de ação e criam novos instrumentos de crédito. Dessa forma, nos anos 60, as fronteiras separando os domínios dos bancos de depósitos e dos estabelecimentos de poupança e habitação, - as *building societies*, - foram redefinidas, assim como a divisão de tarefas entre bancos de investimento, bancos de depósitos e corretoras. Com a tendência à constituição de conglomerados financeiros, oferecendo a gama mais variada de serviços, os *clearing banks* expandiram seu campo de atividades, atingindo o mercado atacadista de dinheiro e abrangendo operações internacionais. Passaram a competir com as *building societies* nos empréstimos pessoais. As caixas de poupança, por seu turno, integraram-se progressivamente ao setor bancário. A reorganização dos *Trustee Savings Banks* marcou, também, a tendência de todas as instituições financeiras diversificarem seus serviços.

O *stock exchange* - mercado de valores mobiliários, por excelência, - vem perdendo sua importância enquanto tal,

à medida que as euroobrigações não são negociadas em bolsa e que se desenvolve um mercado de capitais paralelo ao da bolsa, o *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE), cujo volume de transações vem aumentando progressivamente. Nesse mercado não existe separação das atividades de corretagem (*brokers*) e de intermediação (*jobbers*), e não existe discriminação contra operadores estrangeiros e agentes bancários como no *stock exchange*. Esta maior liberalidade do LIFFE induziu reformas no *stock exchange*, em 1984, tanto no sentido de suprimir as restrições em relação à origem do capital e do tipo de atividade dos operadores, quanto de abrir o mercado de títulos públicos a investidores não-residentes. Paralelamente, o *stock exchange* realizou um acordo com o *International Securities Organisation*, organismo representante das maiores instituições internacionais de valores, com o intuito de criar um mercado único para as ações internacionais e inglesas e unificar regras e leis para o mercado de títulos.

Do ponto de vista do mercado monetário-financeiro, a entrada de bancos estrangeiros na *City* e o desenvolvimento dos euromercados levaram ao crescimento de um grande mercado atacadista de dinheiro, englobando operações com instrumentos negociáveis de crédito e com depósitos de curto prazo. Tradicionalmente, cabia às casas de *redesconto*, na Inglaterra, papel de destaque no mercado clássico de

dinheiro contra garantias. Intermediários cotidianos no mercado atacadista de dinheiro, de títulos públicos e de títulos comerciais, as casas de desconto tinham um acesso privilegiado aos empréstimos "de última instância" do Banco da Inglaterra, e suas taxas de juros eram balizadores importantes para a política monetária. O desenvolvimento de mercados paralelos de dinheiro, lidando com depósitos interbancários sem garantias e com certificados de depósitos emitidos por bancos e instituições financeiras não-bancárias, reduz a importância do mercado de crédito sob garantias e desloca de forma progressiva o controle da liquidez das mãos da autoridade central para o circuito financeiro privado.

III.2.3. Bundesbank: independência legal e autonomia da política monetária?

O *Bundesbank* apresenta uma peculiaridade em relação aos demais bancos centrais: a constituição econômica da antiga Alemanha estabeleceu sua independência em relação aos ministros da economia e das finanças no tocante à escolha e à manipulação da política monetário-creditícia. Tal independência jurídica poderia, a princípio, ser interpretada de duas formas: como uma restrição à interferência da autoridade monetária nas demais áreas da política macroeconômica, ou como a declaração legal de autonomia da política monetária do banco central em relação

aos objetivos gerais de política econômica e, portanto, de supremacia da estabilidade do marco sobre as demais metas econômico-financeiras.

Uma análise mais atenta da política monetária alemã evidencia, entretanto, uma tensão constante, e em alguns momentos exacerbada, entre os objetivos do *Bundesbank* e os das demais autoridades econômicas. Grosso modo, até os anos 70, tais conflitos centravam-se na disjuntiva entre estabilidade da moeda e expansão econômica, e nos anos 80, entre poder de compra interno do marco e a estabilidade da moeda alemã enquanto segunda divisa internacional. A primeira grande divergência entre os objetivos do banco central e os das demais autoridades econômicas estendeu-se de 1958 a 1961. Outra querela significativa sobre a natureza da política monetária alemã deu-se em 1981 e em 1982. Por fim, a partir de 1985, quando das negociações anuais sobre as políticas de coordenação entre os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão, apareceram novos elementos a respeito da autonomia da política monetária, dessa feita em relação aos constrangimentos externos.

Após o restabelecimento da conversibilidade plena do marco, em 1958, a produtividade e a competitividade da indústria alemã geraram sucessivos superávits comerciais, que aliados aos movimentos especulativos de capitais, provocaram um afluxo progressivo de divisas para a RFA. Os

superávits do balanço de pagamentos expandiam a oferta monetária num período de crescimento econômico, condicionando a regulação conjuntural pelo *Bundesbank* que deveria compatibilizar as evoluções dos níveis internos de preços e de produto com o combate à especulação com o marco no mercado de divisas. Uma vez que, inicialmente, havia consenso entre as autoridades monetária e econômica sobre a manutenção da paridade do marco, a disjuntiva que se colocava para o banco central era ou desaquecer a economia através dos instrumentos monetários, enfatizando o combate à inflação, ou manter uma taxa de juros baixa, desencorajando a entrada de capitais especulativos, mas tolerando certo nível indesejável de inflação. A posição do *Bundesbank* era que, através da manipulação da taxa de juros e de suas políticas de redesconto bancário e de reservas, poderia compatibilizar a manutenção da paridade cambial com o controle da inflação e da oferta monetária.

Tal posição mostrar-se-ia, na prática, de difícil execução. Principalmente em 1960, quando da primeira grande especulação com o dólar, que rebateu, diretamente, sobre a preferência dos agentes pelo marco, como divisa alternativa à denominação de ativos financeiros. Nesse contexto, em março de 1961, o Ministério da Economia decidiu-se pela valorização de 5% do marco a despeito da posição do *Bundesbank*, que continuava insistindo na manipulação dos juros e das reservas bancárias em detrimento do câmbio, que

seria um problema americano e não alemão. A opinião prevalecente no *Bundesbank* era que a ação do banco central deveria concentrar-se exclusivamente em dois objetivos: primeiro, assegurar-se da gestão dos juros e, segundo, garantir um volume suficiente de poupança para o financiamento da inversão. O balanço de pagamentos e o nível de emprego seriam objetivos secundários.

A preservação da estabilidade monetária, enquanto objetivo central da gestão macroeconômica, foi se tornando, progressivamente, mais complexa à medida que o marco se consolidava como a segunda divisa internacional e que o *trade-off* entre o desemprego e a inflação explicitava opções políticas envolvendo partidos, sindicatos e o próprio *Bundesbank*, entre os quais a compatibilização de interesses foi se tornando cada vez mais difícil. A década de setenta é rica neste sentido. Já no início daquela década o *Bundesbank* detectava a existência de desequilíbrios internos e de restrições externas, que obstaculizariam a expansão de longo prazo bem como a continuidade do crescimento a curto prazo. Do ponto de vista interno, as pressões inflacionárias latentes, a diminuição da rentabilidade das empresas e a elevação do poder de barganha sindical levaram a um consenso entre o *Bundesbank* e os *policy makers* sobre a necessidade de uma política monetária de estabilização. Do lado internacional, a generalização das taxas de câmbio

flutuantes e, posteriormente, as elevações do preço do petróleo só confirmariam tal opção do governo alemão.

Assim, em 1974, sob a chancelaria de Schmidt, a política monetária do banco central tornou-se peça-chave da regulação da economia alemã. O alvo da política monetária passou a ser o controle da quantidade de moeda de banco central (QMBC). Em termos de liquidez, a QMBC corresponde à moeda em circulação adicionada da reserva compulsória mínima sobre os passivos bancários nacionais. Comparada com os demais agregados monetários, a QMBC foi julgada a mais vantajosa pelo *Bundesbank* por sua velocidade-renda mais estável a médio prazo. Na visão das autoridades alemãs seria importante que a posição da política monetária pudesse ser interpretada racionalmente e sem ambigüidade pelos agentes econômicos a partir do comportamento da variável-alvo de política, condição precariamente satisfeita por M1 ou M2, que tendem a flutuar fortemente.

Outro argumento importante do *Bundesbank* a favor da primazia da política monetária era que, sob um regime de flutuação de divisas e com mobilidade de capitais, a eficácia dessa política reduziria a instabilidade das taxas de câmbio e minimizaria os movimentos de capitais especulativos. Isto porque para as autoridades monetárias alemãs a instabilidade de curto prazo da taxa de câmbio explicar-se-ia pela variabilidade das antecipações sobre o

valor futuro da taxa cambial. Estas dependeriam de múltiplos fatores econômicos e políticos. Mas, a previsão relativa à política das autoridades monetárias desempenharia papel fundamental: de um lado porque elas determinariam a oferta de moeda, de outro porque poderiam intervir diretamente no mercado de câmbio, pois o *Bundesbank* era o maior detentor mundial de reservas em dólares à época. Isto permitia-lhe bancar as metas cambiais sem contaminar o mercado monetário com os problemas referentes ao ajuste do fluxo de capitais. Assim, a política "ótima" do banco central, com a finalidade de estabilizar o valor da moeda, consistiria na manutenção de uma variação regular da massa monetária, acompanhando o crescimento de longo prazo da economia nacional.

Os efeitos da política monetária praticada em 1974 e em 1975 sobre os níveis de atividade e emprego e sobre o próprio mercado monetário-financeiro (tabelas 20 e 21) geraram uma grande tensão na sociedade alemã à época. Houve divergências entre os *policy makers* e o Partido Social Democrata (SPD) sobre a condução da política econômica, afastada que esta estava dos princípios programáticos daquele partido; entre os ministérios sob a liderança do SPD e as pastas das finanças e da economia, lideradas pelo Partido Democrata Liberal (FDP), sobre as prioridades econômicas e as medidas adotadas; entre sindicatos e empregadores a respeito da fixação dos ajustes salariais; e entre o SPD, os ministros da área econômica e o

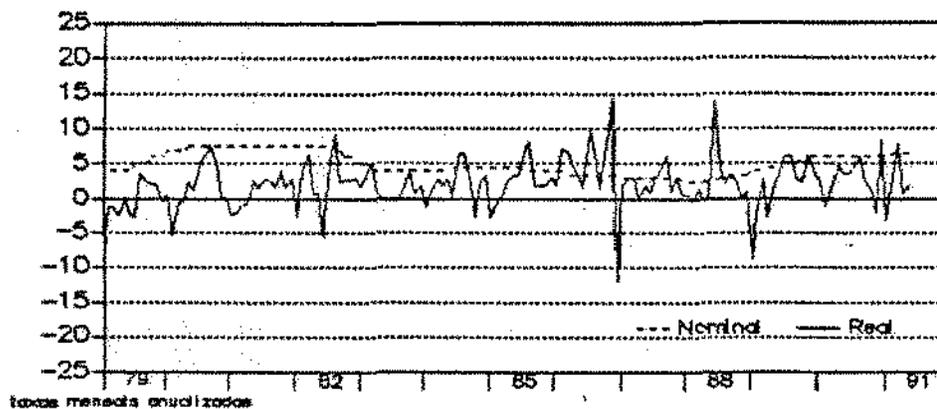
TABELA 21

TAXA DE JUROS REAL NA RFA (%)

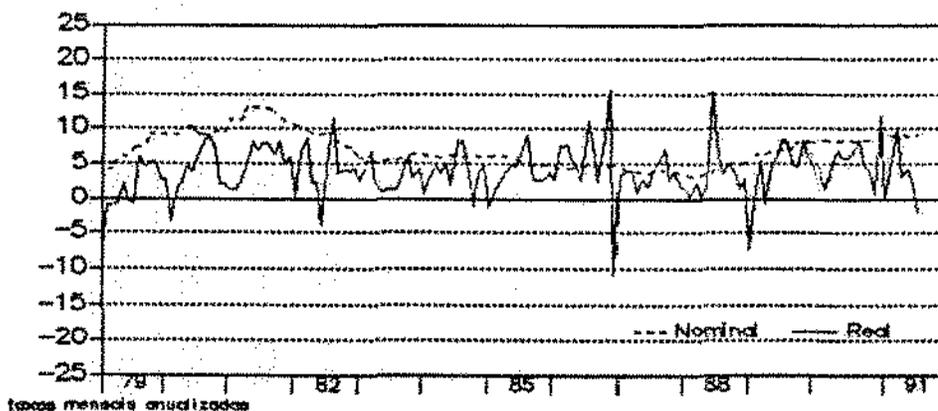
	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa de Desconto	-0,75	-2,26	-0,77	-0,77	0,39	1,82	1,89	1,13	0,28	0,67	2,05	1,86	3,51	2,29	1,68	2,18
Taxa do Interbancário	2,90	-0,84	0,0	0,57	1,07	2,49	3,79	5,45	3,44	2,25	3,51	3,23	4,61	3,79	2,87	4,17
Taxa para Empréstimos Bancários	-	-	-	-	4,61	4,35	6,19	7,89	8,40	6,53	7,24	7,27	8,76	8,14	6,95	6,98
Taxa para Depósitos Bancários	-	-	-	-	0,45	1,00	2,32	3,23	2,71	1,22	2,40	2,29	3,72	2,99	1,97	2,67
Taxa da <i>Treasury Bill</i>	-	-0,47	0,83	0,51	1,10	1,46	2,17	4,01	3,44	2,25	3,18	2,88	3,87	3,07	2,30	3,43
Taxa sobre Obrigações de Governo	3,37	2,45	3,35	2,31	3,11	3,17	2,84	4,62	4,05	4,44	5,25	4,67	5,93	5,62	4,75	4,21

Fonte: FMI; International Financial Statistics.

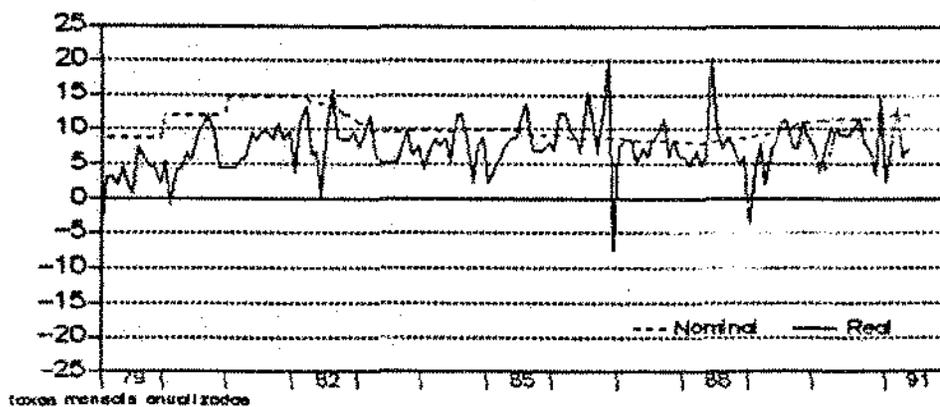
G III.2.3.1. Alemanha
Taxas de Juros sobre Empréstimos
Discount Rate



G III.2.3.2. Alemanha
Taxas de Juros sobre Empréstimos
Interbank Deposit Rate

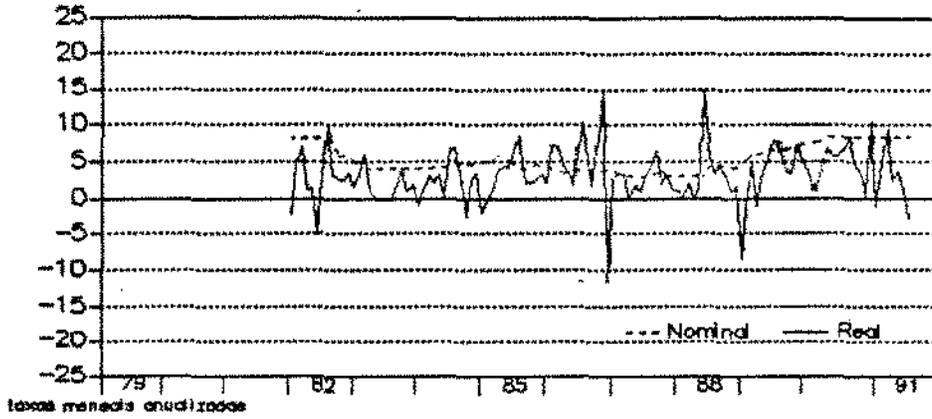


G III.2.3.3. Alemanha
Taxas de Juros sobre Empréstimos
Lending Rate



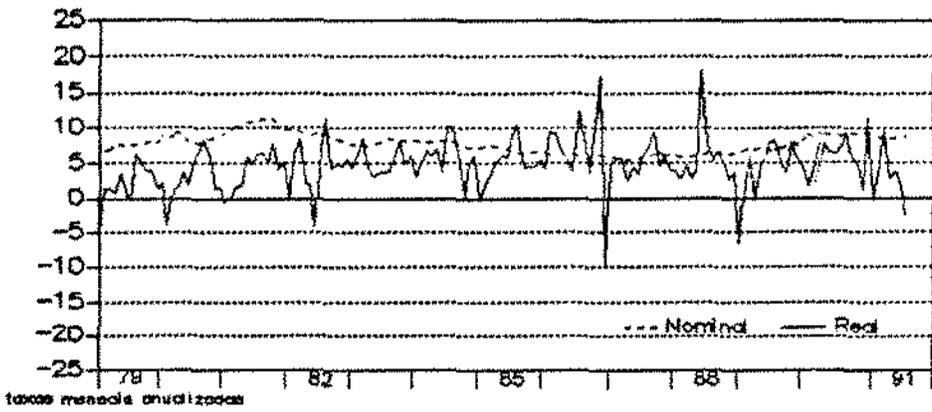
G III.2.3.4. Alemanha

Taxas de Juros para Depositos
Treasury Bill



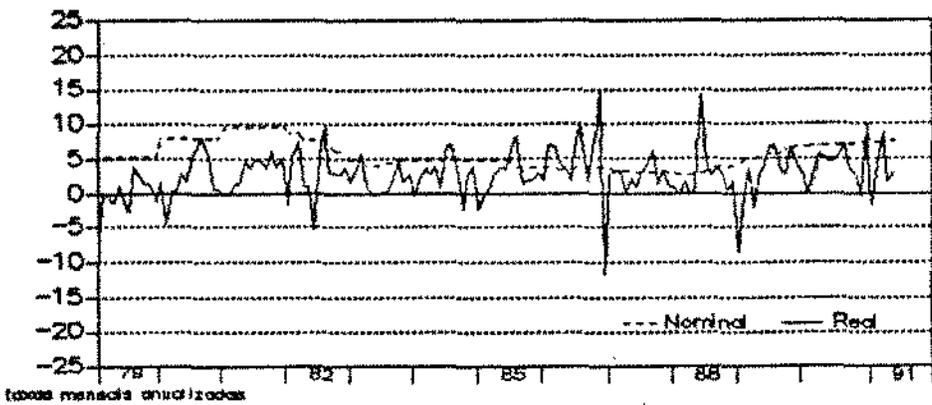
G III.2.3.5. Alemanha

Taxas de Juros para Depositos
Bond Rate



G III.2.3.6. Alemanha

Taxas de Juros para Depositos
Deposit Rate



banco central a respeito do *timing* e da escala do ajuste monetário.

Nessa conjuntura, a partir do último trimestre de 1975, o *Bundesbank* praticou uma política monetária menos contracionista. Todavia, a partir do segundo trimestre de 1976, voltou a adotar uma atitude mais restritiva em relação à expansão da QMBC, fosse para evitar uma retomada excessiva do nível de atividade, que aguçaria as pressões inflacionárias, fosse para compensar o afluxo de capitais derivados da especulação cambial no interior da serpente monetária europeia. Paralelamente, como assinalado anteriormente, houve um esforço de contenção fiscal que se estenderia até 1977.

Os anos de 1977 e de 1978 assistiram ao predomínio de uma gestão conjuntural da política monetária, objetivando enfrentar as necessidades de financiamento da dívida pública, a especulação internacional no mercado de divisas e a manutenção da estabilidade dos preços internos. No que tange ao primeiro ponto, a degradação do regime de previdência social privou o setor público de uma fonte substancial de financiamento. Em face de tal situação, a política das autoridades monetárias desenvolveu-se no sentido de estimular o financiamento público através do sistema bancário nacional. A necessidade de financiamento do setor público seria satisfeita por créditos livremente

negociados com o sistema bancário (*Schuldscheindarlehen*), que se refinanciava não através do *Bundesbank* mas junto ao público pela emissão de títulos e de obrigações bancárias (*Pfandbriefe* ou *Kommunalobligationen*). No final de 1978, o sistema bancário detinha 2/3 da dívida pública (40% da Federação, 75% das *Länders* e 92% dos municípios). Para atenuar o custo financeiro da rolagem da dívida, o banco central intervinha no mercado financeiro para influenciar o nível das taxas de juros. Este tipo de intervenção passaria a ser um dos objetivos da política de *open market* do banco central à época.

Quanto ao afluxo de capitais à RFA e sua influência nos níveis de liquidez sistêmica e de preços, a visão das autoridades monetárias era que o marco valorizado compensaria o *crowding out* do setor privado, diminuindo as pressões inflacionárias internas e externas. O caráter inflacionário e desestabilizante do financiamento do déficit seria, ao menos em parte, compensado pelos efeitos estabilizadores da valorização do marco. Isto significava que, para o *Bundesbank*, caso este movimento de valorização fosse interrompido ou desacelerado antes que o déficit público fosse absorvido de forma significativa, a inflação fortalecer-se-ia como, segundo o *Bundesbank*, ocorreu em 1979.

Ainda em 1979 começou a gestar-se um novo período de grande tensão entre o *Bundesbank* e Helmut Schmidt em torno do papel, da abrangência e dos instrumentos de política monetária, que culminou com o fim da coalizão SPD e FDP, que governou a RFA por mais de uma década. Para Schmidt os principais pontos da agenda seriam os efeitos da elevação da taxa de juros americana sobre a economia alemã, a paridade cambial marco-dólar e a crise energética. A elevação das taxas de juros pelo FED e a perda de competitividade do sistema produtivo alemão decorrente do segundo choque do petróleo deveriam ser enfrentadas através de uma política de juros decrescentes do *Bundesbank* e pelo financiamento de fontes energéticas alternativas. O FDP, por seu turno, através do Ministério da Economia, propunha cortes fiscais e uma política monetária ativa para a estabilização da economia alemã. A visão daquele ministério era que com um déficit orçamentário de 28 bilhões de marcos, equivalente a 0,8% do PIB, com um déficit comercial de 25 bilhões de marcos e uma taxa de inflação de 5,5% ao ano, como em 1980, qualquer política de crescimento através de estímulos à demanda, como a proposta por Schmidt, não teria eficácia, só traria mais inflação, instabilizando ainda mais o valor do marco.

Diante desse quadro econômico, o *Bundesbank*, em fevereiro de 1981, decidiu redefinir a sua política monetária, tornando-a a peça central da estabilização dos preços e de

combate à desvalorização do marco. Elevou a taxa *Lombard* - taxa vigente sobre os empréstimos do banco central ao sistema bancário - de 9% para 12%. Para reforçar o controle sobre a liquidez sistêmica tomou ainda quatro resoluções complementares: suspendeu o acesso diário dos bancos comerciais ao redesconto do banco central à taxa *Lombard* usual; instituiu uma taxa *Lombard* especial para créditos de curtíssimo prazo, forçando os bancos a obter liquidez junto ao banco central a taxas variáveis, que chegaram a 18%; o montante de crédito disponível à taxa *Lombard* especial variaria, diariamente, de acordo com as metas estabelecidas para a QMBC; por fim, comprometeu os bancos com o pagamento imediato de seus débitos junto ao sistema *Lombard*, estimados em 6,5 bilhões de marcos.

Paralelamente, o *Bundesbank* intensificou suas intervenções no mercado monetário através das operações de *open market* e de acordos de recompra. Para os bancos que tinham déficit de tesouraria, o *Bundesbank* outorgaria provisões a uma taxa *Lombard* especial, mas o crédito obtido deveria ser quitado no dia seguinte. Tais medidas, na concepção do *Bundesbank*, eram as únicas possíveis para um país com déficits fiscal e comercial. Um país deficitário, colocava Karl Pöhl, não pode se permitir uma política de taxa de juros baixa. Taxas de juros elevadas eram a consequência inevitável dos dois déficits e da desvalorização do marco.

Este conflito apontou, claramente, a incompatibilidade real entre os objetivos legais do *Bundesbank* de proteger os valores interno e externo do marco e de respaldar a política econômica governamental. Qual dos objetivos deveria ter precedência? E quem decidiria sobre tal precedência? Os fatos mostraram que a tensão política sobre a valorização cambial de 1961 foi decidida a favor dos objetivos globais do governo a despeito da posição contrária do *Bundesbank*. Os anos 70 evidenciaram que ora a função de garantir a estabilidade da moeda, ora a de respaldar as políticas anticíclicas do governo tiveram precedência. Esta alternância revelou a capacidade de estabelecimento de consensos políticos temporários entre os diferentes atores envolvidos, acumulando, entretanto, divergências que, no início dos anos oitentas mostraram-se insolúveis. De um lado, estavam parte do SPD, os sindicatos e parte do setor industrial afetado pela crise energética, pelo elevado preço do crédito e de uma que estava ansiosa por recuperar competitividade no mercado internacional, clamando por uma política de administração da demanda menos ortodoxa. De outro, o *Bundesbank*, o Partido Democrata Liberal (FDP), o Partido Democrata Cristão (CDP) e o sistema bancário, enfatizando a primazia da estabilidade do marco sobre quaisquer outros objetivos econômicos. Como o impasse foi resolvido? Através do fim da coalizão SPD-FDP e pela

consagração eleitoral de um novo ministério tendo a frente o FDP e o CDP.

A nova coalizão, que assumiu o poder em 1982, restaurou a hegemonia do pensamento liberal na condução do processo de ajuste macroeconômico da RFA. A visão das novas autoridades econômicas era que "(...) a retomada da expansão no final dos anos 70 mascarou a fraqueza crescente da economia alemã. A principal razão dessa fraqueza foi a substancial expansão do setor público que, progressivamente, inibiu o desenvolvimento da iniciativa privada. Por isso, a estratégia governamental contemplaria três eixos: primeiro, a redução da necessidade de financiamento do setor público; segundo, um corte na dimensão do setor público de forma a liberar recursos para o setor privado e, assim, alavancar o crescimento; e, terceiro, a melhoria da qualidade da intervenção (reduzida) governamental". (OCDE, 1983).

A execução desse programa de governo teria como pré-requisitos o combate à inflação e ao desequilíbrio externo e a consolidação fiscal do Estado. Para tal, o *Bundesbank* efetivaria sua proposta de estabilidade do marco, retomando a sua estratégia de controle estrito da QMBC através de suas políticas de reservas bancárias e de redesconto. O nível de intervenção da autoridade monetária variaria segundo as condições internas e internacionais: quando melhoravam, a política monetária tornava-se mais

acomodatícia e quando voltavam a colocar obstáculos à estação macroeconômica, o *Bundesbank* intervinha de forma mais discricionária. Assim, no segundo semestre de 1982, devido à melhoria do balanço de pagamentos e à queda da taxa de crescimento dos preços internos e da taxa de juros nos Estados Unidos, o banco central imprimiu um caráter menos ativo à sua política. Esse movimento foi, entretanto, interrompido em março de 1983, quando a elevação da taxa de juros americana condicionou a elevação das taxas de curto e longo prazos na RFA. O importante a notar é que, apesar da política monetária durante a primeira metade dos anos 80 ter sido ora mais expansiva e ora mais restritiva, o seu alvo básico - a QMBC - sempre foi atingido. A expansão da oferta de moeda manteve-se sempre no intervalo de variação projetado pelo banco central, independentemente da volatilidade que este controle imprimia às taxas de juros.

A partir de 1986, todavia, a política monetária alemã defrontou-se, algumas vezes, com um conflito entre a necessidade de sustentar a desvalorização do dólar e a demanda interna, requerendo uma política monetária mais acomodaticia no curto prazo e a ultrapassagem das metas fixadas para a liquidez da economia, determinando intervenções mais restritivas. Em tais circunstâncias, a pressão internacional para a valorização do marco induziu as autoridades monetárias a permitir a ultrapassagem das metas estabelecidas para a QMBC, em 1986 e 1987. Na realidade,

durante o segundo lustro da década de oitenta, os constrangimentos ao paradigma de política econômica do *Bundesbank*, que privilegia a estabilidade monetária em detrimento de quaisquer outras metas, foram recolocados em termos internacionais.

No encontro dos ministros das finanças do G5, em setembro de 1985, no Hotel Plaza em Nova York, acordou-se uma pauta unificada a respeito do comportamento daqueles países em relação ao comércio internacional e ao dólar. Uma valorização do marco, do iene, da libra e do franco francês traduzir-se numa desvalorização imediata de 4% da última e, sobretudo, no comprometimento do G5 com a continuidade de um processo coordenado de desvalorização do dólar ao longo de 1986 e de 1987. No que tange ao comércio internacional, os Estados Unidos comprometiam-se a limitar suas medidas protecionistas, pressionando a CEE a fazer o mesmo e o Japão a liberalizar o seu mercado financeiro. Enfatizavam, ainda, a necessidade dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão incentivar a continuidade do crescimento econômico através, sobretudo, da redução das taxas de juros internacionais.

O Acordo do Plaza trazia em seu bojo uma mudança implícita no paradigma convencional de gestão monetária do *Bundesbank*. Para que houvesse uma desvalorização do dólar, a taxa de câmbio passaria a ser uma das variáveis-alvo do

banco central, pois este teria que executar intervenções autônomas no mercado cambial como garantia de uma valorização progressiva e coordenada do marco. Tal intervenção e a reação do mercado cambial em termos de fluxos de divisas entre países diminuíram os graus de liberdade da política monetária alemã para controlar a liquidez e influenciar as taxas de juros de mercado. Por isso, os alemães eram mais relutantes que os japoneses em aceitar as cláusulas do Acordo do Plaza.

Os argumentos do governo alemão eram os do *Bundesbank*: não existe crescimento com inflação; ao contrário, uma economia sem inflação é pré-requisito para o crescimento. Durante os dois anos que se seguiram ao Acordo do Plaza até o crash da Bolsa de outubro de 1987, tal posição do *Bundesbank* foi respaldada pelo governo de Bonn. Como colocou Pöhl "(...) o nível de estabilidade monetária conseguido pela RFA é o fundamento mais importante para um crescimento contínuo. A "ecologia econômica" da recuperação estava certa: preços estáveis, política fiscal sólida e acordos salariais moderados. Estes fatores permitiram uma política pública que resultou em taxas de juros descendentes na RFA" (Bis, 1984). Vale dizer, as taxas de juros já estavam condizentes com as condições macroeconômicas internas, e qualquer tentativa de reduzi-las ainda mais seria não só artificial, mas comprometeria a estabilidade de longo prazo da economia alemã.

Mesmo resistindo às pressões a queda dos juros, o *Bundesbank* sentia, no final de 1986, uma perda progressiva de sua autonomia em relação à política monetária devido às restrições internacionais. Estas recolocavam problemas conhecidos como as distorções na pauta de exportações e os fluxos especulativos de capitais - como ocorreu em 1973 e em 1978 -, que dificultavam a ação dos instrumentos de controle da oferta de moeda, tornando as metas para a QMBC, a partir de então, inatingíveis. Nesse contexto, o *Bundesbank* não teve alternativa senão a de acomodar a expansão da oferta monetária, de forma consistente, à pressão contínua para valorização do marco por parte dos Estados Unidos e do mercado de divisas.

A significativa valorização do marco em relação ao dólar e a tendência à desvalorização de algumas das moedas do SME restringiram os raios de manobra do *Bundesbank*. Qualquer tentativa de restrição creditícia através das políticas de juros e de reservas intensificaria a tendência de valorização do marco. Assim, o *Bundesbank* tentaria somente certificar-se de que a expansão monetária a longo prazo ficaria sob controle, já que, como em 1986, o ano de 1987 presenciou um novo *overshooting* das metas para o intervalo de variação da QMBC. Em síntese, a mobilidade de capitais e o aumento da liquidez proveniente das intervenções cambiais para suportar a desvalorização do

dólar e manter as moedas do SME em seus intervalos acordados de variação, minava o poder do *Bundesbank* para estabelecer autonomamente sua política. Tal autonomia significava um confronto aberto com os Estados Unidos e, conseqüentemente, um processo de desvalorização do dólar mais acentuado e menos coordenado, e desorganizaria o SME com repercussões importantes sobre a produção, o comércio e o mercado monetário-financeiro europeu.

III.2.4. Banco da França: do controle quantitativo do crédito à reforma financeira.

O sistema monetário-financeiro francês, até meados da década de oitenta, caracterizou-se pela predominância da intermediação bancária - da qual dependiam as empresas não-financeiras; pelo caráter quase automático do refinanciamento dos bancos pelo Banco da França; pela segmentação e especialização do circuito financeiro; e pela importância limitada dos títulos da dívida pública e dos investidores institucionais no mercado financeiro. Até o início dos anos 60, o tesouro e seu circuito eram os maiores responsáveis pelo financiamento da economia. A política de crédito ao investimento apoiava-se em um conjunto de instituições financeiras que se beneficiavam de isenções fiscais sobre a oferta de produtos financeiros e que depositavam compulsoriamente uma percentagem dos recursos que captavam junto ao tesouro.

Durante os anos 60, a política financeira do governo reforçou o papel do sistema bancário enquanto agente creditício, suprimindo a distinção entre banco de negócios e banco de crédito, e estimulando a concentração do setor bancário para torná-lo mais competitivo e menos exposto a crises de liquidez. O papel do sistema bancário ganhou, conseqüentemente, destaque na criação creditícia. No início da década de oitenta, ele era responsável por 65% dos créditos outorgados. Os 35% restantes, de responsabilidade das instituições financeiras não-bancárias eram, em sua maioria, créditos especializados para a habitação social, aquisição de terra e infra-estrutura. Era, portanto, através do controle do sistema bancário que as autoridades monetárias podiam influenciar as condições de liquidez e de crédito na economia francesa. Os instrumentos de política monetária do Banco da França eram, basicamente, dois: o controle quantitativo e seletivo do crédito ou enquadramento creditício, e a administração das taxas de juros.

O enquadramento creditício consistia na fixação de normas de crescimento máximo para o crédito bancário durante um determinado período⁴⁹⁾. Qualquer superação do limite

⁴⁹⁾ Primeiramente, a autoridade monetária fixa a taxa de crescimento anual desejada para a liquidez sistêmica, fundamentada nas previsões sobre a variação do PIB em volume e sobre o índice de preços correspondente. Depois, para fixar uma norma de crescimento dos créditos sujeitos a controle condizente com a expansão global da liquidez, eram realizadas duas hipóteses: uma, relativa ao financiamento monetário do saldo de execução da Lei de Finanças e ao saldo do balanço de pagamentos e a outra, relativa à evolução da parcela do crédito não sujeita ao controle quantitativo.

fixado pela autoridade monetária ficaria sujeita a um mecanismo de sanção que obrigava o depósito junto ao banco central de reservas suplementares não-remuneráveis. O controle quantitativo viabilizava-se na França como o principal instrumento de regulação da liquidez devido ao caráter quase automático do refinanciamento bancário pelo Banco da França. Com efeito, os bancos eram, no seu conjunto, estruturalmente tomadores de crédito do banco central, pois não possuíam em seus *portfolios* títulos públicos ou privados em quantidade suficiente para assegurar, a qualquer momento, liquidez no mercado monetário de curto prazo. Esse automatismo era reforçado pelo caráter heterogêneo do sistema bancário, onde restrições fortes ao refinanciamento pelo banco central colocariam em dificuldades não só os bancos como, também, as empresas não-financeiras, cujo estoque de dívidas com os bancos era bastante elevado.

O enquadramento creditício era acompanhado de uma administração das taxas de juros que permitia diferenciá-las mesmo para os créditos fora do controle seletivo, uma vez que o controle da liquidez era, basicamente, obtido através do racionamento quantitativo. A administração das taxas de juros era realizada através de um duplo mecanismo: pela formação de taxas base bancárias e pela determinação das taxas diferenciais de juros. As autoridades monetárias davam a taxa do mercado monetário em função dos

objetivos da política econômica, via de regra, até a flutuação cambial dos anos 70, em face do *trade-off* desejado entre crescimento e inflação, e posteriormente, entre os objetivos internos de política econômica e a estabilidade do franco francês no mercado de câmbio.

Os bancos, por seu turno, determinavam a taxa de juro do mercado em função dos custos do refinanciamento e dos débitos bancários. A taxa do mercado de títulos e de obrigações era fortemente influenciada pela taxa do mercado monetário-financeiro na medida em que os principais subscritores, como por exemplo os investidores institucionais, se transferiam para aquele mercado em caso de remuneração insuficiente no de títulos. Dessa dinâmica resultava uma relação estreita entre a taxa de juros diária do mercado monetário e a taxa básica dos bancos. Como as condições efetivas dos débitos estavam estreitamente vinculadas à taxa de base bancária, resultava que as autoridades monetárias, através de suas intervenções no mercado monetário e através da política de reservas obrigatórias (que contribuía para determinar a necessidade de financiamento dos bancos), tinham poder de fazer variar as taxas de juros dos créditos bancários.

No contexto do controle das taxas de juros, determinados créditos eram oferecidos a taxas privilegiadas, obtidas quer através de linhas de crédito oferecidas pelo

banco central, quer através de bonificações sobre as taxas de juros por parte do tesouro, quer, enfim, através de empréstimos diretos do tesouro ou dos organismos especializados de crédito como a Caixa de Depósitos e Consignações ou o *Crédit National*. Até 1986, 40% dos créditos eram distribuídos a taxas preferenciais, dos quais os créditos ao investimento e às exportações eram os de maior participação.

A década de 80 presenciou mudanças significativas no mercado monetário-financeiro francês, com implicações decisivas sobre a gestão monetária. Tais mudanças, embora estivessem relacionadas ao desenvolvimento de novos produtos financeiros no mercado europeu, tiveram, no caso da França, determinações específicas importantes. Em primeiro lugar, a reestruturação do sistema produtivo e a redefinição dos critérios de gestão empresarial que a acompanhou, restauraram progressivamente, a partir de 1983, a margem de rentabilidade das empresas. Esta foi empregada para aumentar o nível de autofinanciamento empresarial, redefinindo o nível de endividamento bancário das empresas e levando-as a buscar uma gestão financeira para seus fundos próprios. Paralelamente, os bancos franceses, afetados pela crise do início daquela década, moveram-se no sentido da reestruturação de seus passivos, quer através da elevação de seus fundos próprios, quer através do mercado de títulos

para elevar a captação no mercado financeiro, quer, ainda, através do desenvolvimento de novos produtos financeiros.

Por fim, o próprio governo francês, premido pelas dificuldades de financiamento inerentes a um Estado que reestrutura sua economia num momento de crise internacional, deu um impulso significativo ao desenvolvimento e à expansão do mercado financeiro, objetivando: ter maior controle do financiamento monetário do déficit público; melhorar o perfil temporal do serviço da dívida, diversificando a duração dos períodos de seus empréstimos e os instrumentos de captação; e, sobretudo, diminuir o custo da intermediação financeira, bastante elevado na França se tomarmos como parâmetro o internacionalizado mercado de capitais europeu (Tabelas 22 e 23).

A primeira mudança significativa no sentido de um redesenho do mercado financeiro foi o surgimento, em 1981, das "sociedades de investimento com capital variável" (SICAV) e dos "fundos comuns de aplicação a curto prazo" (FCP), que passaram a oferecer ao público aplicações de elevada liquidez e remuneradas a taxas próximas às do mercado monetário. Ao mesmo tempo, no mercado de papéis apareceram, progressivamente, produtos financeiros cada vez mais diversificados em termos de remuneração, possibilidade de conversão, duração e modalidade de resgate. Em 1984 foi alterada a lei bancária, estabelecendo-se o princípio da

TABELA 22

TAXA DE JUROS NA FRANÇA (X)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa de Desconto	13,00	8,00	10,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
Taxa do Interbancário	13,02	7,84	8,69	9,22	8,16	9,40	12,20	15,26	14,73	12,63	11,80	10,00	7,79	8,22	7,00	9,34
Taxa para Empréstimos Bancários	17,65	15,97	15,05	15,50	15,12	15,90	10,73	20,77	20,33	18,95	10,85	17,77	16,30	15,82	15,65	16,01
Taxa para Depósitos Bancários	4,81	5,78	7,50	7,00	6,75	5,81	6,25	7,75	9,31	8,28	7,68	6,80	5,32	5,31	5,01	5,92

Fonte: FMI; International Financial Statistics; Yearbook 1989; junho de 1990.

TABELA 23

TAXA DE JURDS REAL NA FRANÇA (X)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa de Desconto	-0,60	-3,39	0,82	0,0	0,36	-1,17	-3,35	-3,44	-2,05	0,0	1,95	3,50	6,82	6,00	6,62	5,80
Taxa do Interbancário	-0,59	-3,54	0,83	-0,16	-0,83	-1,19	-1,00	1,64	2,62	2,76	4,17	4,04	5,16	4,76	5,04	5,64
Taxa para Empréstimos Bancários	3,47	3,70	4,97	5,57	5,51	4,60	4,79	6,50	7,63	8,53	10,66	11,31	13,54	12,12	12,61	12,08
Taxa para Depósitos Bancários	-7,81	-5,38	-1,91	-2,19	-2,15	-4,50	-6,22	-4,98	-2,22	-1,20	0,26	0,94	2,75	1,94	2,25	2,34

Fonte: FMI; International Financial Statistics.

universalidade dos estabelecimentos de crédito. Os bancos e as instituições financeiras não-bancárias poderiam operar nos diversos segmentos do mercado financeiro, numa tentativa de romper com a especialização e a segmentação que se até então lhe eram características. Esse princípio da instituição financeira universal, todavia, não é aplicável integralmente às instituições do circuito do tesouro como a Caixa de Consignações, os serviços financeiros do Correio, etc.

Entretanto, foi, após 1986 - ano de publicação do *"Livre Blanc sur la Réforme du Financement de l'économie"* - que as mudanças ocorreram com maior vigor. O objetivo da reforma foi criar um mercado de capitais unificado, acessível a todos os agentes econômicos, a prazo e à vista, e com possibilidade de opções diversificadas. Essa reforma deveria possibilitar ao sistema bancário novas formas de financiamento, como, por exemplo, os certificados de depósitos com prazos variáveis de três meses a dois anos, negociáveis em francos e em divisas e abertos a residentes e não-residentes. Ligou-se o mercado hipotecário ao mercado de ações através da Caixa de Refinanciamento Hipotecário, que emite títulos de longo prazo, cotados nas bolsas, para financiar a recompra dos títulos de crédito à habitação nos passivos das instituições financeiras. Abriu-se o mercado de crédito a novos agentes, principalmente às empresas não-financeiras através da emissão de certificados de dívida, que podem ser subscritos por quaisquer agentes, residentes

ou não. Da mesma forma, os bônus do tesouro com maturação superior a dez dias tornaram-se acessíveis às famílias e às empresas. Por fim, em 1987, assistiu-se à revogação completa dos instrumentos de controle do crédito e do câmbio vigentes desde o pós-guerra.

Tal evolução condicionou a redefinição progressiva dos instrumentos de política monetária do Banco da França. O enquadramento creditício e a administração das taxas de juros tornaram-se, cada vez mais, inoperantes, num sistema em que os bancos perdem posição hegemônica no processo de intermediação, em que novos produtos financeiros são criados e em que os mercados de capitais europeus se tornam interdependentes. Da mesma forma, o emprego do controle dos agregados monetários M_1 e M_2 pela política de estabilização, a partir de 1983, foi sendo progressivamente relaxado. As inovações financeiras e, posteriormente, a reforma do controle de créditos determinaram modificações no comportamento daqueles agregados, induzindo a diversificação daqueles alvos pela política monetária. Mesmo trabalhando com agregados mais diversificados, a grande substituição entre ativos financeiros, tornando difícil a distinção entre ativos transacionais e especulativos, e o inexorável alinhamento dos juros no sistema monetário europeu às taxas alemãs, acabaram por tornar os agregados monetários somente um instrumento de checagem de política para o Banco da França.

No que tange à regulação quantitativa do crédito e à administração seletiva dos juros, à medida que as instituições financeiras não-bancárias ganhavam peso no circuito de crédito, aqueles instrumentos tornavam-se menos eficazes. O controle do financiamento monetário do tesouro, com a emergência dos títulos negociáveis e a possibilidade de serem transacionados por agentes não-financeiros, tornou-se bem mais complexo. Nesse contexto, o instrumento que restava ao banco central para o controle da liquidez bancária eram as taxas de juros. Mas, mesmo estas, deveriam ter seu papel redefinido a partir da liberalização e diversificação dos agentes do mercado financeiro francês e da progressiva convergência entre as políticas macroeconômicas da França e da Alemanha.

Até então, as formas de intervenção do Banco da França - afora o controle quantitativo do crédito - eram influenciadas pelo sistema de redesconto a taxas fixas e de caráter quase automático aos bancos, e pela importância do interbancário, em detrimento de outras formas de aquisição de liquidez no mercado financeiro. Com a reforma de 1986, suprimiu-se a administração de uma única taxa de juros para o mercado monetário pelo banco central. Os juros passariam a ser administrados diferenciadamente segundo as operações, admitindo maior variabilidade diária e tendo por base o interbancário e as operações de *open market* do Banco da

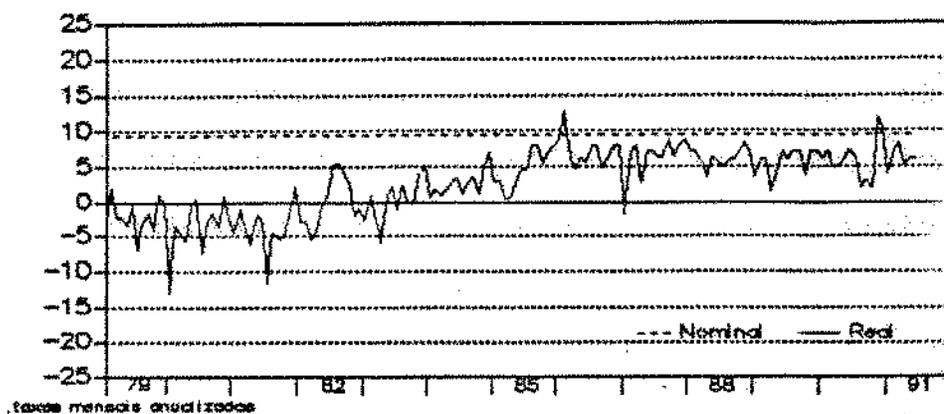
França. Em consequência, o banco central teve que reconstituir seu próprio *portfólio* de títulos para prover de maior eficácia suas intervenções no interbancário no *open market*.

A compreensão do Banco da França era, todavia, que aqueles instrumentos seriam necessários mas não suficientes para o controle da liquidez primária. Com a abertura de novas operações ao sistema bancário e com a progressiva importância que vinham assumindo as instituições financeiras não-bancárias e os novos produtos financeiros, a administração das reservas dos bancos seria vital para influenciar o custo da liquidez no interbancário. A regulação das reservas responderia, assim, como uma política de controle da base de expansão da moeda bancária através do seu custo.

Apesar da possibilidade de, a curto prazo, quando as antecipações das instituições - mercado e banco central - forem convergentes, regular o crédito bancário pelo seu custo, a política de fixação dos juros sofre, a longo prazo, constrangimentos importantes. Em primeiro lugar, porque a estrutura das taxas de juros dependerá das expectativas de rentabilidade dos principais agentes econômicos, e essa é uma faceta cada vez mais importante do sentido da causalidade da demanda para a oferta de moeda. Em segundo, porque é afetada pela abertura do mercado financeiro francês

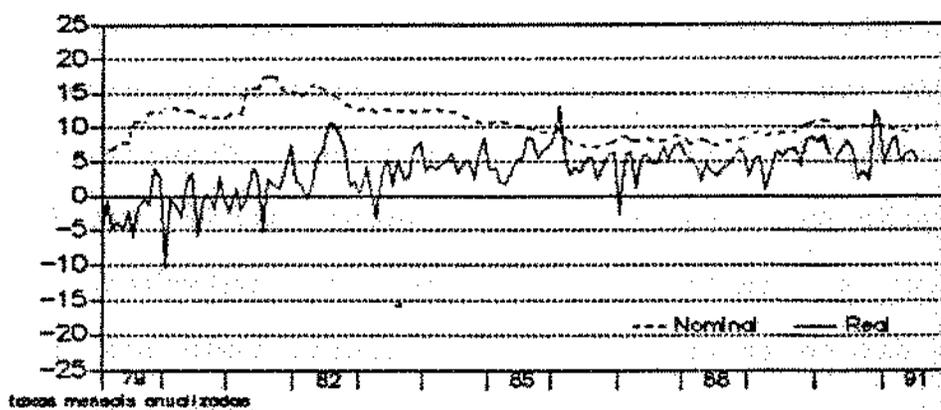
G III.2.4.1. Franca

Taxas de Juros sobre Empréstimos
Discount Rate



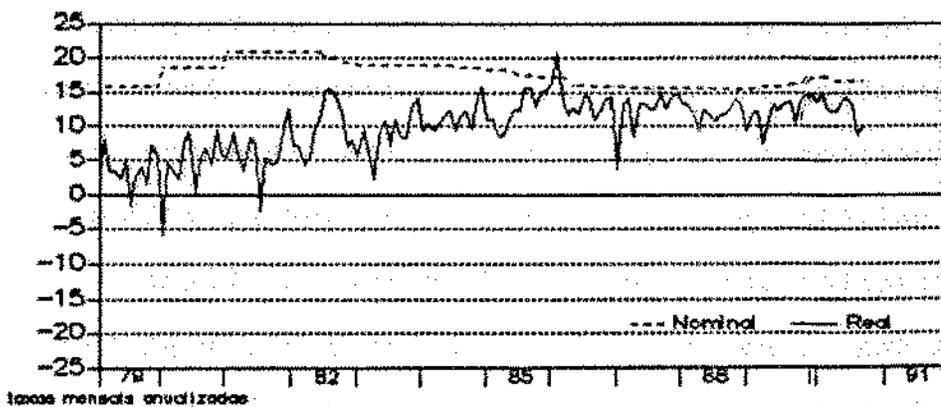
G III.2.4.2. Franca

Taxas de Juros sobre Empréstimos
Interbank Money Rate

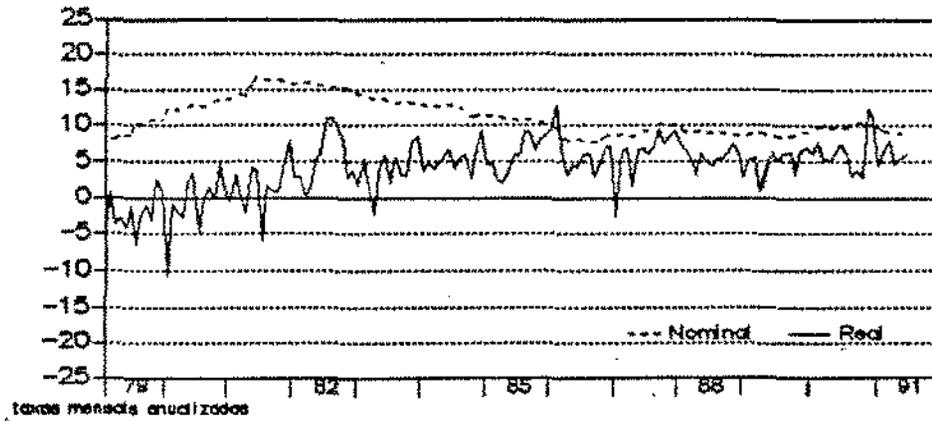


G III.2.4.3. Franca

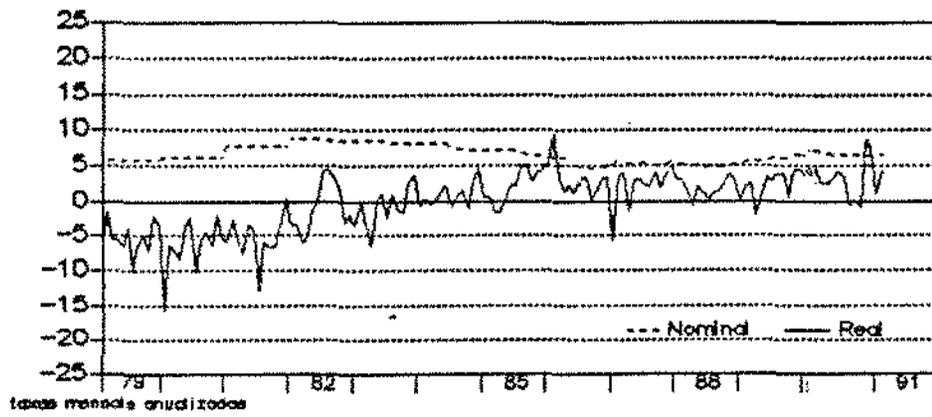
Taxas de Juros sobre Empréstimos
Lending Rate



G III.24.4. Francia
 Taxas de Juros para Depositos
 Bond Yield



G III.24.5. Francia
 Taxas de Juros para Depositos
 Deposit Rate



ao exterior e pelo funcionamento do SME. Desde a criação desse sistema as taxas de juros da França vêm, paulatinamente, alinhando-se às alemãs. Tal integração tem a necessidade de uma convergência maior entre as políticas de ajuste macroeconômico da França e da Alemanha, porque, caso as taxas de juros não sejam compatibilizadas, o ajuste entre os dois mercados de capitais será realizado através da taxa cambial. O dilema que aprisiona cada vez mais o Banco da França é que se não colar sua política de juros à dos demais países do SME, o mercado moverá a paridade do franco francês. E, quando tentar uma política mais agressiva de compatibilização dos juros para manter o câmbio estável, perderá graus de liberdade para administrar a liquidez bancária, rolar a dívida pública e administrar a demanda agregada.

III.3. Bancos Centrais e Mercado Cambial.

Até meados dos anos 60, a expansão da liquidez internacional era realizada pelos grandes bancos, cujos comportamentos eram condicionados pela situação das reservas nacionais em ativos e divisas conversíveis e pela política de administração de seus ativos realizada pelos próprios bancos. O movimento internacional de capitais ficava fortemente influenciado pela política de investimentos institucionais dos bancos centrais; ou seja, por suas estruturas de ativo e passivo, pelas reservas líquidas dos

sistemas bancários nacionais, pelas taxas de juros cobradas pelo redesconto bancário e pela concessão de linhas de crédito especiais pelos bancos centrais ao sistema bancário. Nesses termos, a criação de liquidez internacional subordinava-se às políticas monetárias nacionais.

O advento dos euromercados e, posteriormente, das inovações financeiras representaram um potencial autônomo de liquidez sistêmica independente das autoridades monetárias nacionais. Os mercados de euromoedas permitem aos agentes econômicos suplantar a restrição representada pelas reservas dos sistemas monetário-financeiros nacionais à busca de liquidez. Como coloca Paul Davidson (1982:223): "Os eurobancos têm a capacidade de expandir o volume e as formas potenciais de contratos financeiros entre agentes, o que não passa pelos sistemas bancários nacionais. Dessa forma, o ajuste dos pagamentos internacionais e a criação de liquidez internacional estão deslocando-se da esfera de ação dos bancos centrais para a dos eurobancos. Ao longo do tempo, à medida que os eurobancos se desenvolveram, seus passivos tornaram-se o principal *modicum* de contratos financeiros entre agentes internacionalizados. À medida que o valor das transações elevava-se significativamente, os eurobancos adquiriam a capacidade de criar moeda como múltiplo de suas reservas de base. Assim, a existência de mercados de euromoeda desregulamentados cria, *per se*, as condições potenciais para validar a expansão interna e endógena da

oferta de moeda sempre que houver desequilíbrio na balança comercial. Não existe mais uma oferta limitada de ativos monetários que esteja claramente sob o controle dos bancos centrais nacionais".

Como um dos corolários, tem-se a dificuldade crescente das políticas de regulação cambial dos bancos centrais, visto que seus ativos são inferiores e menos diversificados que os dos eurobancos. Por isso, os seus instrumentos de intervenção perdem eficácia e, às vezes, efetividade. A capacidade de intervenção no mercado à vista de câmbio, por exemplo, é função dos níveis de reservas líquidas dos bancos centrais. As intervenções no mercado a termo dependem das reservas líquidas dos sistemas bancários nacionais e das conexões destes com o interbancário internacional e, assim, da capacidade dos bancos realizarem as operações determinadas pelos bancos centrais. A manipulação da taxa de redesconto, enquanto piso do espectro dos juros e variável central para conectar o interbancário às operações cambiais, é limitada pelo *trade-off* existente entre os objetivos do balanço de pagamentos e a rolagem do endividamento interno. Por fim, porque a própria flutuação cambial ao exacerbar as expectativas de mercado, aumentando a volatilidade da taxa de câmbio num sistema de alto potencial de liquidez, requer intervenções mais constantes e, às vezes, em direções opostas no mercado monetário, diminuindo a eficácia da política cambial.

Apesar de tais restrições, o comportamento dos principais bancos centrais sob câmbio flutuante continua sendo o de intervir no mercado de divisas para resguardar minimamente o valor externo de suas moedas, mesmo que para isso tenham que desembolsar 62 bilhões de francos franceses, como o Banco da França em 1981. De um modo geral, a política cambial dos principais bancos centrais europeus e do FED, a partir de 1973, revela a adoção de posturas limites. Em momentos de menor turbulência financeira as autoridades monetárias regulam, via de regra, os movimentos erráticos ou especulativos de curto prazo, aceitando o *bias* expectacional de médio prazo em relação à cotação das divisas no mercado cambial. Trata-se, nesses momentos, de tão somente *lean against the wind*. Em outros momentos - como de 1979 a 1981, quando se tratava de reverter a desvalorização do dólar, ou, de 1985 e 1986, quando se buscava evitar um *hard landing* da moeda americana - o FED procurava orientar as oscilações de curto prazo no sentido de influenciar um *bias* de médio prazo favorável aos objetivos da política econômica americana.

Em suas práticas diárias os bancos centrais colocam-se como instituições que, conjuntamente com o mercado, participam da formação das expectativas que moldam o curso do câmbio. A taxa de câmbio tornou-se para essas instituições uma variável de referência, cuja "racionalidade" é um dos condicionantes básicos de uma

relativa estabilidade sistêmica e da maior efetividade da política econômica do Estado. A importância da estabilidade e da previsibilidade do curso das taxas de câmbio para a eficácia das políticas macroeconômicas européias é evidenciada pela criação da Serpente Monetária em 1972, e por sua reafirmação institucionalizada em 1979, o Sistema Monetário Europeu (SME), cujo objetivo é a cooperação monetária entre os países-membros criando uma zona de estabilidade cambial. A visão subjacente é que o SME garantiria taxas de câmbio estáveis e ajustáveis, repartindo os encargos de intervenção e de ajustamento no mercado cambial entre os bancos centrais envolvidos, e desenvolvendo maior cooperação entre as políticas monetário-financeiras dos países.

Embora o objetivo do SME seja constituir uma rede de relações estável entre as divisões comunitárias, o papel do dólar nas relações monetárias internacionais torna o curso cambial europeu bastante contábil pelas flutuações das moedas americana e alemã. Na realidade, o SME deve ser visto como uma tentativa de flutuação controlada de algumas moedas européias em relação ao marco alemão e ao dólar, moedas cujos valores constituem o alvo principal da ação dos bancos centrais.

O mercado de câmbio é o *locus* de redefinição dos *portfolios* de ativos plurimonetários. É onde se ajustam

oferta e demanda por dólares e por ativos denominados em dólares contra todas as demais denominações monetárias, sendo o dólar a divisa-chave. Assim, qualquer transação cambial passa, necessariamente, pelo dólar; a intervenção dos bancos centrais europeus no mercado à vista de câmbio, por exemplo. Sob o regime de câmbio fixo este era o instrumento privilegiado, visando a manutenção do curso do câmbio dentro dos limites de variação preestabelecidos; nos anos de 1970 e de 1980 perde espaço devido ao "custo de uso" das reservas. Em seu princípio de funcionamento essa intervenção é de grande simplicidade: qualquer banco central está apto a comprar ou a vender sua moeda para corrigir perturbações que possam ensejar modificações não desejadas no curso do câmbio. O fim dos movimentos erráticos e especulativos dá-se, sob a responsabilidade das autoridades monetárias, antes mesmo que eles tenham engendrado movimentos na taxa de câmbio.

Tal processo de compra e venda de moedas pelos bancos centrais sempre envolve o dólar. Os princípios de organização e de funcionamento do mercado cambial são tais que qualquer transação, mesmo que não concernente ao dólar, é decomposta em uma dupla operação implicando a moeda americana. A rapidez das comunicações bancárias internacionais e a magnitude das arbitragens multilaterais com divisas garantem o alinhamento das paridades cruzadas à paridade com o dólar.

O papel de divisa-chave desempenhado pelo dólar influencia diretamente as condições de intervenção dos bancos centrais. Durante o funcionamento da Serpe, as intervenções dentro dos intervalos-limites de variação das divisas eram realizadas em moedas europeias, com o objetivo de evitar que as políticas macroeconômicas nacionais se tornassem contraditórias. Entretanto, quando o curso das divisas tornava-se muito instável, as intervenções com moeda americana passavam a ser importantes. Quando o franco francês, por exemplo, estava em seu piso em relação à moeda alemã, as intervenções do Banco da França para estabilizar o franco eram realizadas em marco alemão e em dólares: vendas de marco por francos franceses; vendas de marco por dólares e compra de francos franceses com dólares. *Ceteris paribus*, isto contribuía para uma alta do dólar em relação ao marco e para a queda do dólar em relação ao franco francês no mercado francês de divisas.

Mais uma vez é difícil dissociar a política de intervenção no mercado de câmbio à vista da política de detenção de reservas. Estas são, ao mesmo tempo, a fonte das intervenções no mercado de câmbio e a restrição maior desse procedimento dos bancos centrais. A aversão dos bancos centrais em relação a qualquer diminuição de suas reservas responde a três ordens de fatores. Primeiro, porque é indicador de tensões nascentes em relação à moeda nacional,

que podem emergir no mercado de câmbio. Segundo, porque é percebida como entrave ao exercício futuro da racionalidade cambiária. E, terceiro, porque exerce efeitos perversos sobre as antecipações cambiais, o que pode exigir intervenções ampliadas, recolocando o limite das reservas.

Além das intervenções no mercado corrente de câmbio, os bancos centrais tentam influenciar o curso cambial a prazo. O mercado a termo é importante por ser, basicamente, interbancário e por servir de base às expectativas e às oscilações futuras da taxa corrente, a qual se forma no mercado a partir da avaliação que este faz da taxa a prazo. Isto porque, não ocorrendo nenhum "acontecimento extraordinário", a taxa de fechamento dos contratos cambiais a prazo radiografa o estado da concorrência e das expectativas no mercado monetário-financeiro. As operações a prazo dos detentores de ativos repercutem sobre o mercado interbancário corrente sempre que modifiquem a "posição de câmbio" dos *dealers* num sentido não esperado ou desejável.

A cobertura corrente das ordens a prazo de seus clientes pode gerar problemas de "fechamento de posição" aos bancos, que são resolvidos a partir de operações de empréstimos e de *swaps*, ou de operações cruzadas de empréstimos, cujos custos relativos compõem a taxa de conversão a prazo entre moedas. O mercado a prazo é, assim,

um mercado internacional de divisas e de moeda nacional constituído pelos diversos mercados monetários nacionais, pelos euromercados ou mercados internacionais, pelos mercados de swaps. A taxa de câmbio corrente é a taxa a prazo modulada pela taxa diferencial de juros monetária e euromonetária entre as moedas transacionadas, pela importância e situação do sistema bancário nacional que realiza a transação.

As intervenções dos bancos centrais no mercado a prazo são de duas naturezas: uma, puramente cambial; a intervenção a prazo através de ordens de compra ou venda de divisas; outra, de natureza mais monetária, através de empréstimos do sistema bancário e das swaps. Estas duas intervenções impactam o curso do câmbio a prazo, influenciando a taxa corrente. Passando ordens de compra ou de venda a prazo ao sistema bancário, os bancos centrais exercem uma influência direta tanto sobre a taxa de câmbio corrente quanto sobre a taxa a prazo.

Uma política de sustentação do franco francês diante de uma pressão baixista do mercado leva o Banco da França a vender dólares ao sistema bancário por um determinado prazo julgado suficiente para reverter as expectativas pessimistas. Tal resolução do Banco da França muda a posição do sistema bancário francês no mercado de câmbio, passando de comprador a vendedor de dólares pelo

montante equivalente à ordem do banco central. Cancelam-se, assim, as operações interbancárias de compra de dólares provocadas pelas demandas a prazo ou à vista de seus clientes. Podem até ocorrer vendas excedentes de dólares (por francos) no mercado interbancário à vista, por exemplo. Esse procedimento, em consequência, evita uma situação de demanda corrente excedente de divisas por parte dos bancos, contribuindo para a estabilização do franco, sem a punção imediata das reservas brutas do país.

No mercado interbancário a intervenção a prazo pode suprimir ou diminuir a pressão sobre a cotação a prazo da moeda, modificando a posição de fechamento de mercado. A elevação da demanda por *swaps* de dólares contra francos tenderia a elevar a taxa de juros sobre os empréstimos em dólar e a diminuir a taxa de juros sobre os empréstimos em franco. Conseqüentemente, o efeito seria duplo: a) uma apreciação menor, ou até depreciação do franco corrente e, portanto, de todas as demais divisas pelo jogo da arbitragem multilateral; em seguida, assistir-se-ia à diminuição da conversão de dólares em francos, principalmente devido à queda da taxa de juros sobre os créditos em franco. Se este último efeito não for desejável, o banco central pode neutralizá-lo, aumentando sua taxa de intervenção no *open market*.

As autoridades monetárias podem, também, interferir diretamente sobre a posição de fechamento do interbancário através de operações *swaps* ou de operações de débito e crédito. Através desses instrumentos elas influenciam o funcionamento do mercado, modificando as posições de gestão de tesouraria dos bancos. Se o banco central fizer uma operação de *swap* emprestando francos e tomando dólares com os intermediários financeiros, coloca-os em posição de tesouraria de prestador de francos e de tomador de dólares, minimizando a conversão de francos em dólares. As autoridades monetárias podem, igualmente, tomar os dólares depositados no sistema bancário como depósito junto ao banco central, mudando a sua posição de tesouraria.

Este tipo de intervenção - *swaps* ou depósitos - não tem, a princípio, nenhuma incidência direta sobre a cotação corrente. Qualquer que seja o instrumento de intervenção utilizado, a influência sobre a taxa a prazo exerce-se pelo jogo de modificações das condições de gestão de caixa internacional do sistema bancário. As oscilações nas taxas a prazo antecipam o comportamento futuro da taxa corrente. É como se, prevalecendo determinadas convenções entre o mercado financeiro e o banco central, e não ocorrendo nenhuma mudança na confiança que os clientes atribuem ao êxito de seus investimentos, a taxa a prazo "de ontem" se tornasse a taxa corrente "de hoje".

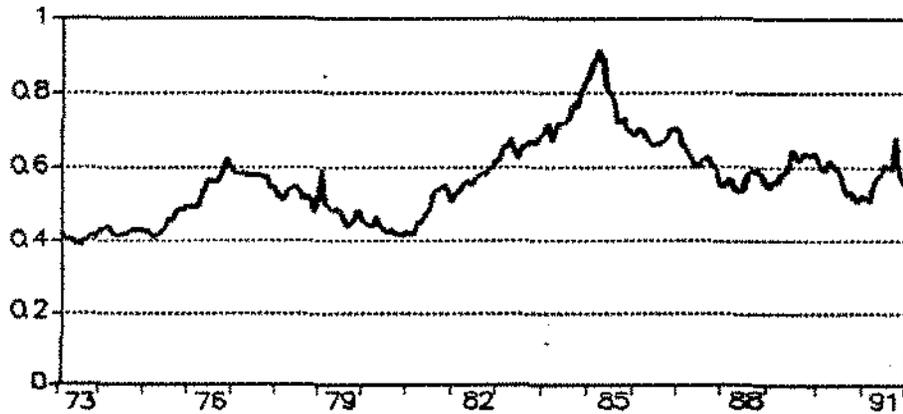
As taxas de refinanciamento bancário junto a seus respectivos bancos centrais são usualmente, também, utilizadas pelas autoridades monetárias como instrumento de política cambial, na medida em que afetam a remuneração dos ativos denominados nas diversas moedas nacionais e a determinação da taxa de câmbio a prazo no mercado monetário, formando expectativas e antecipações cambiais, que podem ser sancionadas ou combatidas pelo movimento dos juros. A gestão da taxa de juros num mercado monetário internacionalizado, modificando o custo do refinanciamento bancário, afeta as taxas de conversão a prazo entre as divisas (dólar-marco, dólar-iene, iene-marco). Na hipótese de uma elevação da taxa de juros como instrumento de combate às pressões contra uma determinada divisa haverá um encarecimento das tomadas de posição a prazo, aumentando o custo de conversão da moeda nacional.

Se, por exemplo, uma especulação contra o marco alemão levar o sistema bancário a aumentar seu nível de empréstimo junto ao *Bundesbank* para comprar dólares, e se este elevar a sua taxa de redesconto, o custo do empréstimo em marco alemão elevar-se-á e, consigo, o custo das tomadas de posição a prazo em dólares pelo sistema bancário. Em consequência, diminuem as conversões a prazo de marco em dólar. Outro efeito é o desencorajamento das tomadas de posição antecipativas: os importadores que acelerassem seus pagamentos com cobertura a prazo pagariam

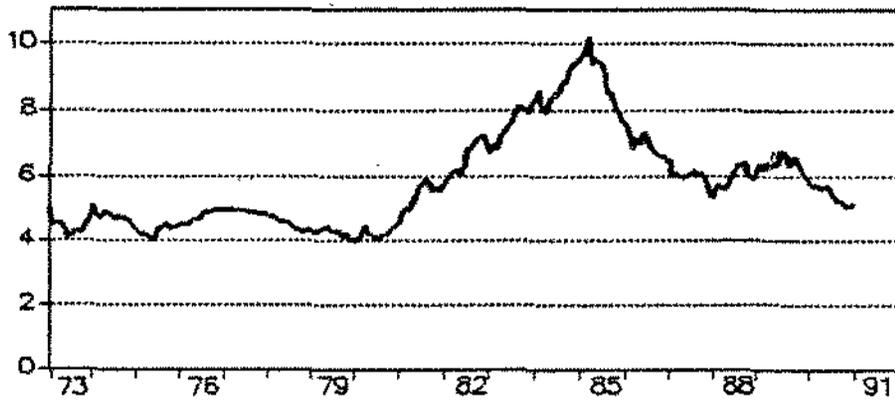
uma taxa cada vez maior; e os exportadores, que atraíssem, seriam incentivados a operar a conversão dada a importância da taxa a prazo.

O emprego da taxa de juros como instrumento de política cambial implica uma sincronização mínima das políticas monetárias entre os países. No SME, os países-membros alinham-se à política monetária alemã e esta, e a japonesa, via de regra, à dos americanos, colocando desde logo o problema de autonomia relativa das políticas monetárias e fiscais para *n-f* países. Mesmo com autonomia relativa, a prática dos bancos centrais tem sido influenciar as regras do jogo da oferta e da demanda por divisas e combater qualquer dinâmica perversa da taxa de câmbio que valide um processo autocumulativo de depreciação da moeda nacional. O que significa que, a partir dos anos 70, em vários momentos, a taxa de câmbio tornou-se mais um objetivo do que um instrumento das políticas de ajuste macroeconômico. Somente quando a restrição externa, representada pela volatilidade da taxa de câmbio, é superada, é que as autoridades monetárias se voltam para os objetivos macroeconômicos internos.

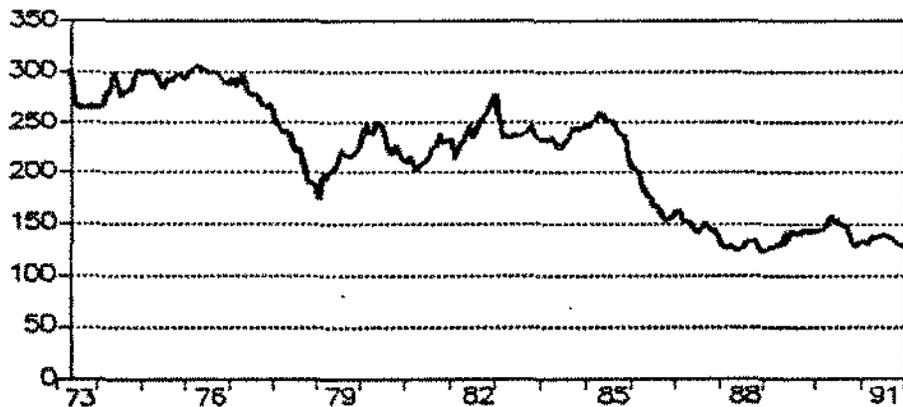
G III.3.1. Evolucao da Paridade
Libra / Dolar



G III.3.2. Evolucao da Paridade
Franco / Dolar

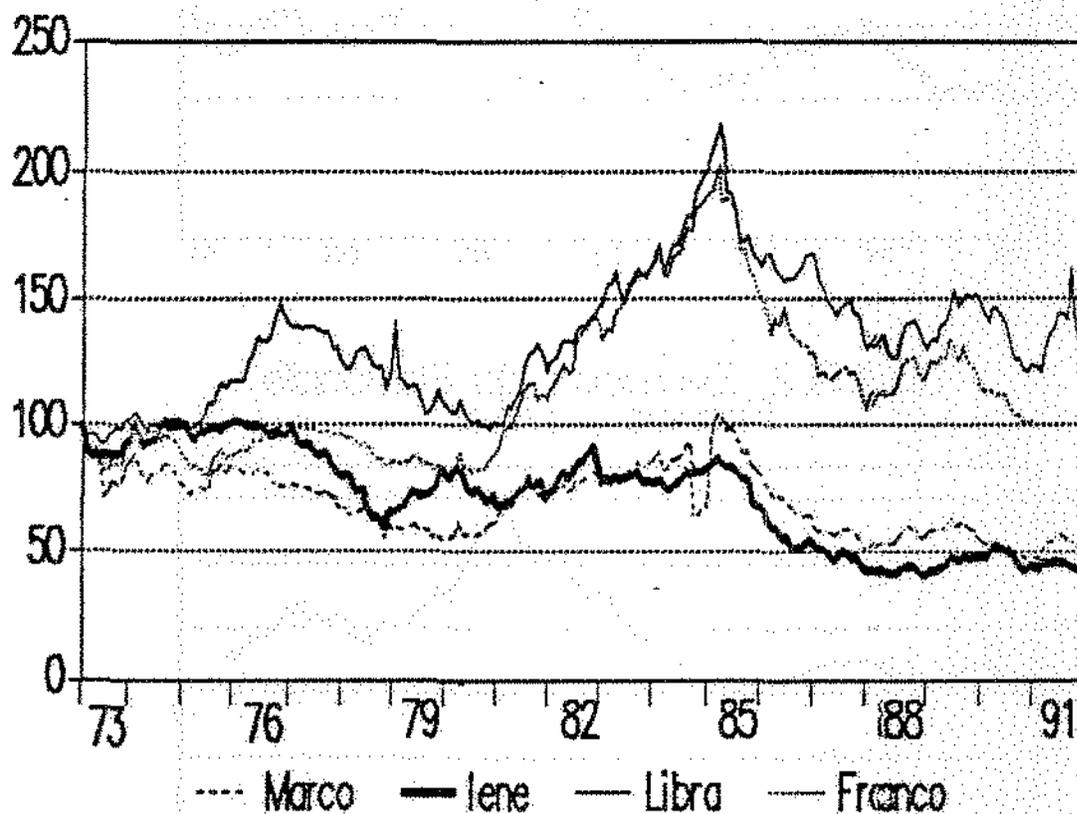


G III.3.3. Evolucao da Paridade
Iene / Dolar



G III.3.4. Evolucao das Paridades em relacao ao dolar

(jan 73 = 100)



III.4. Inter-relação Fiscal, Monetária e Cambial; Alguns Elementos para se Pensar a Coordenação das Políticas Macroeconômicas de 1985 a 1989.

As seções anteriores evidenciam que as relações existentes entre as políticas fiscal, monetária e cambial são determinadas pelo arcabouço institucional de cada país e por seu grau de abertura ao exterior. A efetividade das políticas macroeconômicas e a existência de "correias de transmissão" entre fisco, juros e câmbio devem, assim, ser pensadas em função de parâmetros históricos concretos: a existência, ou não, de acesso direto do tesouro ao banco central; a existência de títulos públicos com prazo e juros negociáveis; a estrutura de prazos de vencimento e os principais detentores da dívida pública; a possibilidade de redescontos quase que automáticos do sistema bancário junto aos bancos centrais; o tipo de relação entre bancos e demais intermediários financeiros, e entre bancos e empresas; a diversificação e o nível de concorrência entre as instituições financeiras; e os níveis de desregulamentação, integração internacional e de inovação dos mercados financeiros privados.

Nos Estados Unidos, como vimos, parte significativa da dívida pública é financiada por títulos negociáveis de curto e médio prazos de propriedade dos bancos e do setor privado não-bancário, destacando-se, entre

os últimos, as instituições financeiras. Em 1986, os bancos foram responsáveis por US\$ 513 bilhões e as instituições financeiras por US\$ 342 bilhões do financiamento de uma dívida bruta total de US\$ 1.309 bilhões. Os títulos não-negociáveis têm, hoje, menor participação no financiamento público e são, na maioria, ativos dos bancos centrais estrangeiros e de instituições oficiais. Tal perfil de endividamento público, por si só, já coloca peculiaridades à inter-relação das políticas monetária e fiscal nos Estados Unidos.

Sendo os títulos públicos ativos negociáveis dos intermediários financeiros, tornaram-se, progressivamente, na economia americana, instrumentos importantes de colateralidades entre estes últimos. Tornaram-se, também, alternativas de aplicação para o público e, assim, instrumentos de alavancagem de liquidez para as instituições financeiras a curto prazo. E, continuam a constituir um veículo potencial de controle da liquidez dos bancos, a curto prazo, pelo FED. É no contexto destas três funções do título público na economia americana que se deve discutir as relações entre déficit fiscal e política monetária. Via de regra, o FED, em seu objetivo de regular a liquidez sistêmica, tenta fixar a taxa de juros do interbancário, controlando as reservas emprestadas do sistema bancário através de operações de *open market*. A exceção foi o período de 1980, quando tentou determinar a expansão da

quantidade de moeda de banco central através da regulação das reservas não-emprestadas e da taxa de redesconto.

Sob ambas as práticas, entretanto, a função dos títulos públicos foi a de garantir controles mínimos ao FED sobre o sistema de bancos afiliados no que tange à expansão desejada para a liquidez sistêmica. As taxas de juros emergentes das operações de mercado aberto e do interbancário eram dois pontos em um espectro mais amplo dos mercados *onshore* e *offshore*. Estas taxas de juros, apesar de não alinharem mais nem o comportamento da oferta global de moeda e da demanda por crédito, nem o dos depósitos no sistema financeiro, moldam a liquidez primária e afetam as expectativas quanto aos juros de mercado. As elevadas taxas de desconto e do interbancário decorrentes dos novos procedimentos do FED entre 1980 e 1982, ensejaram, por exemplo, grande volatilidade dos agregados monetários (M_1 e M_2), da demanda por créditos e das próprias taxas de juros de mercado, e realçaram a natureza financeira do déficit fiscal americano, natureza esta que tem um duplo aspecto. O primeiro, e mais usual, refere-se à incidência do serviço da dívida sobre os déficits anuais em períodos em que as taxas de juros são reais, elevadas e voláteis. O segundo, que o título público torna-se uma condição necessária de funcionamento das instituições financeiras americanas. Com efeito, a política de *open market* deixa, cada vez mais, de ser um instrumento fiscal para tornar-se uma condição

necessária, embora não suficiente, para o funcionamento do sistema financeiro e para a regulação, a curto prazo, da liquidez primária de seus bancos afiliados pelo FED. Na realidade, o FED, não mais podendo atuar sob a toga a estrutura de liquidez sistêmica, concentra sua intervenção nos bancos afiliados, respeitada a interdependência dos mercados bancários *onshore* e *offshore*.

Atuar discricionariamente num mercado de capitais internacionalmente integrado, desregulamentado e inovativo, acirra a concorrência entre as instituições financeiras, o que se consubstancia em mais inovações e desregulamentações. Nesse contexto, os bancos afiliados ao FED perdem espaço de liquidez tanto como captadores de depósitos, quanto na criação de crédito. Como assinala Braga (1991:13), referindo-se aos Estados Unidos: "(...) no período recente organizações comerciais e manufatureiras começam a ser criadas de companhias de seguros, de companhias emissoras de vários tipos de títulos, de instituições de poupança e de *non-bank banks* (...) As organizações comerciais e manufatureiras entraram no sistema de serviços financeiros de uma forma tão expressiva que os chamados *non-*

(1)

o aumento das taxas de juros tem pouco a ver com o déficit fiscal e que o aumento da intermediação financeira - é corroborada pelos estudos empíricos de V. Tanzi (IMF, Staff Papers nº 4, dez. 1985. "Fiscal deficits and interest rates in the US"). O autor mostra que o déficit fiscal foi responsável pela elevação de 2% do índice das taxas de juros de 1981 a 1984. Parte substancial do incremento dos juros sendo explicado: pela desregulamentação do mercado de capitais; pelas mudanças da política monetária do FED; e pelos efeitos das modificações da legislação fiscal, em 1981 e 1982, sobre os investimentos.

bank banks detêm uma participação no mercado de 45,6%, ao passo que os bancos propriamente ditos, 54,4%, tanto na oferta de empréstimos a empresas, quanto nos empréstimos para o consumidor. Além disso, há uma importante presença dessas empresas no mercado financeiro em geral, que envolve operações de desdobramento de títulos privados e, através de operações financeiras associadas, a aceitação de títulos públicos".

Se tais inovações institucionais por si só determinam um largo espectro de juros de mercado, a volatilidade do câmbio sob regime de flutuação de divisas tende a acentuar a diferenciação dos juros segundo ativos e mercados específicos e a intensificar a instabilidade das taxas de juros e de câmbio. Por isso, desde a crise dos anos 70, para os principais bancos centrais, a taxa de câmbio deixou de ser um objeto secundário da política monetária. No caso dos Estados Unidos, por exemplo, trata-se de determinar um diferencial juros-câmbio que garanta o nível dos fluxos de financiamento externo requerido e que torne as expectativas de mercado menos instáveis em relação ao curso futuro do dólar, para não afetar o valor do estoque de ativos denominados em moeda americana.

Mudanças nos diferenciais de juros - correntes ou esperados - podem levar a redefinições significativas de *portfolios* entre ativos denominados em diferentes divisas.

Por outro lado, mudanças esperadas nas taxas de câmbio influenciam os preços dos ativos de diferentes denominações monetárias e, conseqüentemente, as taxas de juros de mercado daqueles ativos. Nessa situação, as taxas de juros e de câmbio tornam-se variáveis interdependentes e, muitas vezes, influenciadas pelo comportamento do mercado financeiro internacional. Nesse *locus, in extremis*, podem ocorrer mudanças "especulativas" na composição dos *portfolios* plurimonetários dos agentes privados que alterem significativamente a taxa de câmbio, os preços relativos dos ativos financeiros e ativos reais e as taxas de juros, de forma quase independente dos déficits em conta corrente, dos déficits fiscais e dos fluxos financeiros entre países. A iminência desta possibilidade-limite e a necessidade de promover uma desvalorização concertada da dívida americana com o exterior explicam as tentativas de coordenação entre as políticas macroeconômicas dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão.

No que tange à Alemanha, seu arcabouço financeiro-institucional e o papel do marco no SME moldam perspectivas diferentes daquelas dos Estados Unidos em relação à coordenação macroeconômica no interior do Grupo dos Três. Contrariamente ao "modelo anglo-americano", as repercussões do endividamento público no mercado financeiro são mais limitadas. A expansão da dívida pública, de regra, financiada por títulos públicos de longo prazo junto aos bancos, ou por

empréstimos diretos do sistema financeiro. Mesmo após 1973, a diversificação dos instrumentos de financiamento do déficit público não alterou o perfil dos *portfolios* das instituições de crédito alemãs, que continuaram predominantemente compostos por títulos de médio e longo prazos não-negociáveis junto ao público. Nesse caso, a colocação de títulos públicos tem menor impacto sobre os instrumentos da política monetária e sobre a eficácia de seus instrumentos do que nos Estados Unidos e na Inglaterra.

Outro ponto importante a salientar no caso alemão é que as relações estreitas entre bancos e indústrias limitaram a diversificação de formas alternativas de financiamento e das inovações no mercado de crédito, ratificando a maior efetividade da regulação do *Bundesbank* sobre a liquidez sistêmica, ou seja, garantindo maior eficácia à política monetária alemã, quando comparada à americana ou à inglesa. Assim, pode-se dizer que, na Alemanha, a maior parte das disjuntivas colocadas à política econômica explicita-se em termos de estabilidade e crescimento, exceto naqueles momentos em que a necessidade de sustentar a desvalorização do dólar sobrepõe-se aos objetivos macroeconômicos internos.

Para o *Bundesbank* quaisquer modificações na oferta de moeda que não reflitam variações esperadas na produção e/ou nos preços devem ser combatidas incondicionalmente.

Isto porque, para aquela instituição, a origem mais importante daquelas modificações são operações cambiais decorrentes de variações no valor de mercado do dólar e das moedas do SME. Tentativas para estabilizar o mercado de cambio necessariamente determinam variações na expansão prevista para a oferta de moeda. Um país que tem a sua moeda desvalorizada deve entrar no mercado de cambiais comprando a sua própria moeda, usando para este fim reservas internacionais (próprias, emprestadas ou através de operações de *swaps*). Isto, *ceteris paribus*, termina por reduzir a liquidez da economia em questão, pressionando as taxas de juros e tornando a política monetária contracionista.

A valorização cambial, ao contrário, aumenta o poder de compra que pode ser usado tanto para acumular reservas internacionais, como pode ser gasto em consumo, investimentos e importações. Nestes casos, todavia, na visão do *Bundesbank*, os bancos centrais devem intervir, tentando neutralizar os efeitos do câmbio sobre a liquidez interna através de operações de mercado aberto. Devem tentar esterilizar as variações indesejáveis da liquidez interna. Vale dizer, intervenções no mercado de câmbio só se tornam eficazes, para o *Bundesbank*, caso acompanhadas, simultaneamente, de intervenções no mercado monetário-financeiro.

É no contexto das possibilidades diferenciadas de intervenção do FED, do *Bundesbank* e do Banco do Japão nos mercados monetário e cambial e do comportamento dos agentes financeiros privados internacionais, que devem ser analisadas as tentativas de coordenação das políticas macroeconômicas no interior do G3. Tais tentativas, a princípio, visavam neutralizar as conseqüências do desequilíbrio entre os déficits estruturais da economia americana e os superávits em conta corrente da Alemanha e do Japão, e sobre as expectativas do mercado financeiro a respeito de um possível *hard landing* do dólar. Para tal, o tesouro e o banco central americanos necessitavam sustentar o fluxo de capitais para os Estados Unidos, mas a taxas de juros menores, o que só seria factível se a Alemanha e o Japão reduzissem também as suas e aceitassem a valorização do marco e do iene.

Após o Acordo do Plaza, o tesouro americano reiterou claramente sua intenção de dar continuidade à desvalorização do dólar, suspendendo quaisquer intervenções no mercado cambial, reforçando, assim, a postura baixista dos agentes econômicos. Com esta posição das autoridades americanas, a Alemanha e o Japão confrontaram-se com a alternativa de redução de suas taxas de juros (ou de intervenção no mercado cambial, o que tornaria suas políticas monetárias mais expansivas), ou de aceitação da valorização do marco e do iene, que poderia, num futuro

próximo, reduzir seus superávits comerciais com os Estados Unidos. O emprego da política cambial como instrumento de ajuste macroeconômico pelos Estados Unidos e a aquiescência do FED, durante 1986, com uma política monetária acomodaticia, determinaram uma postura mais flexível das políticas monetárias do *Bundesbank* e do Banco do Japão. Os resultados em termos de redução das taxas de desconto foram significativos durante 1986. Caíram de 7,5% para 5,5% nos Estados Unidos, de 5% para 2,5% no Japão, e de 4% para 3% na Alemanha. O marco valorizou-se 33,3% em relação ao dólar americano e o iene 30,4% durante aquele mesmo ano.

A continuidade da desvalorização do dólar a partir do final de 1986, entretanto, não se daria sem querelas no interior do aparelho de estado americano e entre os Estados Unidos e a Alemanha. A posição do tesouro americano era que o dólar ainda estava sobrevalorizado e que, por isso, o FED deveria dar continuidade a sua política monetária expansionista com base na redução da taxa de desconto para suportar posteriores desvalorizações cambiais. Volker e o *Open Market Committee*, ao contrário, achavam que a taxa de juros já tinha atingido o seu nível adequado e que a continuidade de uma política monetária expansionista induziria pressões inflacionárias na economia americana e minaria a confiança dos investidores internacionais nos ativos denominados em dólar. Da mesma forma, o *Bundesbank*, por motivos externos, não via com bons olhos a continuidade

da queda de sua taxa de redesconto e a necessidade de intervenções autônomas no mercado cambial, como garantia de uma valorização progressiva do marco. Tal combinação diminuía os graus de liberdade da política monetária alemã para controlar a estabilidade de sua economia.

"Nestas circunstâncias, a capacidade política de Baker de dar continuidade à desvalorização concertada do dólar erodir-se-ia e o risco inflacionário decorrente da depreciação cambial aumentaria. Por isso, Baker passou a adotar uma nova estratégia, acedendo, a partir do outono de 1986, em uma série de acordos para estabilizar o dólar num período de 15 meses: o Acordo Baker-Miyazawa, em outubro de 1986; o Acordo do Louvre, em fevereiro de 1987; e a redefinição dos limites de variação para o iene acordados no encontro do Louvre, em abril de 1987. Esses acordos foram semelhantes em vários aspectos. Primeiro, eles, secretamente, identificavam limites de variação para as taxas de câmbio que definiam responsabilidades de intervenção ou de consulta entre os signatários. O G7, e o G3 em particular, estavam experimentando, confidencialmente, *target zones* para suas taxas de câmbio. Segundo, os acordos incluíam promessas de política macroeconômica externa cujos impactos eram incertos. Baker, entretanto, limitava tais compromissos a intervalos de variação para as variáveis-alvo. Terceiro, e talvez o mais importante, limitavam o compromisso de defesa dos limites de variação cambial às

contingências prognosticadas" (Destler; Henning, 1989: 57-58).

O acordo Baker-Miyazawa foi, na realidade, a forma encontrada pelos Estados Unidos para pressionar a Alemanha para que continuasse a apoiar uma estabilização concertada do dólar através da manutenção de um *mix* monetário-fiscal expansivo. Os japoneses comprometeram-se a dar continuidade à redução das taxas de juros e a submeter à Dieta proposta de elevação do gasto orçamentário e a proceder uma reforma fiscal, ambas objetivando a ampliação da demanda interna. Tal acordo deveria sinalizar à Alemanha a possibilidade dos Estados Unidos e do Japão moverem, isoladamente, a paridade dólar-iene caso os europeus não dessem continuidade a uma política expansionista, objetivando estimular a demanda interna, o que, potencialmente, significaria uma elevação das exportações americanas.

Mesmo sem que a Alemanha se posicionasse a respeito dos rumos futuros de sua política externa, as expectativas do mercado de divisas foram baixistas em relação ao dólar. De outubro de 1986 a janeiro de 1987 a paridade dólar-marco passou de 2,005 marcos por dólar para 1,834; e a paridade iene-dólar de 156 ienes por dólar para 153,4. O fracasso da tentativa do tesouro americano de estabilizar a queda do dólar provocou reações negativas da comunidade financeira americana, que foram compartilhadas

pelo FED, cuja visão era de que o dólar já havia atingido um "nível competitivo". Como colocam Destler e Henning (1989:59) "(...) a comunidade financeira estava crescentemente inquieta com a política de depreciação do dólar e os mercados financeiros começavam a reagir de forma alarmista à queda da moeda americana. Pela primeira vez, desde que começou a depreciação do dólar, o tesouro americano defrontou-se, seriamente, com a possibilidade de a tática ser erodida pela elevação das taxas de juros nos Estados Unidos, fosse devido à possibilidade de grandes mudanças na composição dos *portfolios*, com fugas dos ativos denominados em dólar, fosse por uma reversão da política monetária pelo FED, com o intuito de impedir tal interrupção. Certo de estar perdendo aliados-chave - principalmente Volker - Baker tentaria negociar um acordo multilateral para a estabilização do câmbio".

O Acordo do Louvre deveria responder a tal intento. Embora a face mais divulgada desse encontro tenha sido aquela referente à coordenação entre as políticas macroeconômicas dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão, o peso da política de estabilização do dólar estava concentrado na tentativa do G3 de tornar as paridades de suas moedas fixas, administrando as variações necessárias. O iene e o marco seriam estabilizados em 153,5 e 1,825 por dólar, respectivamente, com um intervalo possível de variação de 5%. Desvios de até 2,5% induziriam uma

intensificação das intervenções dos bancos centrais nos três países para estabilizar a taxa de câmbio. Desvios de 1% requereriam consultas sobre formas alternativas de ajuste macroeconômico nos três países. E as intervenções dos bancos centrais tornar-se-iam mais intensas.

"Em 1987 as autoridades norte-americanas deram suporte à paridade do dólar através de intervenções significativas no mercado de câmbio. Tais intervenções totalizaram US\$ 8,5 bilhões. Todavia, este montante foi insignificante se comparado com as intervenções realizadas pelos bancos centrais dos demais países, particularmente do Banco do Japão, à medida que o iene continuava a se valorizar em relação ao dólar. Na realidade, em termos líquidos, o capital privado parou de afluir para os Estados Unidos, em 1987. Dos US\$ 154 bilhões do déficit em conta corrente, US\$ 120 bilhões foram, naquele ano, financiados pelos bancos centrais estrangeiros. Sem este suporte as taxas de juros americanas teriam que se elevar de forma drástica para atrair os capitais necessários ao financiamento do déficit externo. Em contrapartida, os bancos centrais europeus e japoneses desgastaram-se com o peso dessa intervenção e pressionaram, constantemente, os Estados Unidos para assegurarem o financiamento privado de seu déficit, isto é, para que elevassem suas taxas de juros. Mas, os bancos centrais estavam, também, relutantes em aceitar quedas substanciais do dólar que a ausência de suas

intervencões poderia ocasionar". (Destler; Henning, 1989: 61).

O problema da coordenação de políticas macroeconômicas - no contexto de um mercado financeiro privado internacionalizado e detentor de um estoque de liquidez superior ao das autoridades monetárias - é que as intervenções dos bancos centrais não garantem a estabilidade cambial; e, se por ventura o fazem, é a expensas de maior volatilidade dos juros. Este *trade-off* entre estabilidade relativa do câmbio ou do juros dificulta a harmonização dos objetivos de política econômica dos diferentes países, aguça as contradições entre instrumentos e objetivos, erodindo as bases de sustentação para tentativas posteriores de coordenação macroeconômica.

Este ponto é ilustrado pelos desdobramentos do Acordo do Louvre a partir de agosto de 1987. A substituição de Volker por Greenspan no FED gerou expectativas no mercado quanto à condução da política monetária americana, ocasionando uma posição baixista dos agentes em relação ao dólar. A resposta do FED foi uma elevação da taxa de juros, sinalizando seu propósito de combater as pressões inflacionárias latentes e a queda das taxas de câmbio de mercado. A resposta do *Bundesbank* e do Banco do Japão foi imediata, através da elevação de suas taxas de redesconto. Essa movida conjunta das taxas de juros neutralizaria os

esforços iniciais do FED para estabilizar o câmbio, a menos que os Estados Unidos elevassem novamente sua taxa de redesconto, contrariando o "espírito" da condenação macroeconômica e acirrando as expectativas negativas do mercado quanto à continuidade do Acordo do Louvre.

A elevação das taxas de juros nos Estados Unidos concretizar-se-ia a partir de março de 1988, quando não era mais necessário ao FED intervir pesadamente como empréstador de última instância para neutralizar os efeitos do *crash* de outubro de 1987 sobre a economia americana. A reversão da política monetária foi sinalizada pelo aumento progressivo da taxa do *Federal Funds*. Ela passou de 6,7% em março de 1988, para 9,7% em maio de 1989. A justificativa do FED para tal mudança foi que o déficit comercial americano diminuía em 1988, mas a política monetária deveria restringir a demanda interna para combater as pressões inflacionárias advindas do pleno emprego e da própria desvalorização cambial. O *Bundesbank* reforçaria a posição do FED no sentido de promover uma gradual elevação das taxas de juros na Alemanha, o que marcou o final de um período de negociação concentrada dos juros e do câmbio no interior do G3.

Um balanço final da década de oitenta evidencia que os resultados das políticas macroeconômicas de ajuste dos principais países europeus e dos Estados Unidos ficaram bastante aquém do previsto. Existe, hoje, consenso crescente

entre economistas das mais diversas tendências de que o regime de câmbio flutuante acentuou a instabilidade das principais divisas e falhou em seu objetivo de dotar as políticas nacionais de capacidade para eliminar os principais desajustes macroeconômicos. Além disso, a flutuação cambial não conseguiu isolar as economias nacionais de choques externos, nem aumentar o grau de autonomia de suas políticas monetária e fiscal para buscar o equilíbrio das contas externas, compatibilizando-o com a estabilidade interna.

Ao contrário, a instabilidade cambial das principais moedas de reserva ensejou tentativas de coordenação das políticas monetárias e cambiais dos principais países da OCDE. Mas, mesmo estas só se realizaram entre 1985 e 1988, devido a problemas internos econômicos de cada país. Os Estados Unidos deveriam administrar o auge do ciclo expansivo, minimizando os efeitos da pressão de custos e de um dólar desvalorizado sobre a estabilidade da sua moeda. A Alemanha não gerava mais superávits tão significativos na balança comercial para aguentar a continuidade do processo de valorização do marco; nem, tampouco, a CEE, continuava superavitária em operações correntes, o que diminuía o raio de manobra do *Bundesbank* para manter a estabilidade do SME. O Japão, por seu turno, às voltas com a internacionalização de seu sistema financeiro, não podia atrelar sua política monetária às

vicissitudes da política de coordenação. Além dessas razões internas, a globalização financeira que deslocou grande parte do poder de controle da liquidez sistêmica do bancos centrais para o mercado financeiro privado, tornou difícil a coordenação das políticas monetárias e fiscais dos principais países. A coexistência de bancos centrais nacionais e de um mercado financeiro privado internacionalizado é conflituosa e, por vezes, torna as autoridades monetárias cativas do mercado. A política de desvalorização concertada do dólar advogada por Baker, teve que ser por ele próprio interrompida em 1987, quando paralisaram os fluxos de capital privado para os Estados Unidos. Apesar da reversão tática da tendência do dólar operada pelas autoridades americanas com o apoio dos bancos centrais estrangeiros, as principais divisas passaram por um período de grande volatilidade, ensejando vultuosas intervenções do FED, do Bundesbank e do Banco do Japão no mercado cambial.

CAPÍTULO IV.
CÂMBIO E JUROS: COMENTÁRIOS SOBRE A
INTERDEPENDÊNCIA DE VARIÁVEIS ECONÔMICAS.

"O objetivo de nossa análise não é fornecer um método de manipulação cega que nos dê uma resposta infalível, mas dotar-nos de um método organizado e ordenado de raciocinar sobre problemas concretos. Esta é a natureza do raciocínio econômico. Qualquer outra maneira de aplicar os nossos princípios formais de raciocínio nos induzirá ao erro".
(Keynes, 1936)

Se o regime de câmbio fixo nos anos 50 e nos 60, levou os economistas a interrogarem-se sobre os fatores determinantes do balanço de pagamentos (conta corrente) e sobre as vantagens e desvantagens de tal sistema cambial, a passagem para taxas flutuantes e a intensificação dos movimentos de capital deslocaram o interesse teórico, a partir dos anos 70, para a análise dos determinantes do comportamento e da função das taxas de câmbio. Esses cada vez mais, centraram-se na importância da conta de capital (enfoque monetário do balanço de pagamentos) e na sua inter-relação com a conta corrente para explicar os ajustes ou as variações nas taxas de câmbio e os movimentos internacionais de divisas.

O enfoque monetário do balanço de pagamentos, desenvolvido por Harry Johnson, J. Frenkel e Rodriguez, na

primeira metade dos anos 70, constituiu o elo teórico entre os trabalhos realizados por Mundell e pelo staff do F. I. na década de sessenta, e os modelos de Dornbusch, Fisher (1971) e Helpman, entre outros, tratando da interação entre as contas corrente e de capital. O objetivo deste trabalho que era desenvolver uma teoria de determinação do câmbio baseada na hipótese de que o balanço de pagamentos é um fenómeno monetário. Por isso, segundo Harry Johnson, as diversas contas deveriam ser apreendidas enquanto estoques de ativos monetários, e, suas variações, enquanto ajustes dos estoques monetários efetivos aos estoques desejados e não em termos de fluxos monetários internacionais, concebidos como resíduos de fluxos reais e determinados pelas variações dos preços relativos e da renda real.

O equilíbrio do mercado monetário é a noção central desse enfoque, e o regime cambial o determinante da variável de ajuste: o saldo exterior em regime de câmbio fixo, e a taxa de câmbio se houver flutuação de divisas. Os fatores reais, que poderiam induzir modificações na taxa de câmbio, atuam através dos canais monetários. A elevação do estoque de moeda induziria elevação dos preços domésticos, determinando a depreciação da moeda, o que seria acompanhado por elevação da taxa de juros. Para os monetaristas as taxas de juros tenderiam a ser mais elevadas naqueles países que conhecessem um aumento maior da massa monetária e dos preços.

Analisando o movimento dos juros nos Estados Unidos, Friedman (1965) argumentava que a aceleração dos preços levaria algum tempo para se refletir sobre os juros.

Por, a tendência destes é seguir o movimento dos preços. A origem do efeito das flutuações dos preços sobre as taxas de juros estaria no fato de que as antecipações sobre a elevação futura dos preços levariam os tomadores a pagar juros mais elevados e os emprestadores a exigir taxas maiores. O hiato temporal entre os movimentos das duas variáveis explicar-se-ia pela hipótese de que a elevação dos preços estaria associada a um ritmo mais rápido de expansão monetária, o que, pelo *bias* do efeito de liquidez, tenderia a fazer diminuir a taxa de juros, contrariando, desta forma, o efeito das antecipações sobre as variações de preços. Entretanto, após algum tempo, as taxas de juros tenderiam a ser mais elevadas nos países que experimentassem taxas de expansão da massa monetária e dos preços e vice-

De acordo com os princípios gerais da análise monetarista, a taxa de câmbio aparece como o preço relativo de duas quantidades de moedas nacionais, sendo determinada pelas condições de equilíbrio entre a oferta e a demanda por estoques de moeda. Dado que em regime de câmbio flexível o balanço de pagamentos equilibrar-se-ia automaticamente, seriam as variações da taxa de câmbio que ajustariam as

ofertas e as demandas excedentes no mercado monetário. Com flexibilidade cambial, mudanças na oferta de moeda determinariam ajustes automáticos na taxa de câmbio e fixariam um novo nível de preços correspondente aos encaixes desejados pelos agentes econômicos.

Sinteticamente, a concepção monetária do "teorema da paridade de poder de compra" seria: em regime de câmbio flexível o nível de preços interno e, portanto, a oferta de moeda determinaria a taxa de câmbio. Foi em torno das possíveis hipóteses sobre a relação entre preços internos dos diferentes países e taxas de câmbio, sobre o questionamento desta relação como o principal determinante do câmbio e sobre os períodos de ajuste do balanço de pagamentos que o debate sobre "economia internacional" se deu, a partir do segundo lustro dos anos 70.

O modelo, de 1976, de Dornbusch é um marco na literatura. Tanto porque tenta conciliar mercado de bens com mercado de ativos, respeitando as propriedades de equilíbrio do enfoque monetário do balanço de pagamentos, como porque permite às principais variáveis do modelo divergirem, a curto prazo, de seus valores de equilíbrio; e, ainda, porque, do ponto de vista teórico, marca a aproximação de um grupo de "keynesianos da síntese neoclássica" dos monetaristas nos Estados Unidos. Como observou Whitman (1975:510), tornou-se, a partir desse momento, muito difícil

classificar os modelos em relação às grandes correntes teóricas; riscar uma linha demarcatória entre os "monetaristas brandos" e os "keynesianos ecléticos".

IV.1. O Ajuste Monetário do Balanço de Pagamentos.

IV.1.1. Os modelos de sobre-reacção da taxa de câmbio.

No artigo "Expectativas e Dinâmica da Taxa de Câmbio", Dornbusch (1976) propõe uma teoria da determinação da taxa de câmbio, formulada como forma de ajuste dos preços (inclusive do câmbio) a choques exógenos, como, por exemplo, uma expansão monetária, sob a hipótese de perfeita mobilidade de capitais. Define as condições de equilíbrio dos mercados de ativos financeiros através da igualdade entre os rendimentos líquidos dos diferentes ativos, nacionais e estrangeiros: a taxa de juros nacional deve ser igual à taxa de juros no exterior (variável exógena ao sistema), ajustada pelas antecipações dos agentes sobre a depreciação da taxa de câmbio, a qual seria proporcional à diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio e a taxa corrente. Os proprietários de *portfolios* seriam, assim, indiferentes à posse de títulos denominados em moeda nacional ou estrangeira, desde que o diferencial de preços a favor dos ativos nacionais fosse compensado pela taxa de depreciação.

As condições de equilíbrio dos mercados monetário-financeiros são de três ordens. Primeira, é necessário que a oferta e a demanda por moeda estejam em igualdade (que os preços estejam em equilíbrio, por decorrência). Segunda, que as taxas de juros se ajustem a partir das antecipações sobre o câmbio. E, por fim, que as antecipações sejam formadas em função das divergências entre a taxa de câmbio de equilíbrio (de longo prazo) e a taxa de câmbio corrente. Seriam as relações recíprocas entre os níveis de preço e de câmbio que assegurariam, ao mesmo tempo, o equilíbrio do mercado de moeda e do mercado de ativos financeiros em escala internacional. Se o nível de preços de mercado excedesse o nível de preços de equilíbrio, a taxa de câmbio deveria diminuir em relação à sua posição de equilíbrio, dado o ajustamento imediato dos *portfolios* no mercado de divisas. À um nível de preços mais elevado que o de equilíbrio, corresponderia um nível menor de encaixes reais, determinando a necessidade de ajuste. A realocação dos recursos contribuiria para a elevação das taxas de juros, à qual, necessariamente, deveria corresponder uma antecipação de desvalorização cambial.

No caso do mercado de bens e serviços, dada a hipótese de pleno emprego, os preços variariam proporcionalmente ao excesso de demanda. A partir de uma posição de equilíbrio, uma elevação dos preços internos induziria um excesso de oferta devido à deterioração dos

preços relativos e à elevação das taxas de juros. Esta variação dos juros decorreria da recomposição dos *portfolios* que se seguiria à diminuição dos encaixes reais detidos. Para que o equilíbrio fosse restaurado no mercado de bens e serviços, seria necessário que a taxa de câmbio se depreciasse mais que proporcionalmente à elevação dos preços. Isto porque a depreciação cambial deveria neutralizar tanto a elevação inicial de preços, quanto seu próprio efeito sobre os preços.

Esse modelo permitiu a Dornbusch analisar o processo de ajustamento do câmbio decorrente de uma expansão monetária. Sempre que o estoque nominal de moeda se expandisse, os agentes econômicos avaliariam imediata e corretamente os novos níveis de equilíbrio dos preços e do câmbio (considerando os acréscimos de preços proporcionais à desvalorização do câmbio). A neutralidade de longo prazo da moeda seria perfeitamente antecipada pelos agentes, que agiriam, racionalmente, suas antecipações. Mas, como a curto prazo os preços não poderiam variar conforme a antecipação dos agentes, o crescimento do estoque nominal de moeda determinaria a elevação não desejada dos encaixes reais, provocando, imediatamente, uma diminuição da taxa de juros interna e uma depreciação cambial mais que proporcional à expansão monetária, causando, por isso, um excesso de demanda por bens e serviços.

O excesso de demanda determinaria a elevação dos preços e um processo de apreciação do câmbio, até que o estado de equilíbrio estacionário fosse atingido. Como coloca Krueger (1985:61), "(...) em reação a um choque no sistema (por exemplo, o crescimento da oferta de moeda), a taxa cambial modificar-se-ia, inicialmente, em maior proporção que no longo prazo, de tal forma que a sua trajetória de ajustamento ao novo equilíbrio de longo prazo se efetuaria em uma direção oposta ao impulso inicial. Um crescimento da oferta de moeda, por exemplo, conduziria a uma depreciação instantânea da taxa de câmbio proporcionalmente maior, seguindo-se por isso uma valorização cambial ao longo do processo de ajustamento. Durante este processo os preços continuariam a aumentar, mesmo quando a taxa de câmbio começasse a revalorizar-se; por isso, a paridade de poder de compra só se sustentaria em equilíbrio de longo prazo. (...)

Quanto maior fosse a sensibilidade da demanda por moeda à taxa de juros, e quanto maior fossem os coeficientes de antecipação associados às divergências entre as taxas de câmbio corrente e as de longo prazo, menor seria o fenômeno de sobre-reação. O modelo básico de Dornbusch é apresentado no contexto de um nível de produto interno constante, mas foi estendido para o caso de renda variável. A importância da sobre-reação é, neste caso, amortecida pelas reações da renda às variações da demanda total".

Conforme observado, o modelo de Dornbusch, centra o processo de ajuste de preços e do câmbio nos movimentos da conta capital. Porém, os desequilíbrios da balança comercial ocorridos a partir da segunda metade da década de setenta, começaram a chamar a atenção dos economistas, que trabalhavam com ajustes monetários do balanço de pagamentos, para o papel que poderia desempenhar o saldo em conta corrente na determinação da taxa de câmbio. Neste sentido, os trabalhos, a partir do final dos anos 70, desenvolveram-se introduzindo a conta corrente nos modelos preexistentes, considerando que poderia desempenhar um papel relevante no comportamento dos *portfolios* e, assim, na determinação da taxa de câmbio; primeiramente, através do impacto do resultado dos fluxos de rendimentos (saldos em conta corrente) sobre a distribuição da renda e da riqueza a nível internacional; em segundo, reconhecendo o papel do saldo em conta corrente como um dos parâmetros das antecipações de expectativas. Essa função seria determinante nas realocações internacionais dos estoques de ativos. Esta foi a perspectiva do artigo de Dornbusch (1980), "A Economia da Taxa de Câmbio: onde estamos?"

Nesse novo modelo de sobre-reação das taxas de câmbio, o saldo em conta corrente de uma nação é percebido como o resultado de uma elevação "desejada" na detenção de ativos do resto do mundo, sob a perspectiva dos países

superavitários, e "indesejada" do ponto de vista dos endividados, dos deficitários. Esses ativos são títulos de propriedade sobre a produção do exterior. No modelo, a hipótese de paridade de poder de compra é substituída por uma "quantidade ótima" de títulos estrangeiros e o saldo em conta corrente é uma função direta da diferença entre a quantidade efetiva de ativos externos de um país e a quantidade de ativos correspondente à posição de equilíbrio estacionário. As diferenças entre os saldos em conta corrente efetivos e antecipados seriam vistas pelos agentes econômicos como sinais de mudanças nos preços relativos, que deveriam se traduzir por uma variação da taxa de câmbio. Supõe-se, assim, que toda a informação nova (não antecipada) que os agentes possuísem em relação às grandezas monetárias ou à demanda final, interviriam, instantaneamente, na definição do nível corrente e na tendência futura da taxa de câmbio, e que, conseqüentemente, os agentes econômicos distinguiriam a depreciação antecipada da depreciação efetiva do câmbio. Na vigência destas suposições e na da perfeita substituição entre ativos, a taxa efetiva de depreciação seria igual ao somatório da depreciação antecipada - apreendida pelo diferencial de taxas nominais de juros - e do efeito das novas informações - medido pela diferença entre taxas de câmbio vigente e antecipada.

A visão central é que toda a informação disponível seria imediatamente incorporada aos preços relativos e às

taxas de câmbio através dos ajustes de *portfolios*. Excluindo-se a existência de um adicional de risco, as divergências da taxa de câmbio em relação ao seu nível de equilíbrio, o qual é definido pela paridade das taxas de juros, explicar-se-iam, totalmente, pelas informações novas em relação às condições monetárias ou à demanda interna. Dornbusch supõe, portanto, que um excedente não antecipado na conta corrente levaria à apreciação da divisa, enquanto um crescimento não antecipado da demanda interna, à sua depreciação.

"Considerando os ajustes instantâneos dos níveis de preço, que condicionariam a igualdade entre encaixes monetários reais e desejados, os países com superávits em conta corrente verificariam valorizações de suas moedas e vice-versa. Isto ocorreria em reação a uma perturbação não prevista. Em geral, as mudanças da taxa de câmbio far-se-iam por saltos, convergindo, depois, gradualmente, para um novo saldo em conta corrente, que seria nulo. Se, por exemplo, houvesse um crescimento das importações acompanhado por uma redução da propensão nacional a poupar, haveria um crescimento inicial do preço das divisas estrangeiras devido à degradação dos termos de intercâmbio; a seguir, a taxa de câmbio depreciar-se-ia ao longo de uma trajetória (compatível com as antecipações racionais), à medida que o montante dos ativos se ajustassem, em baixa, à nova taxa de câmbio de equilíbrio.

Interessante que a hipótese de aceleração não se verificaria, se as perturbações futuras fossem antecipadas. Suponha-se, por exemplo, que, a partir de uma posição inicial de equilíbrio, fosse anunciado que a taxa de moeda aumentaria numa data determinada. Um salto inicial da taxa de câmbio seria seguido de uma nova depreciação gradual. Entretanto, com antecipações racionais, a antecipação da desvalorização faria diminuir os encaixes reais desejados, a riqueza e as despesas, ocasionando, conseqüentemente, um excedente em transações correntes. (...) Este "tudo pode acontecer", dependendo das hipóteses feitas, não é surpreendente. O que pode ser embaraçoso, entretanto, é o fato de que se pode sempre explicar qualquer coisa recorrendo às antecipações. Se observássemos um excedente em transações correntes e uma valorização da moeda, poderíamos concluir que o mercado de câmbio reagiu a um acontecimento não antecipado. Se, ao contrário, um excedente em conta corrente fosse acompanhado por uma desvalorização monetária, a conclusão apropriada seria que o mercado de câmbio reagiu às antecipações de um choque ulterior". (Krueger, 1985:87-88).

IV.1.2. Modelos de *portfolios* de ativos e divisas.

A adaptação da teoria de *portfolios* à economia internacional foi, originalmente, elaborada por economistas

neoclássicos-*keynesianos*, como Mundell e Tobin, nos anos 60. Eles desenvolveram alguns modelos em que o saldo líquido em conta corrente era apresentado como função da renda real e da taxa de câmbio, na hipótese de subemprego dos fatores para um determinado nível de preços internos constante. O saldo líquido da conta capital era função dos diferenciais de taxas de juros entre a economia em análise e o resto do mundo. O nível de renda real era, por sua vez, derivado dos efeitos esperados das políticas fiscal e monetária sobre a economia. Variaria, assim, através do "multiplicador *keynesiano*", positivamente com os gastos governamentais e inversamente ao movimento das taxas de juros.

A partir dos anos 70, entretanto, os modelos de *portfolios* são apropriados pelos economistas monetaristas, constituindo um desdobramento da análise monetária do balanço de pagamentos. A visão de que os agentes econômicos distribuem a riqueza entre diferentes ativos, que incluem a moeda nacional, as demais divisas, os títulos nacionais e os títulos estrangeiros, é central em todos os modelos de *portfolio*. Supõe-se, geralmente, que a demanda por moeda nacional decresceria com a elevação das taxas de juros nacionais ou no exterior, enquanto que a demanda por títulos nacionais aumentaria com a elevação da taxa de juros interna e decresceria quando aumentasse a taxa de juros no exterior. Em contrapartida, a demanda por títulos estrangeiros seria positivamente correlacionada com a taxa

de juros no exterior e, negativamente, com a taxa de juros interna.

O papel da taxa de câmbio seria equilibrar as demandas e as ofertas de ativos, sendo dados a oferta de moeda nacional e o total de ativos. Como coloca Krueger (1985:69): "(...) esta seria uma das maneiras de estabelecer que a taxa de câmbio é o preço pago pela detenção de estoques de moeda nacional e de ativos estrangeiros. Supõe-se que as taxas de juros nacionais e internacionais são determinadas pelas condições de equilíbrio do mercado de ativos. A atenção fica, assim, concentrada no papel das taxas de câmbio na determinação do equilíbrio de *portfolios*; qualquer variação da taxa de câmbio determina os ganhos e as perdas de capital".

Segundo essa concepção quaisquer mudanças no saldo em conta corrente ou na conta de capital determinariam mudanças na taxa de câmbio, condicionando rearranjos efetivos dos *portfolios* de acordo com o equilíbrio do mercado de ativos. Por exemplo, se aumentasse a demanda por importações, o estoque de riqueza total do país em questão diminuiria na proporção do déficit em conta corrente. Em conseqüência, os residentes do país desejariam possuir uma menor quantidade de títulos denominados em moeda nacional e mais títulos denominados em divisas estrangeiras. Na tentativa de restabelecer o equilíbrio desejado de seus

portfolios, os residentes venderiam parte de seus ativos denominados em moeda nacional. Tal comportamento traduzir-se-ia por uma escassez de divisas estrangeiras, determinando uma desvalorização da taxa de câmbio. Desta forma, o déficit em conta corrente afetaria a taxa de câmbio através de seus efeitos sobre a detenção de ativos e a restauração automática do equilíbrio de *portfolio*.

Essa visão do ajuste do sistema financeiro internacional pressupõe que seja a conta de capital o componente do balanço de pagamentos que reagiria instantaneamente às variações da taxa de câmbio; e que a taxa de câmbio seja a variável mais importante para o restabelecimento do equilíbrio sistêmico. Por isso, para os monetaristas, no regime de câmbio flutuante, a principal variável de ajuste sistêmico deveria ser a taxa de câmbio. "Por que não deixar que um preço único - e muito flexível - opere o ajuste, em vez de operar modificações nos diferentes preços internos e arcar com todas as restrições e efeitos de tais mudanças ensejam?" Esta era a pergunta de Milton Friedman pouco antes da passagem à flutuação das divisas.

Segundo o raciocínio monetarista, o modelo de *portfolio* seria útil para averiguar as conseqüências de políticas monetárias expansionistas sobre o balanço de pagamentos e sobre o funcionamento da economia internacional. O modelo de *portfolio* permite, partindo-se de

um equilíbrio inicial, averiguar o impacto de variações da massa monetária e das taxas de juros internacionais sobre o câmbio. Uma elevação das taxas de juros internacionais - dados uma situação de equilíbrio inicial e um regime de câmbio flutuante - faria aumentar a proporção dos ativos denominados em moedas estrangeiras nos *portfolios*. Isto elevaria a demanda por divisas do exterior, satisfazendo, em parte, o aumento da demanda por ativos denominados em divisas externas. Um aumento do estoque de moeda nacional engendraria, por seu turno, uma elevação da demanda por títulos nacionais e internacionais e um excesso de oferta de moeda. A taxa de câmbio de equilíbrio depreciar-se-ia como reação à saída de capitais. Esta conclusão é a mesma das previsões decorrentes dos modelos de ajuste monetário do balanço de pagamentos.

Do ponto de vista das concepções neoclássicas de equilíbrio da economia internacional, os modelos desenvolvidos nos anos 70 e nos 80 articulam uma interpretação apriorística das causalidades econômico-câmbio, segundo a qual o mercado de câmbio seria fundamentalmente estável. Ou seja, os desequilíbrios transmitidos aos preços e ao câmbio seriam por este imediatamente absorvidos, voltando o sistema ao equilíbrio. O funcionamento da economia internacional obedeceria, desta forma, a uma lei de equilíbrio estável, captada pelos modelos teóricos através da hipótese de estabilidade

endógena do regime de câmbio flexível. Sob este ângulo, a concepção geral dos fenômenos econômicos internacionais e, principalmente, a definição do que é endógeno ou exógeno à análise, tornam-se determinantes para localizar a origem e qualificar a natureza da instabilidade monetária. Fica claro, nos modelos acima discutidos, que a causa da instabilidade estaria sempre do lado das variáveis monetárias e, particularmente, da política monetária. Três razões ratificam tal assertiva. Primeira, a taxa de câmbio é concebida como uma variável fundamentalmente monetária. Segundo, ela é explicada, em última instância, pela oferta e pela demanda por moeda. Por fim, a taxa de câmbio consubstancia o equilíbrio do mercado monetário.

Reencontra-se, assim, o princípio básico de todos os esquemas monetaristas: a função demanda por moeda - que seria uma demanda por estoques - constituiria a função macroeconômica mais estável a longo prazo e, portanto, a invariante sobre a qual se desenvolveriam as variações e os mecanismos de ajustamento e de convergência à posição de equilíbrio em uma economia aberta. As variações das taxas de câmbio seriam resultantes de divergências entre encaixes desejados e encaixes efetivos; portanto, seriam a consequência de ajustes patrimoniais.

A oferta de moeda, exógena ao sistema, uma vez que é produto da política monetária, poderia ser a fonte de

instabilidade sistêmica. Seriam as modificações das reservas (regime de câmbio fixo) ou das taxas de câmbio, explicadas pelas políticas anticíclicas dos governos, no sentido de reduzir o desemprego através do crescimento. Essa massa monetária superior à taxa de crescimento do produto, as causas dos eventuais riscos sistêmicos. Em consequência, os movimentos de capital, decorrentes dos reajustamentos de *portfolios* de ativos denominados em diferentes divisas, seriam percebidos como respostas aos desequilíbrios no mercado monetário e dariam origem a processos de sobre-reacção das taxas de câmbio, a forma mais aparente de instabilidade da economia internacional.

A economia internacional, nesses modelos, seria representada por um arranjo ordenado de mercados interdependentes e eficientes, nos quais os agentes econômicos procurariam maximizar a utilidade de seus *portfolios* de ativos reais e monetários. Em resposta a um conjunto de posições de patrimônios denominados em diferentes divisas, as taxas de câmbio seriam determinadas pela paridade de poder de compra, quando se tratasse do mercado de bens, ou pela paridade das taxas de juros, quando se tratasse de ativos financeiros. Essas conclusões, entretanto, são profundamente dependentes das hipóteses feitas acerca do tipo de antecipação e de previsão dos agentes econômicos, do nível de substituição entre divisas postulado e da tendência ao equilíbrio inerente às relações

monetário-financeiras internacionais. As seções finais deste capítulo objetivam discutir tais pressupostos em termos de: uma visão alternativa de antecipação e de formação de expectativas, que torna a preferência pela liquidez e a demanda especulativa por moeda os componentes centrais do mercado de divisas e da flutuação cambial; da análise da estabilidade observada entre o dólar e o marco durante os anos 70 e, por fim, em termos da dinâmica real das taxas de câmbio. Assim, ao longo das duas últimas décadas, guardaram pouca relação com os *economic fundamentals*.

IV.2. Incerteza, Antecipação e Convencção: "O Estado da Previsão de Longo Prazo".

O argumento essencial a ser agora desenvolvido é o seguinte: embora os resultados da balança comercial e da conta de capital sejam parâmetros fundamentais, do ponto de vista macroeconômico, para a determinação da taxa de câmbio, a internacionalização dos mercados financeiros, o nível crescente de liquidez mundial e o papel da especulação na reprodução da riqueza, a partir dos anos 70, fez com que os valores correntes do câmbio não guardassem relação imediata com seus determinantes econômicos básicos. Referendo esta assertiva a partir da leitura dos capítulos 12 e 15 da "Teoria Geral" de Keynes. Em seguida, tentarei encaminhar uma alternativa à compreensão da dinâmica cambial dos países avançados.

No capítulo 12 Keynes procura estudar a forma como certos eventos futuros, que têm papel essencial na determinação da rentabilidade do capital, são antecipados pelo mercado e como a política econômica pode influenciar ou redirecionar tais expectativas. Tal questão o conduz, imediatamente, a pensar o papel da incerteza e da formação das antecipações na economia capitalista. Para Keynes, as decisões humanas sobre o futuro não são ditadas por uma estrita previsão matemática, porquanto não existe base científica para tal previsão. A previsão, neste campo, é irredutível ao cálculo probabilístico. E, por isso, sua caracterização dos *animal spirits* é realizada como "o gosto pelo risco" - como "vagas de otimismo e pessimismo irracionais, mas legítimas na ausência de uma base sólida para a previsão racional" - e não através de um cálculo racional de rendimentos futuros asseguráveis sobre o investimento de capital.

A incerteza deriva, no contexto *Keynesiano*, da impossibilidade científica do cálculo probabilístico. Em consequência, a estimativa de probabilidades torna-se um exercício de julgamento individual sobre os eventos. Como coloca Orléan (1990:5), "(...) o investidor quando avalia uma probabilidade, associa-lhe, simultaneamente, um certo 'peso'. Este peso expressa o grau de confiança do investidor na estimativa e fez. Note-se que o grau de confiança não

se identifica, em absoluto, com a noção tradicional de risco medida pelo intervalo de confiança associado a uma determinada lei de distribuição. Na realidade, novos dados podem conduzir os agentes a revisar suas estimativas da distribuição de probabilidades, consideradas anteriormente, no sentido de um intervalo de confiança maior. Mas esses mesmos dados elevarão, ao mesmo tempo, a confiança em suas novas avaliações. Este exemplo sublinha o fato fundamental da impossibilidade de compensação entre a dimensão 'probabilidade' e a dimensão 'peso dos argumentos'.

Por essa razão é que as previsões de longo prazo e as decisões de investir, para Keynes, escapam ao cálculo estritamente racional. A previsão depende tanto do julgamento sobre a ocorrência mais provável, quanto da confiança em tal julgamento. A previsão mais provável é determinada pela situação atual projetada para o futuro.

Ista que é modificada todas as vezes que os agentes tomam decisões para esperar alguma mudança. Este procedimento é qualificado por Keynes como convensão pura. A confiança é definida como a probabilidade atribuída ao risco de que uma previsão bem estabelecida evidencie-se falsa. O importante é que, para Keynes, mesmo que a previsão mais provável dos investidores não se modifique, a demanda por capital pode flutuar se a confiança outorgada a tal previsão mude. Nestes termos, o estado de confiança torna-se uma variável essencial à determinação das previsões. E, novamente,

aparece sublinhado o fato de que a previsão econômica não é redutível a um cálculo efetuado somente a partir das variáveis reais ou fundamentais.

O estado de confiança não é parâmetro individual e subjetivo, mas remete a uma realidade social observável, à representação coletiva que os *policy makers*, empresários e rentistas - que são os agentes que decidem sobre a economia capitalista - fazem da plausibilidade de perpetuação do presente estado dos negócios. Com a noção de convenção, a previsão mais provável adquire o status de uma entidade coletiva. O estado de confiança e o caráter convencional da avaliação tornam-se a base de determinação da confiabilidade e das previsões econômicas.

Foi a partir dessa visão que Keynes formulou a questão central do capítulo 12: em que medida o desenvolvimento e a concorrência nos mercados financeiros condicionam a previsão de longo prazo? O conceito central à resposta desta pergunta é o de liquidez. É próprio do sistema financeiro um processo diário (hoje, a cada minuto) de reavaliação do mercado de ativos, destinado a transferir de mãos o estoque de ativos acumulado. Esta função coloca a liquidez e a especulação como dois lados de uma mesma moeda. Com a emergência dos mercados financeiros, surge a possibilidade de um novo tipo de atividade, que consiste em vender hoje para comprar amanhã na expectativa de uma

diminuição dos preços dos ativos negociados. A variável-chave que condiciona tal estratégia é a antecipação da cotação do período seguinte de operação do mercado. Na medida em que os preços futuros prevalecentes nos mercados financeiros expressem a opinião média dos operadores desses mercados, prever significa antecipar de que maneira se dá a psicologia futura dos mercados. A especulação é a operação que consiste em prever e antecipar a psicologia do mercado.

O especulador procura perceber antes do grande público as mudanças futuras da base convencional de avaliação. Nestas circunstâncias, o preço dos ativos expressa, cada vez menos, as perspectivas de rentabilidade a longo prazo dos investimentos e, cada vez mais, a antecipação do mercado financeiro sobre cotações futuras. Daí a possibilidade de surgimento das "bolhas especulativas"; ou seja, de situações em que o curso efetivo dos preços dos ativos não tenham maior relação com seus determinantes básicos, com os *fundamentals*. A especulação torna-se, assim, um jogo auto-referenciado, como assinala Orléan (1990), onde a opinião média adquire um duplo estatuto: é, simultaneamente, ponto de referência à tomada de posição e resultante desta.

"O processo especular desemboca em uma polarização das crenças em torno de certos valores e, assim, na

emergência de avaliações de referência, graças às quais o mercado se estabiliza. Os agentes passam, então, a agir de forma repetitiva. Eles comportam-se como se a avaliação atual do mercado fosse a única correta. Aparecem, nesse momento, as características do que Keynes chamou, de convenção. (...) A convenção é, desta forma, simultaneamente, a exterioridade que regula as previsões individuais e o ponto de convergência das lógicas especulares e miméticas". (Orléan, 1990:7).

Keynes observou, também, que a especulação não era a única forma de comportamento dos mercados financeiros. A atividade financeira teria como função estimar e prever, adequadamente, a longo prazo, o curso dos investimentos. Entretanto, advertiu que a função especulativa - enquanto predomínio dos movimentos e das previsões de curto prazo - seria a inevitável decorrência do desenvolvimento dos mercados financeiros; quanto mais se organizarem, menores serão os custos de transação, maior a liquidez dos ativos e maiores os riscos envolvidos em posições de longo prazo. O predomínio da especulação decorre, assim, da elevação da liquidez sistêmica.

Torna-se, portanto, para Keynes, irracional abstrair os movimentos de curto prazo para a análise da lógica de valorização do capital investido. Essa irracionalidade teria, ainda, como dimensão, o fato de que,

para Keynes, o investidor dificilmente tem uma idéia exata dos determinantes reais (*fundamentals*) do valor dos ativos financeiros. Daí o caráter intrinsecamente instável de um capitalismo onde predominam os mercados financeiros e as dificuldades teórica e prática da previsão de longo prazo em tais circunstâncias.

A preferência pela liquidez, a demanda especulativa por moeda e a formação de expectativas têm no mercado internacional de ativos, após 1973, um *locus* privilegiado de análise. Desde então, segundo levantamento da UNCTAD (1990:109), "(...) as transações bancárias internacionais vêm crescendo em torno de 20% ao ano, isto é, quase o dobro do comércio internacional (12%). Entre 1972 e 1987 o comércio mundial aumentou, aproximadamente, 2.500 bilhões de dólares e as transações bancárias, 4.000 bilhões de dólares. Uma comparação da "finança" com a acumulação de capital fixo evidencia que, entre 1982 e 1988, o incremento médio anual do estoque internacional de ativos financeiros foi de 3,8 trilhões de dólares e o da formação bruta de capital fixo em torno de 2,3 trilhões." A razão desse processo é a mudança que vem ocorrendo na estrutura temporal do capital, tanto no sentido da distinção entre os diversos ativos em função do prazo de maturação e potencial de liquidez, quanto em termos da abertura de um espectro bastante variado de remunerações para o capital investido,

que tem como referência as inter-relações entre juros e câmbio nos diferentes mercados.

Dessa maneira, ou a cada "novidade no mercado", ou a qualquer mudança de expectativa em relação aos *fundamentals* da economia internacional e à política econômica dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão, desencadeiam-se modificações na composição e no tamanho dos *portfolios* que afetam o curso corrente do câmbio. A extensão e a duração do processo dependerá, como assinala Paul Davidson, da elasticidade das expectativas dos agentes envolvidos: exportadores, importadores, multinacionais, rentistas, bancos internacionais e bancos centrais. Quanto mais elásticas as expectativas, maiores serão as possibilidades de variações cambiais.

"Quando há uma percepção da fragilidade da paridade cambial de uma determinada divisa em regime de taxas flexíveis, aumenta a incerteza sobre o valor futuro da moeda em questão, e as elasticidades das expectativas apontam para a redução dos saldos em moeda fraca e para a sua substituição por moedas mais fortes ou por ativos negociáveis internacionalmente e denominados em moedas, que tenham expectativas de valorização. Quanto maior a percepção de flexibilidade do regime cambial, maior a possibilidade de que qualquer debilidade aparente de uma moeda induza percepções de maior incerteza quanto à manutenção de seu

valor em relação às demais. O mais provável será que os detentores privados de ativos líquidos abandonem a moeda enfraquecida como ativo operacional e de reserva. (...)

Além disso, uma vez que a flexibilidade nas taxas de câmbio não seja esperada, as moedas tornam-se objetos interessantes de especulação. Mudanças correntes nas taxas de câmbio em relação às taxas futuras esperadas induzem redefinições nos *portfolios*. Ademais, num mundo real de incerteza e mudanças, taxas de câmbio flexíveis significam que, dificilmente, as expectativas são inelásticas ou aproximadamente nulas em qualquer período de tempo. Se as expectativas são elásticas, então, a existência de qualquer vetor de preços de equilíbrio que inclua a taxa de câmbio não pode ser demonstrada." (Davidson, 1982:113-114).

Os modelos de *portfolios* neoclássicos partem de uma posição de equilíbrio. A ocorrência de um choque externo provocaria uma ruptura; mas as expectativas adaptativas ou racionais garantiriam e reconduziriam a um novo equilíbrio. Assumem, assim, ajustamento, instantâneo ou gradual, através de variações nos preços dos ativos, inclusive da moeda, consistente com o perfeito conhecimento sobre as tendências atuais e os possíveis ajustes futuros do mercado pelos agentes econômicos. Esse conhecimento é transmitido pelo próprio mercado através de variações nos preços relativos, possibilitando reações instantâneas em simultâneo de todos

os agentes. Entretanto, se os preços não forem considerados o único vetor de transmissão de informação e as expectativas forem de tipo *keynesiano*, o ajuste dos *portfolios* passa a ser, necessariamente, um processo no tempo, sem nenhuma tendência convergente para o equilíbrio de longo prazo.

A observação do mercado financeiro internacional revela que o ajuste de *portfolios* é um processo sequencial em que informações assimétricas, formas alternativas de interpretação de sinais idênticos, estado de confiança e previsões díspares, escapando ao cálculo estritamente econômico-racional, são elementos intrínsecos. No mercado de ativos plurimonetários as expectativas são instáveis e as opiniões divergentes. Incerteza, volatilidade do câmbio, informação incompleta e inércia explicam porque o ajuste dos *portfolios* e do estoque de riqueza é gradual. Entretanto, com norma comportamental pré-definida, pode haver comportamentos explosivos do câmbio no curtíssimo prazo, induzidos por fluxos de conversão entre moedas, que não alterem a composição prévia (do estoque) dos *portfolios*; e pode haver movimentos no curto prazo que, conjugados com as antecipações da maioria dos agentes sobre as tendências estruturais da economia internacional, levem a mudanças na estrutura do estoque de riqueza, nos preços e nas quantidades dos ativos detidos.

Biasco (1987) e Schulmeister (1988) realizaram estudos sobre os determinantes do comportamento da relação marco-dólar de 1973 a 1988. "O padrão dos movimentos diários da taxa de câmbio evidencia que seqüências de valorizações ou de desvalorizações, interrompidas por flutuações erráticas, são típicas da dinâmica do câmbio no curto prazo. (...) Durante o período de valorização do dólar, por exemplo, a taxa de câmbio moveu-se numa seqüência de movimentos ascendentes e descendentes (monotônicos ou quase monotônicos), às vezes interrompidos por oscilações em torno de um nível constante. Avaliando tal *gestalt* quantitativamente, chega-se a dois importantes resultados.

A apreciação do dólar entre 1980 e 1985 deveu-se à maior duração dos movimentos de valorização, em média 2,6 dias maiores do que os de desvalorização. De forma similar, a depreciação, posterior a 1985, foi, basicamente, devido à maior duração dos movimentos de depreciação do que à dos movimentos de valorização. Este padrão contradiz, diretamente, a hipótese de equilíbrio sob expectativas racionais. Se a volatilidade da taxa de câmbio fosse causada por mudanças no nível de equilíbrio esperado devido a 'novidades', isto provocaria um ajustamento instantâneo de preços e não um ajustamento contínuo.

Grande parte da valorização e da desvalorização do dólar foi levada a cabo por poucos, mas duradouros,

movimentos: 21,1% dos movimentos ascendentes responderam por 81,2% da apreciação total e 13,3% dos movimentos descendentes produziram 73,3% da depreciação global. O razão para tal concentração reside num fato extremamente importante: o movimento da taxa de câmbio tende a ser mais abrupto quanto maior for a sua duração. Como esse processo fásico de valorização e desvalorização pode ser explicado em função do comportamento dos participantes do mercado? Mais especificamente, que grupos de agentes influenciam o processo de determinação da taxa de câmbio?" (Schulmeister, 1988:344).

A compreensão do movimento da taxa de câmbio deve ser procurada no comportamento dos agentes que influenciam de forma mais significativa a determinação cambial. Deve-se considerar que os agentes financeiros e não-financeiros atuam no mercado com diferentes propósitos e horizontes de tempo, e que suas expectativas e antecipações do futuro são formadas a partir de ênfases distintas. Alguns dos agentes podem ser mais sensíveis às possíveis repercussões de mudanças da política econômica, principalmente do *mix* fiscal-monetário sobre o mercado financeiro; outros à evolução das variáveis reais; outros, ainda, aos acontecimentos políticos, etc. Em todos os casos, todavia, as informações relevantes são transformadas pelos agentes em expectativas de ganhos de capital e de variações nas taxas de câmbio. Quais os agentes que influenciam a determinação

do câmbio no curto prazo? Como as posições de curto prazo tornam-se (ou não) uma tendência de médio prazo? Estas são as questões-chaves na determinação da taxa de câmbio.

No que tange aos agentes, uma diferenciação analítica entre os detentores de fluxos de moedas e de estoques de ativos, é fundamental à identificação de variações de preços e de quantidades nos *portfolios* plurimonetários. Os exportadores e importadores são, via de regra, manipuladores de fluxos de divisas, porquanto operam prioritariamente em moeda nacional para fazer frente a seus custos de operação. Entretanto, devido ao intervalo de tempo entre fechamento e efetivação de seus contratos comerciais, são participantes do mercado de câmbio, influenciando no curto prazo a sua determinação. Como grande parte do comércio internacional é intrafirmas, as empresas que operam em escala internacional, também detêm fluxos de divisas importantes, que passam pelo mercado de cambiais através de *dealers* ou de seus departamentos comerciais. As empresas internacionalizadas operam, também, seus *portfolios* de ativos no mercado cambial. Nesse "mercado de estoques" participam, ainda, os bancos internacionais, a partir de relações interbancárias e de suas relações com agentes financeiros e não-financeiros, as corretoras, as bolsas de valores e os principais bancos centrais.

Schulmeister explica os movimentos de apreciação e depreciação das moedas pela interação dos efeitos *bandwagon* e *cash in*. Se, em decorrência de um novo dado econômico, financeiro ou político, a expectativa de alguns *dealers* importantes do mercado for de valorização da moeda "A", eles comprarão essa divisa, ocasionando a sua valorização. Uma vez que o movimento da taxa de câmbio tomar dimensão, mais *dealers* serão atraídos pelo movimento inicial (efeito *bandwagon*). Quanto maior a duração do movimento de apreciação, maior a possibilidade dos agentes envolvidos internalizarem (*cash in*) os lucros decorrentes da valorização cambial, deixando de apostar na moeda "A" e enfraquecendo, assim, o efeito *bandwagon*.

O movimento de apreciação terminaria quando os principais *dealers* tomassem contra-posições em relação a moeda "A". Esse processo pode trazer a paridade da moeda "A" para níveis mais elevados, ou inferiores, ou até iguais aos prevalecentes anteriormente à sua valorização; pode ser conjuntural, efêmero, condicionando perdas e lucros de curto prazo, decorrentes de variações dos preços das divisas em que são denominados os ativos plurimonetários; e pode ser duradouro, dando origem não só a modificações nos preços dos ativos mas, também, em suas quantidades; vale dizer, na composição e na estrutura dos *portfólios* internacionais.

No primeiro caso, os agentes estariam participando, simplesmente, de um *currency game*, com o propósito de usufruir rendimentos de curto prazo. A determinação das paridades cambiais emancipando-se, em tal contexto, dos *economic fundamentals*. No segundo, as variáveis reais - níveis de produção, saldo da balança comercial, competitividade da economia - e financeiras - diferencial de taxas de juros, inflação, resultado do balanço de pagamentos - moldariam expectativas de um *bias* de médio prazo a favor ou contra determinada moeda. Caso uma corrida especulativa fosse congruente com o *bias* prevalecente, não só a mudança de paridade da moeda em questão ganharia momento, quanto efetivar-se-iam, ao longo do tempo, mudanças nas posições estratégicas dos diversos ativos.

Para Schulmeister (1988:362), "(...) um *bias* expectacional a favor ou contra determinada moeda seria estabelecido quando as forças reais e financeiras trabalhassem na mesma direção. Um *bias* expectacional a favor do dólar faria com que os especuladores de curto prazo passassem a deter posições de médio prazo em ativos denominados em dólares por mais tempo. Isso acabaria por ocasionar uma mudança nas posições dos especuladores de médio prazo (investidores de *portfolios*). Estes trocariam suas posições nas demais divisas por posições em dólar, o que detonaria uma apreciação, em etapas, a médio prazo, da

moeda americana. A realimentação entre a rentabilidade da especulação com divisas e os seus efeitos sobre a taxa de câmbio tornaria o processo de valorização auto-sustentido por algum tempo. Durante esse período, os *fundamentals*, como um déficit crescente em conta corrente, pareceriam, virtualmente, não ter alguma influência sobre a taxa de câmbio. Em consequência, o movimento da taxa de câmbio não se deteria no nível de paridade de poder de compra. Entretanto, quanto mais durasse, a sobrevalorização maior seriam os desequilíbrios internos e externos derivados da taxa de câmbio (...), o que geraria as condições para a inversão do processo de valorização. Para concluir, qualquer processo de valorização seria necessariamente interrompido pelos efeitos desestabilizadores nos mercados de bens e de ativos, pelos efeitos depressivos na economia doméstica e pelos efeitos expansivos nas economias externas".

A possibilidade de conversão imediata entre ativos de diversos prazos vem potencializando a mobilidade dos capitais, a liquidez e a especulação sistêmica de forma inédita no capitalismo. O fato de haver conversão de temporalidade dos ativos não exclui, entretanto, que os *portfolios* sejam compostos por aplicações diferenciadas no tempo segundo as várias motivações dos aplicadores. Os agentes, por exemplo, têm parte de seus saldos em aplicações de curto prazo, para se precaverem de

possíveis perdas decorrentes de oscilações cambiais durante a vigência de seus contratos operacionais.

Embora qualquer investidor possa, a qualquer momento, transformar suas aplicações de prazo mais longo em liquidez imediata, tal transformação pode envolver perdas ou ganhos no mercado de divisas. Assim, pode-se, por motivos analíticos, agrupar os ativos de um *portfolio* em três grandes categorias - precatórios, especulativos e de investimento -, de acordo com as funções que cumprem na economia, como o fez Keynes. A diferença econômico-institucional dos anos trintas para os anos oitentas é que passam a ter liquidez imediata com custos diferenciados, liquidez que se explicita tanto nas diversas divisas-reserva, quanto pela criação e pela expansão de moedas privadas de curso universal.

Nesse contexto, os movimentos cambiais afetam, diariamente, a composição dos *portfolios*. No curtíssimo prazo, quaisquer novas informações no mercado ou prenúncios de mudanças na política econômica dos principais países emissores de moedas-reserva podem desencadear modificações nas expectativas relativas à taxa de câmbio, provocando variações de preço e na composição e/ou no volume dos ativos especulativos. Estes, tornam-se um instrumento de *hedge* contra os riscos cambiais inerentes ao regime de câmbio flexível. É por isso que, no curto prazo, a magnitude da

de: a taxa por divisas não é determinada por variações no comércio de mercadorias, no volume de investimento direto internacional, ou nos demais ativos de investimento. Os movimentos de curto prazo iniciam-se nas *bank trading desks* com base, principalmente, nos ativos de especulação. Se, a médio prazo, esses movimentos tornar-se-ão dominantes ou não, dependerá da elasticidade das expectativas dos agentes econômicos e da troca de temporalidade dos ativos dos grandes detentores de *portfolios* plurimonetários. *Ceteris paribus*, estes formam suas expectativas tomando como parâmetro os *economic fundamentals*. Mudanças de posição em seus *portfolios* demandam tempo. Entretanto, uma vez desencadeadas, reforçarão os movimentos de valorização ou de desvalorização cambial, que, por seu turno, serão redefinicionais em termos da direção do investimento direto, da composição e do preço dos ativos de investimento e da competitividade relativa das diversas economias nacionais. A análise das relações de paridade entre as duas divisas mais transacionadas, o marco e o dólar, elucida o processo de formação de paridades sob o regime de câmbio flutuante.

IV.3. A Política Econômica dos Estados Unidos e a Paridade Dólar-Marco.

A possibilidade de manutenção do valor do dólar levou à valorização ou à flutuação das principais moedas em maio de 1971. A persistência de expectativas especulativas

no mercado cambial devido ao déficit externo americano, à política monetária expansionista, condicionando diferenciais de juros desfavoráveis aos Estados Unidos e à declaração da inconvertibilidade do dólar em ouro, em agosto de 1971, determinaram saídas progressivas das posições em dólar em relação àquelas moedas que tinham perspectiva de crescimento, o que explica parte do crescimento do mercado de eurodólares à época. Em fevereiro de 1973, o dólar desvalorizou 10%, percentual insuficiente para deter a fuga dos ativos denominados em dólar, ensejando, em maio daquele ano, o abandono definitivo do regime de câmbio fixo.

De 1973 ao início de 1977, o valor médio do dólar estabilizou-se em relação à moeda alemã (US\$1,00=DM2,60). Este foi o período da política de "negligência benigna", forma da política cambial americana de adaptar-se ao regime de câmbio flexível em situação adversa de seu balanço de pagamentos. Intercalam-se, nesse período, surtos, de curto prazo, de valorização e de desvalorização do dólar consoante: os sinais antagônicos das políticas econômicas dos Estados Unidos e da Alemanha; a necessidade de reciclagem dos petrodólares, o que aumentou, significativamente, a liquidez sistêmica; a desestruturação dos sistemas produtivos energético-intensivos; e, as pressões inflacionárias latentes dos principais países capitalistas.

Após o primeiro choque do petróleo, o FED adotou uma política monetária restritiva, elevando, progressivamente, as taxas de juros, objetivando controlar a inflação e reduzir o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Embora tivesse conseguido, em 1974, algum êxito em relação a este último objetivo, a fragilidade financeira de alguns bancos americanos impediu que a política do FED revertesse os diferenciais de juros favoravelmente aos Estados Unidos. Por outro lado, a política monetária do *Bundesbank* tornou-se, a partir daquele ano, hegemônica no ajuste macroeconômico alemão, e passou a ter como alvo o controle da quantidade de moeda em circulação e das reservas compulsórias do sistema bancário nacional. Tal supremacia era justificada pela necessidade de contenção e de financiamento do déficit público, pelas pressões inflacionárias e pela instabilidade cambial prevalecente. O ajuste proposto aprofundou o déficit público, mas manteve um diferencial de juros real favorável à Alemanha. Havia, assim, sinalizações contraditórias emanadas dos desempenhos das variáveis reais e financeiras dos Estados Unidos e da Alemanha. Melhoraram o resultado do balanço de pagamentos e a competitividade da economia americana, apontando para expectativas de recuperação do dólar, e melhoraram os diferenciais de juros e de inflação, apontando para expectativas de valorização do marco⁴⁹.

⁴⁹ Nos casos em que as variáveis reais e financeiras sinalizam direções diferentes, torna-se mais difícil para o mercado estabelecer a base de mais juros e de inflação em relação a uma divisa específica. Assim, a prevalecer os movimentos de curto prazo, ora em uma direção, ora

Em 1975, os desempenhos das variáveis reais e financeiras, em ambos os países, modificaram-se, mas continuaram divergentes. O resultado da conta corrente americana deteriorou-se e os diferenciais de juros tornaram-se favoráveis à Alemanha, reforçando a ambigüidade do processo de formação de expectativas e ensejando o surgimento de "bolhas especulativas", ora com o dólar, ora com o marco.³ A partir do segundo semestre de 1976, o *Bundesbank* adotou uma política mais restritiva, fosse para evitar a retomada excessiva do nível de atividade, fosse para estabilizar os movimentos de capital no interior da serpente monetária européia. Paralelamente, desenvolveu-se um esforço de contenção fiscal que se estenderia até 1977. "Quando a taxa de juros americana começou a diminuir em relação à alemã, iniciou-se uma mudança na preferência dos investidores em relação à moeda de denominação dos seus ativos. Ocorreu, assim, uma bolha especulativa com o dólar, que durou dois anos. Mudanças na denominação monetária de um eurodepósito de 90 dias garantiu, em média, uma taxa de retorno de 11% ao ano entre junho de 1976 e setembro de 1978". (Schulmeister, 1988:362).

Em 1977, mudou a orientação da política macroeconômica tanto nos Estados Unidos quanto na Alemanha.

em outra, tornando as taxas de câmbio mais voláteis e elevando a elasticidade das expectativas dos agentes.

Em primeiro lugar, mudou a estratégia do governo americano em relação ao dólar. A "open month policy" diagnosticava a sobrevalorização do dólar como causa dos problemas da balança comercial e como inibidora da competitividade e do crescimento da economia americana. Do ponto de vista fiscal, a administração Carter propunha a redução de impostos como incentivo à demanda interna. No caso alemão, a política de controle quantitativo da moeda aliada à necessidade de rolagem da dívida pública através do setor bancário nacional, mantiveram o diferencial de juros desfavorável aos Estados Unidos. Quanto ao afluxo de capitais para a Alemanha, a visão do *Bundesbank* era que um marco valorizado compensaria o *crowding out* do setor público sobre o setor privado e diminuiria as pressões inflacionárias internas e externas. Para o *Bundesbank* o caráter inflacionário e desestabilizador do financiamento do orçamento público seria, em parte, compensado pelos efeitos estabilizadores da valorização cambial. Se o processo de valorização fosse interrompido ou desacelerado antes de resolvida a questão do financiamento público, as pressões inflacionárias seriam inevitáveis.

A conjugação daqueles fatores tornou as expectativas dos agentes amplamente favoráveis à fuga das aplicações em dólar, cujo valor decresceu, naquele ano, 20% em relação às moedas alemã e japonesa. A especulação com o dólar atingiu tal magnitude que, em 1978, o FED teve que

intervir, para segurar o valor da moeda americana, através de sua política de investimentos institucionais em divisas-reserva e do lançamento de títulos públicos, denominados em marco, no mercado financeiro alemão. A política monetária tornou-se mais restritiva e a política de estímulos fiscais foi revista.

Aquelas mudanças, todavia, não alteraram as expectativas em relação ao dólar, mantendo-se o *bias*, de médio prazo, dos agentes contra aplicações naquela moeda. O segundo choque do petróleo, a intensificação das operações especulativas no mercado internacional de estoques e o agravamento das tensões inflacionárias viriam a modificar o quadro dos anos anteriores. A reversão da política monetário-cambial americana, em 1979, respondeu, sobretudo, à necessidade de financiar os déficits fiscal e do balanço de pagamentos, usando, para tal, o mercado internacional de divisas. Para essa finalidade o FED sinalizava com um *real* de juros real favorável aos Estados Unidos e com uma política de revalorização da moeda.

No que tange à Alemanha, a redução do desequilíbrio em transações correntes e a defesa da paridade do marco tornar-se-iam as preocupações centrais do *Bundesbank*. O peso da política monetária no ajuste macroeconômico evidenciava-se pelos objetivos cada vez mais restritivos de expansão da moeda de banco central, que

passou de 11,4%, em 1978, para 17%, em 1979, ensejando uma elevação substancial do espectro de taxas de juro. Esse aumento respondeu, também, à necessidade do Bundesbank redefinir sua taxa básica, devido à elevação dos juros americanos, para controlar a saída excessiva de capitais da Alemanha.

O fraco desempenho da economia alemã e a dificuldade de reestruturar seu sistema produtivo, indicadores de uma perda progressiva de competitividade no cenário internacional, a partir de 1979, sinalizavam contra as aplicações de médio prazo em marco. O agravamento da dívida pública e as pressões inflacionárias latentes determinaram a manutenção de uma política de juros elevados, apontando para aplicações em moeda alemã. Desta forma, os resultados das variáveis reais e financeiras apresentaram-se de forma contraditória para os aplicadores, condicionando expectativas mais voláteis e originando "bolhas" especulativas em divisas. "Sua dinâmica da taxa de câmbio, no médio prazo, pode ser vista como uma tendência à formação de bolhas sequenciais baseadas em *bias* expectativas de valorização ou de desvalorização e em movimentos especulativos baseados na ambigüidade da formação de expectativas." (Schulmeister, 1988:356).

Na mesma linha de investigação, Biasco (1987), tentou explicar a maior volatilidade da taxa de câmbio

durante a reversão dos ciclos de valorização ou de desvalorização de uma divisa. Para o autor, nesses momentos, os sinais contraditórios emanados das principais variáveis reais e financeiras dificultam o estabelecimento de uma nova convenção cambial no mercado. Além disso, a dificuldade de estabelecer novas convenções seria reforçada por fatores inerciais, que fazem com que as opiniões prévias sobre o *status* de uma determinada moeda mudem mais lentamente do que o próprio ambiente econômico. Na fase de reversão do ciclo de valorização do marco, em 1979 e em 1980, "(...) quando as políticas de estabilização do câmbio ganharam uma postura deflacionista nos países sujeitos a revalorização, o resultado foi uma modificação pronunciada nos desequilíbrios em contas correntes pré-existentes, já que no mundo real os efeitos das modificações dos níveis relativos das demandas internas dominaram os efeitos das mudanças dos níveis relativos de competitividade.

A medida que a conta corrente de um país, com taxa de câmbio forte, torna-se negativa, os diferenciais pré-existentes de inflação não são imediatamente corrigidos, nem tampouco, os diferenciais de crescimento da oferta de moeda (devido a uma certa endogeneidade à demanda); como resultado, nem mesmo os diferenciais de taxas de juros reais são corrigidos. Quando a pintura fica, assim, borrada para os agentes, impressões passadas ainda prevalecem e as opiniões prévias sobre uma divisa levarão tempo para

desfazem-se. Durante esta fase, então, a variedade das expectativas é enorme e a dificuldade em detectar a tendência futura acentua a volatilidade das taxas de câmbio, como aconteceu em 1980. O horizonte de tempo dos especuladores encurta-se. (...) Quando a inversão da situação for largamente percebida, as duas moedas trocarão de papéis. A moeda que antes havia se desvalorizado, valoriza-se, pela mesma seqüência de eventos e expectativas que causaram sua depreciação no ciclo anterior." (Biasco, 1987: 47-48).

Na década de oitenta, observa-se, nos Estados Unidos, duas estratégias de ajuste macroeconômico. A primeira abrange a recessão e o início da retomada da economia americana, estendendo-se até 1984. Baseou-se na apreciação do dólar e em taxas de juros elevadas, como forma de financiar os déficits fiscal e comercial; em uma política fiscal expansionista; e, em uma política monetária ativa mas acomodada, quando de turbulências no sistema bancário americano, como em 1982 e em 1984. Tal estratégia expôs a economia americana a uma forte competição, originando um processo lento e parcial de reestruturação do seu sistema produtivo. Entretanto, os resultados mais visíveis de tal estratégia consistiram na ampliação dos déficits comercial e fiscal dos Estados Unidos e no acirramento da instabilidade do setor financeiro, que, em momentos críticos, obrigou o FED a intervir como credor de última instância junto aos

bancos comprometidos com setores em declínio, ou sem rentabilidade, e com os países devedores latino-americanos. As intervenções, por seu turno, acicatavam as inovações financeiras que, nos Estados Unidos, se tornaram, progressivamente, formas alternativas ao crédito bancário tradicional.

A nível internacional, a natureza necessariamente recessiva de tais políticas tinha como contrapartida forçar o ajuste das demais economias capitalistas, submetendo-as às necessidades de financiamento da economia americana. A seqüência mais imediata foi a ocorrência de déficits significativos nos balanços de pagamentos de praticamente todos os países, bem como de déficits fiscais de natureza financeira, ligados aos ajustes monetários dos balanços de pagamentos. No caso da Alemanha, o segundo choque do petróleo, a perda de competitividade de seu sistema produtivo fortemente especializado nas indústrias química e mecânica, a recessão européia e o crescimento da dívida pública, causaram déficits em transações correntes, queda na demanda interna, aumento das pressões inflacionárias e a intensificação dos movimentos especulativos com o marco. A resposta do *Bundesbank*, no início da década de 80, foi um ajuste monetário do balanço de pagamentos visando reduzir o desequilíbrio em conta corrente e sustentar, no limite do possível, a paridade de sua moeda. O caráter ativo da política monetária manifestou-se pelos objetivos cada vez

mais restritivos para a expansão da quantidade de moeda de banco central, e, na conseqüente volatilidade das taxas de juros.

O controle monetário foi facilitado pela deterioração das transações correntes de 1979 a 1981, pela saída de capitais de curto prazo, ligada às antecipações dos agentes econômicos quanto ao desempenho desfavorável do marco; e, pela elevação substancial do espectro das taxas de juros, fortemente pela política monetária do FED. Essa política de ajuste monetário prosseguiria durante o primeiro lustro da década de oitenta, embora seu caráter restritivo se relativizasse em momentos menos críticos. Quando as condições internacionais e internas melhoravam, a política monetária do *Bundesbank* tornava-se mais expansiva e vice-versa. Assim, em 1982, quando melhorou a situação do balanço de pagamentos e diminuíram as pressões inflacionárias internas e as taxas de juros americanas, o banco central imprimiu um caráter menos ativo à sua política. Em março de 1983, essa orientação foi revertida, acompanhando o movimento da política monetária e das taxas de juros nos Estados Unidos.

Em parte, como uma conseqüência da paridade do dólar, o resultado em transações correntes dos Estados Unidos tornou-se superavitário em 1980. Ao mesmo tempo, o saldo alemão deteriorou-se numa extensão inédita desde o

pós-guerra. O comércio internacional apontava, assim, para uma valorização do dólar em relação ao marco. Mas essa expectativa era contrabalançada, no mercado de ativos, pela elevação contínua do diferencial de juros real entre aqueles dois países. Em janeiro de 1979, o juro real na Alemanha era 0,9% mais elevado do que nos Estados Unidos. A diferença elevou-se para 4,9%, em setembro daquele ano, alcançando 7,2%, em maio de 1980. Portanto, para Biasco e outros, as forças reais e financeiras trabalhavam em direcções opostas, moldando um "equilíbrio precário" no mercado de divisas.

"Entretanto, quando a nova política monetária americana, de 1979 a 1980, tornou-se efetiva, a taxa de juros real dos Estados Unidos aumentou, abruptamente, em relação à da Alemanha, variando 8,6% de maio a novembro de 1980. Tais resultados reforçaram os sinais, para a valorização do dólar, provenientes da melhoria do saldo em transacções correntes dos Estados Unidos. Assim, um *bias* expectacional a favor do dólar poderia ser estabelecido. Conseqüentemente, os *dealers* do mercado cambial passaram a tomar posições abertas em dólar com maior prazo do que posições abertas em marco; e os detentores de *portfolios* transferiram-se do marco para o dólar. Isto gerou um processo contínuo e auto-sustentado de apreciação da moeda americana. Ambas as variáveis que formam as expectativas sobre a taxa de câmbio - as forças 'reais' provenientes do

mercado de bens e as forças financeiras do mercado de ativos - estavam, naquele momento, em perfeita concordância. Uma vez iniciados os movimentos de capital e do câmbio a rentabilidade das aplicações em dólar reforça *bias* expectacional nos mercados financeiros internacionais, levando a novas valorizações da moeda (americana) e, assim, reforçando a rentabilidade dos movimentos de mudança de denominação monetária dos ativos. Entre julho de 1980 e dezembro de 1984, a troca de denominação de marco para dólar de um eurodepósito de três meses rendeu, em média, 18,7% ao ano". (Schulmeister, 1988:359).

Esse mecanismo realimentador origina, no auge do ciclo de valorização, *overshootings* constantes da taxa de câmbio, que não guardam nenhuma relação com o desempenho das variáveis econômico-financeiras. É por isso que os movimentos de médio prazo da taxa de câmbio não param ou reverterem no ponto correspondente à paridade de poder de compra, seja esta determinada pela balança comercial ou pelo diferencial de juros. "Neste contexto, desequilíbrios crescentes em conta corrente e nos níveis de preços relativos, poderiam amortecer o processo de apreciação, o que seria, posteriormente, seguido por uma abertura nos diferenciais de juros. Em agosto de 1983, a taxa real de juros nos Estados Unidos era 4,2% mais elevada do que na Alemanha. Em agosto de 1984, esse diferencial começou a reduzir-se. Entretanto, o *bias* expectacional favorável ao

dólar continuou a prevalecer durante alguns meses." (Schulmeister, 1988:360).

As mudanças das condições econômico-financeiras levaram, no "Encontro dos Sete", em 1984, à discussão da necessidade de adoção de políticas macroeconômicas mais coordenadas entre os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão. Os objetivos ali anunciados eram os de reduzir as taxas de juros internacionais, de negociar *target zones* para as taxas de câmbio e de se obter maior responsabilidade por parte da Alemanha e do Japão sobre a estabilidade e o crescimento econômico. Por trás dos objetivos declarados, no entanto, o que se buscava era evitar um *hard landing* do dólar. Os Estados Unidos, por seu turno, tentavam garantir que a desvalorização de sua moeda, já percebida pelo mercado como inevitável, fosse sustentada pelos dois grandes países industriais.

1985, o tesouro americano caminhou no sentido da política de coordenação macroeconômica mais ativa entre os países e o FED, e promoveu uma queda gradual de sua taxa de desconto. A Alemanha que, por seu turno, havia aproveitado o ajuste recessivo decorrente da sobrevalorização do dólar como instrumento de reestruturação de seu sistema produtivo, voltou a ter um desempenho satisfatório em suas contas externas e a controlar as pressões inflacionárias e fiscais internas. Assim, a partir

daquele ano, os desenvolvimentos do mercado de bens e serviços (déficit em transações correntes persistentes nos Estados Unidos e superávit alemão) e do mercado de títulos (diferencial de juros favorável à Alemanha) passaram a condicionar as expectativas de curto e, posteriormente, de médio prazo, de desvalorização do dólar.

Em 1986, o processo de desvalorização do dólar, comandado pelo mercado de câmbio, pelo FED, pelo *Bundesbank* e pelo Banco do Japão, e a inexistência de pressões inflacionárias nos Estados Unidos ensejaram uma política expansionista pelas autoridades monetárias daquele país. No entanto, o progressivo aumento do déficit comercial americano e as incertezas no mercado financeiro levaram a uma política mais conservadora, em 1987, a qual seria revertida, em outubro de 1987, com o *crash* da bolsa de Nova York. Nesse momento, a política do FED tornou-se adaptativa às circunstâncias, evitando que o incidente financeiro comprometesse a expansão da economia americana.

Nessa mesma direção, os bancos centrais da Alemanha, do Japão e da Inglaterra efetivaram pesadas intervenções nos mercados monetário e cambial, objetivando estabilizar os movimentos especulativos com o dólar. Aliás, no caso da Alemanha, a partir de 1986, a política monetária passou a defrontar-se com objetivos conflituosos de curto e médio prazos. A necessidade de sustentação do dólar e da

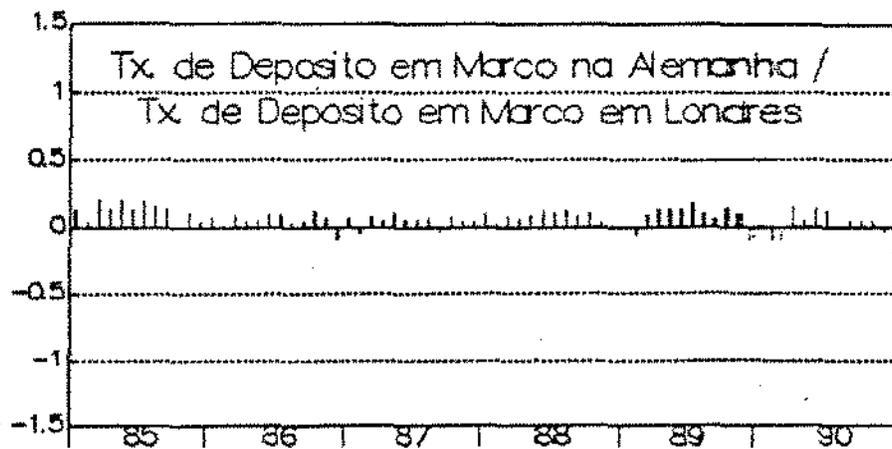
demanda interna fez necessário uma política mais expansiva e a ultrapassagem das metas fixadas para a expansão da liquidez sistêmica, determinando intervenções mais restritivas. Nessas circunstâncias, a pressão contínua para a valorização do marco induziu à ultrapassagem, pelas prioridades monetárias, das metas estabelecidas para a em 1986 e em 1987.

Em 1988, a política creditícia e os novos instrumentos de financiamento nos Estados Unidos apoiaram a expansão da economia. Entretanto, a existência de setores não estruturados, o *leakage* de importações decorrente do investimento estrangeiro (notadamente o japonês), a persistência dos déficits externo e do setor público, geraram pressões inflacionárias, induzindo a uma política monetária contracionista, em 1989. Esta, na verdade, respondeu, principalmente, às tentativas de ajuste monetário do balanço de pagamentos e à necessidade de minimizar os impactos desestabilizantes dos fluxos de capital de curto prazo e da flutuação das moedas, particularmente da relação entre o dólar e o iene.

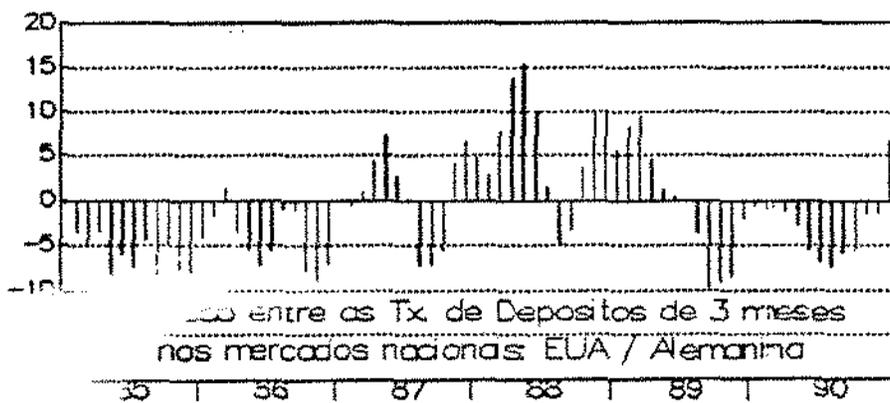
No "Encontro dos Sete" em Paris, em julho de 1989, os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão apresentaram prioridades diferentes devido a seus problemas internos, formalizando o fim da possibilidade de coordenação entre eles. O comunicado final do encontro não trouxe nenhuma

referência ao dólar ou à manutenção de paridades estáveis, dado que os ajustes externos (contas correntes) entre os três países continuavam sem solução e as políticas de ajuste macroeconômico davam sinais de esgotamento. A conjuntura de crescimento acelerado dos anos anteriores e as pressões inflacionárias fizeram com que o *Bundesbank* praticasse uma política de valorização cambial, pondo por terra as perspectivas de continuidade da concertação das políticas cambiais americana, alemã e japonesa.

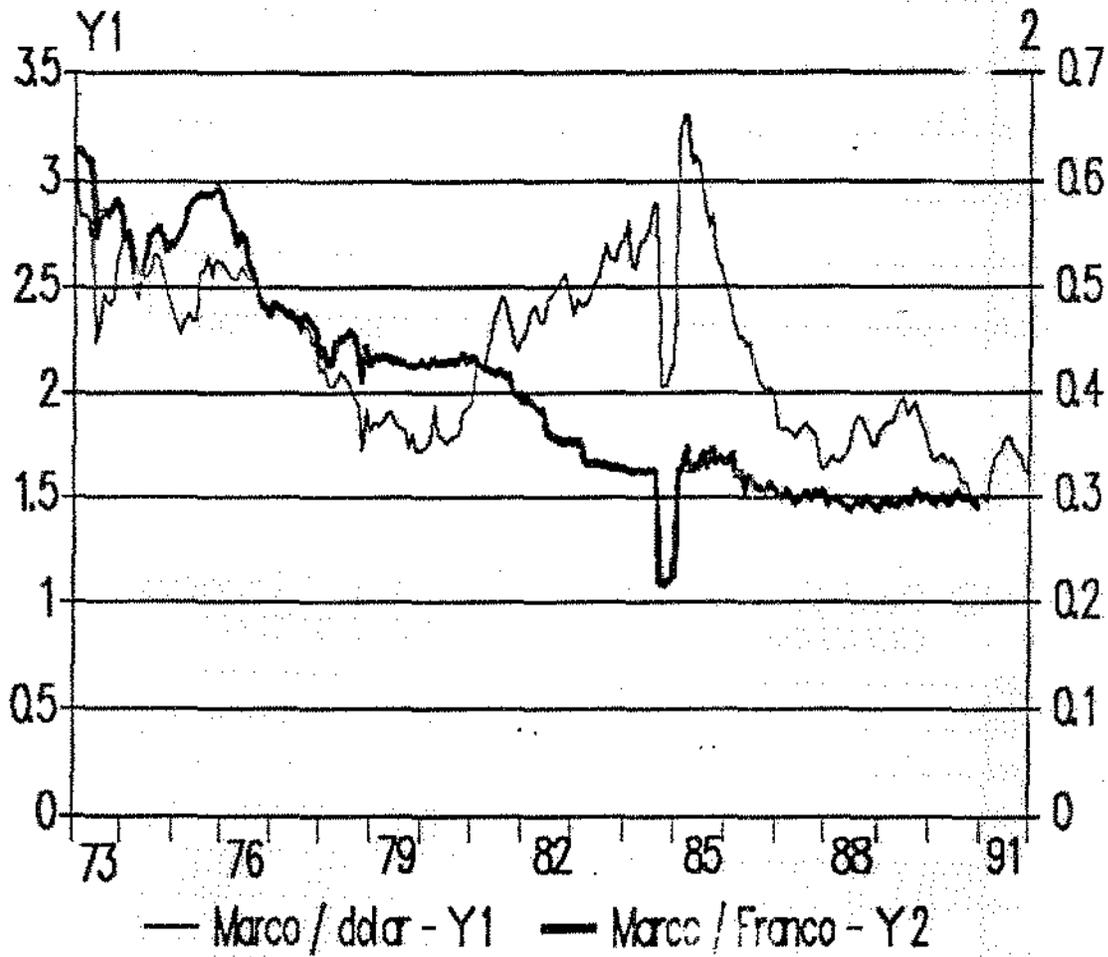
G IV.3.1. Diferencia de Juros Nominal



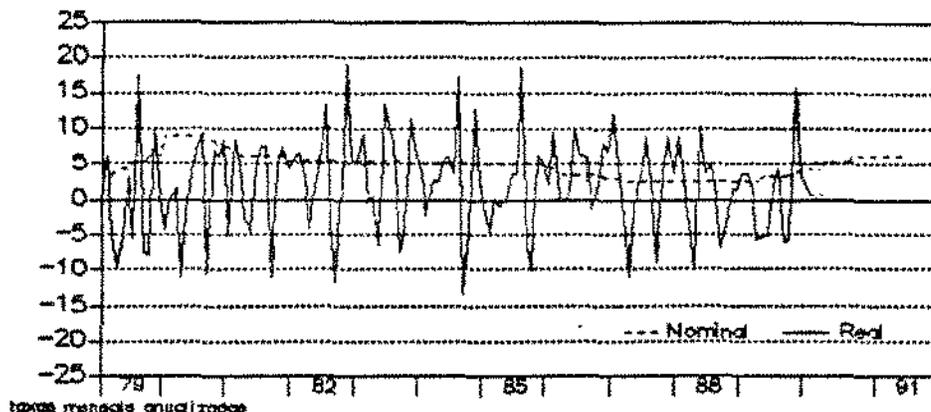
G IV.3.2. Diferencia de Juros Nominal considerando a variacao cambial



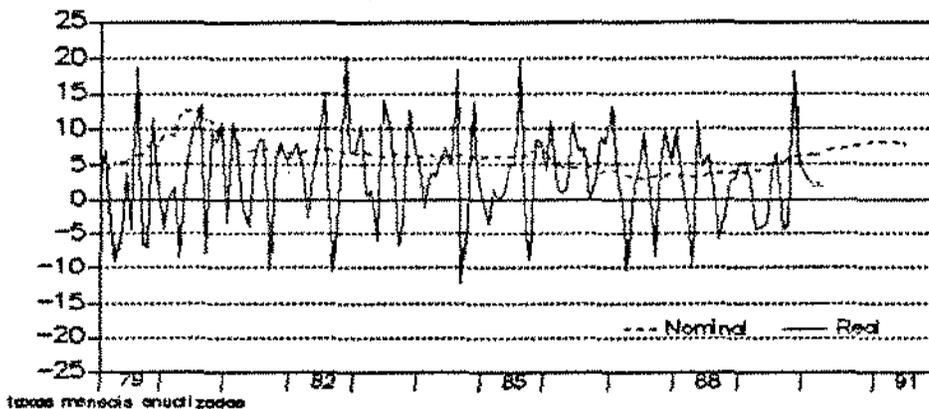
G. IV.3.3. Evolucao das Paridades



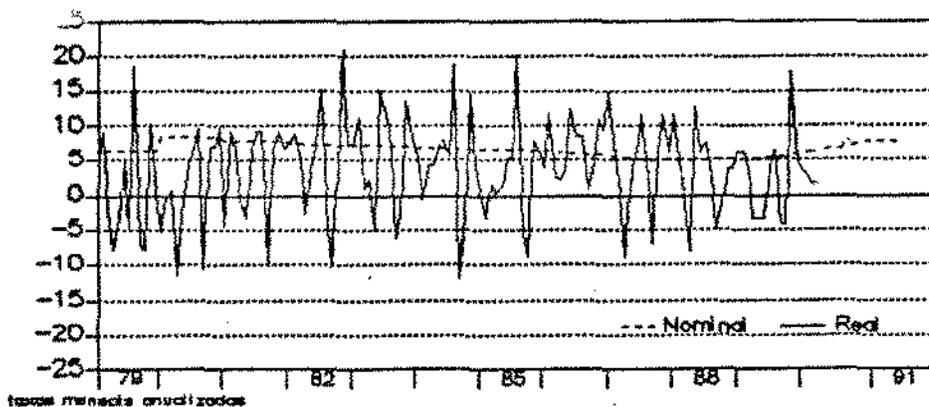
G IV.3.4. Japao
 Taxas de Juros sobre Empréstimos
 Discount Rate



G IV.3.5. Japao
 Taxas de Juros sobre Empréstimos
 Money Market Rate



G IV.3.6. Japao
 Taxas de Juros sobre Empréstimos
 Lending Rate



IV.4. Sobre a Relação entre Juros e Câmbio.

Em princípio, um banco central fixa o preço de referência para o dinheiro e, assim, os termos básicos em que a oferta de moeda de curso legal atende à demanda por crédito. A moeda ou crédito é criado quando um banco central e seu bancos afiliados adquirem ativos, emitindo, como contrapartida, passivos em moeda de crédito. Abstraindo, por enquanto, a internacionalização do mercado de crédito privado, pode-se inferir que qualquer banco central determina, segundo os objetivos de política macroeconômica, sua taxa de desconto bancário. Ao descontar títulos privados em posse dos bancos, um banco central fixa o preço de seu estímulo de liquidez ao sistema bancário.

Nas economias em que os títulos públicos constituem um instrumento monetário importante, a fixação da taxa de desconto desses títulos no mercado aberto constitui-se, também, num preço básico para a liquidez sistêmica. A taxa de desconto do Banco da Inglaterra, por exemplo, era, até 1981, a taxa mínima que os membros do mercado de descontos obtinham liquidez mediante a apresentação de títulos privados e de títulos de curto prazo do tesouro inglês. O Banco da Inglaterra concedia, também, empréstimos de liquidez contra a caução de títulos de curto prazo e de obrigações do tesouro com prazo máximo de até cinco anos, a taxas equivalentes às dos títulos privados. A partir de

1981, o Banco da Inglaterra passou a praticar sua política de juros através de operações de mercado aberto com títulos privados. A taxa dos *Treasury Bills* era fixada, geralmente, 0,5% acima da taxa resultante das operações de mercado aberto com títulos privados. Em síntese, a taxa de juros básica em uma economia de crédito é determinada pelo banco central através das políticas de redesconto bancário e de mercado aberto.

A prática de intervenção dos principais bancos centrais revela, entretanto, que, ao fixar as taxas de desconto, eles, também, estabelecem metas correspondentes para a variação das reservas do sistema bancário. Destarte, variações na taxa de juros de base implicam mudanças correspondentes na disponibilidade das reservas bancárias. O FED - exceto de 1979 a 1982 - ao fixar sua taxa de desconto, determinava, concomitantemente, o volume desejado das reservas emprestáveis de seus bancos afiliados e, através de procedimentos, o custo da liquidez primária da instituição. O Banco da França, até 1986, praticava o controle quantitativo do crédito em consonância com sua política de redesconto. Em fevereiro de 1981, a elevação da taxa de redesconto do *Bundesbank* foi praticada no bojo de um conjunto de medidas restritivas ao acesso dos bancos aos empréstimos de liquidez daquela instituição. O acesso automático dos bancos aos fundos do sistema *Iombard* foi suspenso. Foi criada uma taxa *Iombard* especial, encarecendo

os empréstimos diários para liquidez bancária, e o volume de crédito para empréstimos de liquidez passou a ser controlado, quantitativamente, a cada dia.

Abstraindo, por enquanto, os efeitos do mercado de crédito privado internacional sobre as políticas monetárias nacionais, poder-se-ia concluir que, da perspectiva dos bancos centrais, estes possuiriam os instrumentos para neutralizar ou endossar, no curto prazo, a endogeneidade do crédito bancário através da determinação da taxa de desconto e da manipulação das reservas bancárias. Estas duas variáveis causam, imediatamente, impacto sobre os juros praticados no interbancário, ou seja, sobre o fundo de reservas disponível ao redesconto oficial de reservas para os empréstimos e sobre as operações de crédito já realizadas pelo sistema bancário. O outro fundo de reservas é constituído pelos depósitos nos bancos, dependendo da taxa de captação. Essa taxa mede o nível de preferência pela liquidez dos agentes econômicos e o grau de concorrência das instituições financeiras na captação de fundos. O valor efetivo da taxa de captação depende, em larga medida, de seu valor futuro antecipado pelos agentes, sendo por este ângulo submetido à convenção do mercado financeiro. E depende, também, da competição existente neste mercado por fundos adicionais de reserva para depósitos já realizados pelos bancos.

Em síntese, a demanda por recursos do público e o de liquidez predominante, dado o nível de concorrência existente no mercado financeiro, são fatores determinantes da taxa de captação. Isto implica que, em determinadas circunstâncias, o custo de captação de fundos adicionais possa ser crescente para o setor financeiro, contaminando o espectro das taxas de juros.

A taxa de juros sobre uma aplicação de determinada qualidade e de certo prazo de vencimento é estabelecida ao nível que, na avaliação dos detentores de riqueza, torna mais vantajosa a troca de liquidez imediata pela perspectiva de aumento da riqueza futura. Essa taxa constitui, por isso, um elo importante entre a política de juros e de reservas das autoridades monetárias e o mercado de crédito. Uma pressão altista sobre as taxas de captação significa que os níveis das taxas de redesconto e do interbancário estão elevadas e que a expectativa dos agentes é que, a curto prazo, continuarão ascendentes. A taxa de empréstimo bancário é uma resultante das taxas de redesconto, do interbancário e de captação adicionadas de um *mark up* bancário. Assim, qualquer racionamento das reservas, bem como a elevação da taxa de redesconto, refletir-se-ão sobre o preço do crédito bancário.

Dessa perspectiva, a política monetária consistiria na manipulação das taxas de juros e do nível de

reservas bancárias, influenciando através destes instrumentos sobre o volume e o preço do crédito bancário no curto prazo. A longo prazo, o estoque de moeda é reproduzido através das relações de débito e crédito entre os agentes financeiros e não-financeiros. A variação do estoque de moeda é função de decisões de demanda por crédito atendidas pelos bancos que, *a posteriori*, procuram os fundos de reserva para respaldá-las. São esses fundos e seu preço que a autoridade monetária pode manipular a curto prazo. A causa fundamental da variação do estoque monetário não está nessa manipulação de curto prazo, mas no financiamento bancário das decisões de gasto dos capitalistas. Em termos agregados e a longo prazo o financiamento bancário é autofinanciado. Os bancos fazem empréstimos que retornam ao sistema sob a forma de depósitos, sendo, assim, o financiamento do fundo de reservas para suportar os novos empréstimos a única necessidade corrente dos bancos.

Em que medida essa apreensão do comportamento das taxas de juros seria parcial pelo fato de abstrair o processo de internacionalização dos bancos, o mercado de eurodólares, a flutuação cambial e as inovações financeiras? Quais as implicações dessas mudanças para o exercício das políticas macroeconômicas nacionais e para a dinâmica das taxas de juros?

O desenvolvimento do mercado de eurodólares e a internacionalização dos bancos americanos são processos contemporâneos. O mercado de eurodólares é constituído por investidores que, operando fora da jurisdição legal americana, desejam transacionar títulos e depósitos em dólares. As aplicações em eurodólares representam, assim, obrigações dos bancos operadores com depósitos futuros em de movimento de bancos situados nos Estados Unidos.

Depósitos em eurodólares são obrigações transferíveis de depósitos dos eurobancos, eles são potencialmente utilizáveis como instrumentos de contratos financeiros. A *negotiable order of withdrawal* (NOW), por exemplo, transformou os depósitos dos bancos de poupança em um instrumento de viabilização de contratos financeiros através da intermediação de instituições de compensação.

Os eurobancos possuem a capacidade de expandir o volume de instrumentos disponíveis para contratos financeiros internacionais sem alterar a capacidade de empréstimo dos sistemas bancários nacionais, burlando, assim, a restrição das reservas nacionais e condicionando o comportamento dos juros. Quaisquer depósitos em euromoedas são ativos líquidos em termos das moedas em que são denominados. Como enfatiza Davidson (1982), com o desenvolvimento dos mercados de euromoedas deixou de existir uma oferta limitada de ativos monetários que estariam sob o

controle das autoridades monetárias. A existência de um mercado de divisas e de ativos desregulamentado criou por si só, o potencial para a validação de uma oferta nacional endógena de moeda sempre que a decisão de gasto capitalista o exigir, ou que houver desequilíbrios em conta corrente do balanço de pagamentos, ou que a necessidade de financiamento da dívida pública o impuser.

No caso dos Estados Unidos, o processo de internacionalização de seus bancos foi acompanhado por uma mudança na gestão bancária através de práticas inovadoras de administração de passivos, pela diversificação das instituições e dos instrumentos de financiamento, e por uma maior fragilidade do sistema de crédito, determinando importantes intervenções do FED como credor de última instância daquele sistema. "Ao mesmo tempo, dentro deste quadro, o banco central americano torna-se coadjuvante das formas pelas quais as instituições financeiras vão bancando suas posições, financiando-as; estas formas são decrescentemente relacionadas com a moeda e as reservas e crescentemente ligadas a um complexo quadro de novos ativos financeiros" (Braga, 1991:7).

Internacionalização do circuito de crédito, perda de hegemonia dos bancos no processo de circulação creditícia e liquidez acentuada de ativos plurimonetários tornaram o exercício da política monetária extremamente complexo.

Conseqüentemente, podem ocorrer dois tipos de problemas; por um lado, as reservas de fundos bancários em moeda de curso legal podem variar via operações interbancárias no mercado, limitando o poder, de fato, das autoridades monetárias controlarem, no curto prazo, o volume de crédito. Por outro, a fixação do preço do crédito, isto é, a determinação da taxa de juros de curto prazo, passa a ser condicionada pelo mercado de câmbio fora do controle direto das autoridades monetárias nacionais.

No caso da economia americana, esses fatores aliados às pressões do déficit público e ao desequilíbrio do balanço de pagamentos, tornados estruturais, conduziram a perturbações permanentes nas funções e nas operações convencionais do FED. Por exemplo, o manejo da política de juros foi condicionado pelas necessidades de financiamento vinculadas àqueles dois problemas e não apenas pelo controle da liquidez e da inflação. Isto é, se a taxa de juros foi muitas vezes, tão alta, em alguns momentos, não é tanto por causa do controle da inflação mas, em boa medida, pela necessidade de rolagem da dívida pública, o que tende a "financeirizar" o déficit corrente, e a atrair capitais externos para "fechar" o balanço de pagamentos. "Portanto, o próprio exercício da política monetária, se já é problemático numa economia capitalista - onde a determinação do dinheiro é simultâneamente exógena e endógena, dependente da coordenação entre bancos centrais e bancos comerciais -

muito mais o é à medida que o sistema bancário começa a perder o controle sobre a moeda e o crédito" (Braga, 1991:12-13).

Para finalizar, gostaria de aprofundar a análise dos impactos da flutuação cambial sobre o movimento dos juros nas economias nacionais e sobre a capacidade das autoridades monetárias de compatibilizar o financiamento do setor público, a gestão do balanço de pagamentos e a estabilidade interna e internacional de suas moedas.

Observando-se o movimento dos juros nos principais países da OCDE durante as duas últimas décadas, nota-se que o movimento dos juros se descolou do comportamento das variáveis reais, não acompanhando o desempenho cíclico da economia. Mesmo em 1974 e em 1975, as taxas reais de juros tornaram-se negativas devido ao efeito de liquidez dos petrodólares e não por causa da recessão do período. No caso americano, a recessão do início da década de oitenta foi acompanhada por uma escalada inusitada das taxas de juros nominais e reais. A taxa média real do *federal funds* foi de 3,7% e da *prime rate* de 5,9%, enquanto que na expansão de 1976 a 1978, essas taxas foram de -0,3% e 0,9% ao ano, respectivamente. A retomada da economia americana, em 1983, deu-se com taxas reais do interbancário e de empréstimos em seus níveis mais elevados, 5,7% e 7,4%, respectivamente. Estas taxas mantiveram-se em patamares reais elevados,

independentemente dos níveis correntes de produção e de investimento.

A mesma tendência pôde ser observada na Alemanha e na Inglaterra. Em relação à Alemanha, as taxas reais de juros começaram a elevar-se na expansão de 1976 a 1979, e esta tendência reforçou-se durante a recessão de 1981 e de 1982. O auge da elevação das taxas reais, em 1982, coincidiu com a maior queda no crescimento do produto e do investimento alemão da década. Naquele ano a taxa real no interbancário chegou a 3,5% e a dos empréstimos bancários a 8,4%. Durante a expansão pós-1983, a variação dessas taxas não foi muito significativa. A taxa média anual do interbancário foi de 3,5% e a dos empréstimos dos bancos de 7,4%. Na Inglaterra, as taxas reais foram negativas nos anos setentas, independentemente dos níveis de produção corrente e da rentabilidade esperada dos ativos reais. Elas tornaram-se positivas exatamente durante a recessão de 1981-1982. A partir daqueles anos mantiveram-se num patamar médio real de 9% no interbancário e de 5,5% para os empréstimos bancários.

O comportamento observado das taxas de juros aponta para a hipótese de uma crescente sincronia dos movimentos dessa variável nos diferentes mercados nacionais. Nos anos oitentas, a progressiva abolição dos controles sobre capitais e o processo de liberalização dos mercados

financeiros na OCDE reforçaram a integração e a globalização dos maiores centros financeiros nacionais e *offshore*. Uma medida dessa integração é o diferencial de juros sobre os fundos do interbancário denominados na mesma moeda em mercados diferentes. A evidência empírica é que tal diferencial reduziu-se na última década. As taxas vigentes no interbancário dos Estados Unidos e as taxas sobre esses mesmos fundos denominados em dólar no mercado *offshore* tendem a se aproximar, reforçando a interdependência dos mercados e o conseqüente limite da política monetária para o controle da liquidez sistêmica. Cada vez mais a formação da taxa de juros no interbancário tende a ser balizada por dois parâmetros: a taxa de desconto de banco central e a taxa para empréstimo de liquidez no mercado de eurodivisas.

Outra medida importante da inter-relação dos juros é o diferencial de taxas, em diferentes mercados, ponderado pelo comportamento da taxa de câmbio durante o período de vigência dos contratos financeiros. Este diferencial pode ser definido como a diferença entre as taxas de juros sobre instrumentos de crédito ou de débito da mesma natureza e prazo de vencimento, denominados em moedas diferentes. Assim, a moeda que apresentar um diferencial favorável determinará maiores rendimentos dos ativos por ela denominados. Esses diferenciais apresentaram grande volatilidade durante os anos 80, condicionando a mobilidade da moeda dos fluxos de capitais.

Na tentativa de minimizar as perdas decorrentes da incerteza sobre o comportamento cambial, os mercados desenvolveram operações financeiras com cobertura de câmbio. Tratam-se de instrumentos de crédito ou débito, que já trazem embutidos os custos das operações cambiais no mercado futuro, equivalentes aos prazos dos contratos financeiros. As experiências empíricas mostram que o processo de arbitragem de divisas no mercado futuro tem diminuído a diferença entre taxas de juros sobre papéis similares em mercados diferentes, como, por exemplo, o diferencial sobre depósitos de curto prazo no euromercado. Entretanto, para os demais instrumentos e mesmo para as euroaplicações de maturação mais longa, a ação de arbitragem no mercado futuro de câmbio tem minimizado pouco o diferencial de juros entre os diversos mercados.

A manutenção de juros reais positivos elevados potencializou os efeitos dos diferenciais de juros entre os principais mercados financeiros sobre os fluxos internacionais de capitais. Estes, como se viu nas duas seções anteriores deste capítulo, acirraram a flutuação das principais divisas, colocando para as autoridades monetárias uma nova variável-alvo de gestão. A partir daquele momento, a política monetária passaria a determinar a taxa de juros, tentando compatibilizar o diferencial câmbio-juros com as expectativas do mercado cambial e tentando gerir, além das

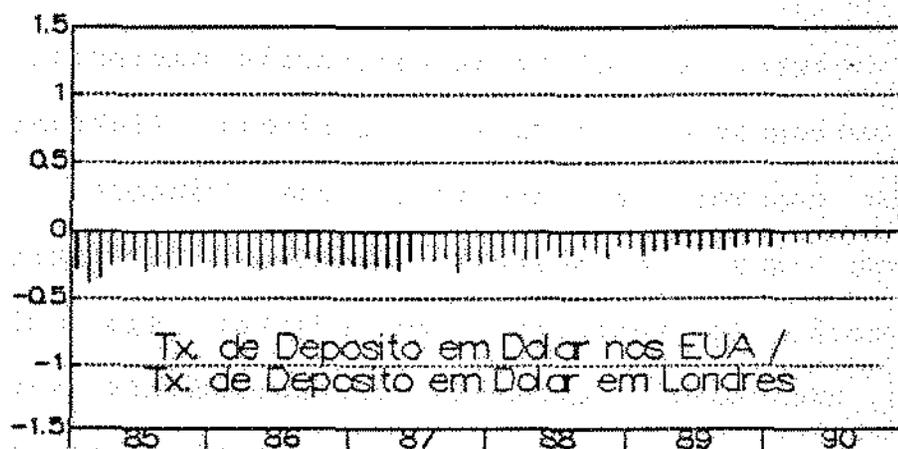
reservas bancárias internas, suas reservas internacionais como forma de garantir sua estratégia cambial, minimizando, assim, a instabilidade da moeda.

A ampliação dos objetivos ou dos instrumentos monetários evidenciou uma contradição entre o uso de um mesmo instrumento para finalidades diferenciadas. Por exemplo, a política de juros elevados, ao tentar resolver o problema de financiamento corrente do balanço de pagamentos em economias com moedas sobrevalorizadas, acentua o déficit da balança comercial e a perda de competitividade internacional do sistema produtivo, encarece o financiamento da dívida pública e dificulta, enormemente, o já problemático controle da liquidez.

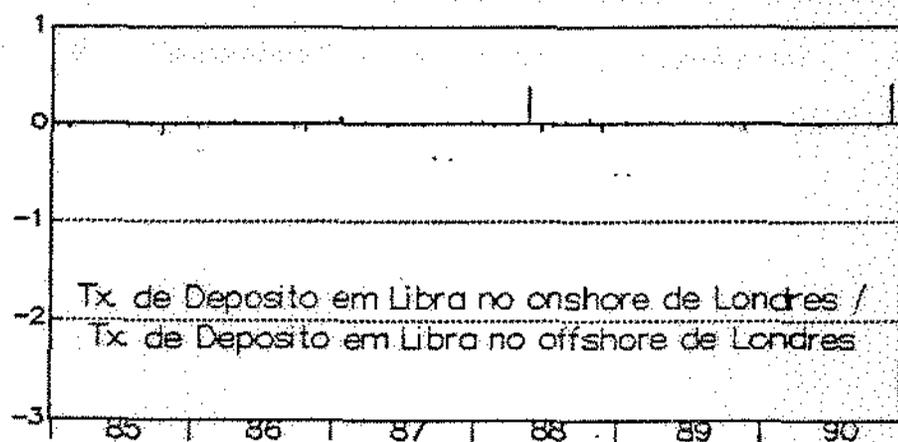
Esse *trade-off* entre as finalidades da taxa de juros na gestão macroeconômica, determina a perda de eficácia da política monetária em geral. Além-se, ainda, o fato de que as intensas mobilidade e liquidez dos capitais no circuito financeiro internacional tornam as políticas monetárias nacionais interconectadas e avessas. A estratégia de valorização do dólar - através de uma política macroeconômica objetivando a manutenção de um diferencial câmbio-juros favorável aos Estados Unidos - corresponde, necessariamente, um marco e um iene desvalorizados através de políticas monetário-cambiais mais atreladas ao contexto internacional e aos objetivos nacionais, e vice-versa.

Sob este aspecto, as políticas monetárias nacionais perdem graus de autonomia com o regime de câmbio flutuante, não sendo mais capazes de constituir uma "âncora" para a estabilidade das principais divisas e economias internacionais. Ao contrário, os efeitos das políticas monetárias nacionais tornam-se transmissíveis entre si através dos movimentos das taxas de juros e de câmbio, aumentando a complexidade da gestão da economia internacional e a possibilidade de riscos sistêmicos. Por fim, muitas autoridades monetárias centrais ficam impossibilitadas de influir, simultaneamente, na determinação dos juros e do câmbio. Uma das duas variáveis torna-se "exógena" à gestão macroeconômica.

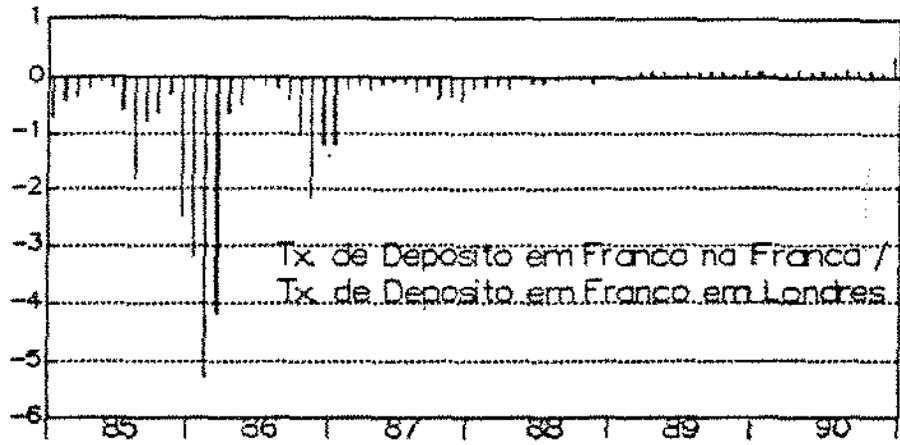
G IV.4.1. Diferencia de Juros Nominal



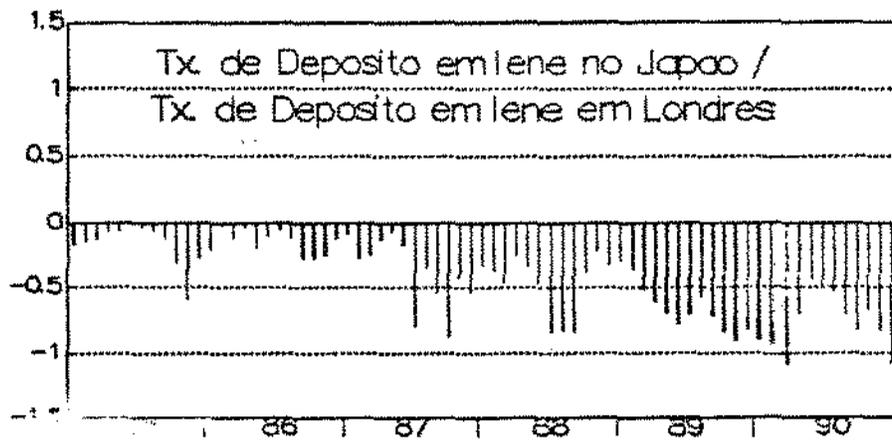
G IV.4.2. Diferencia de Juros Nominal



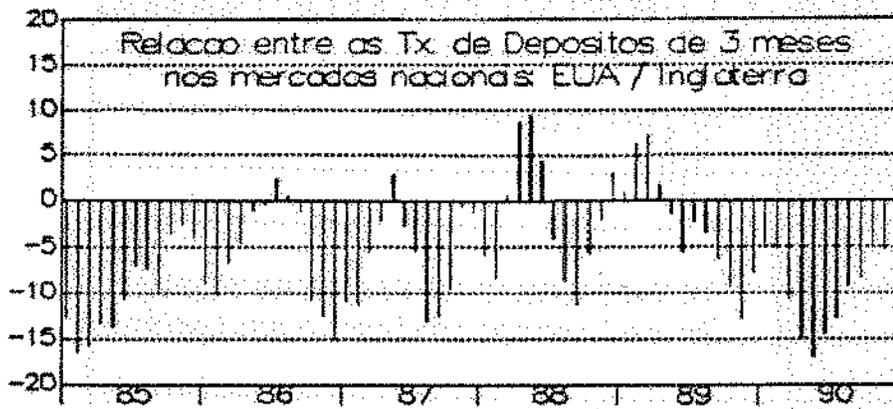
G IV.4.3. Diferencia de Juros Nominal



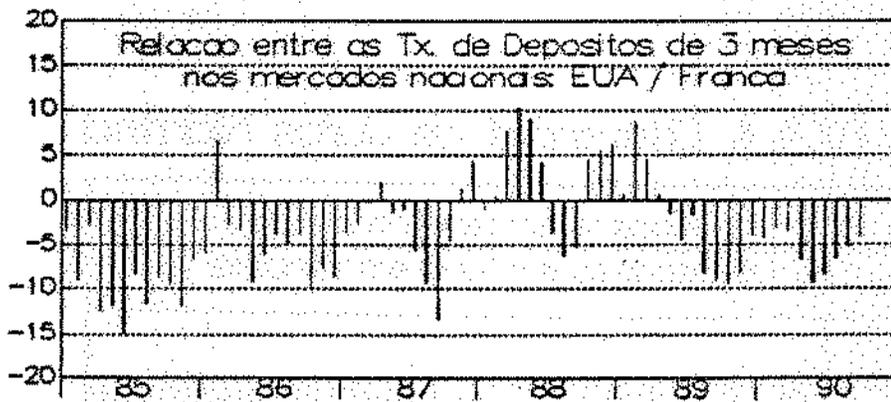
G IV.4.4. Diferencia de Juros Nominal



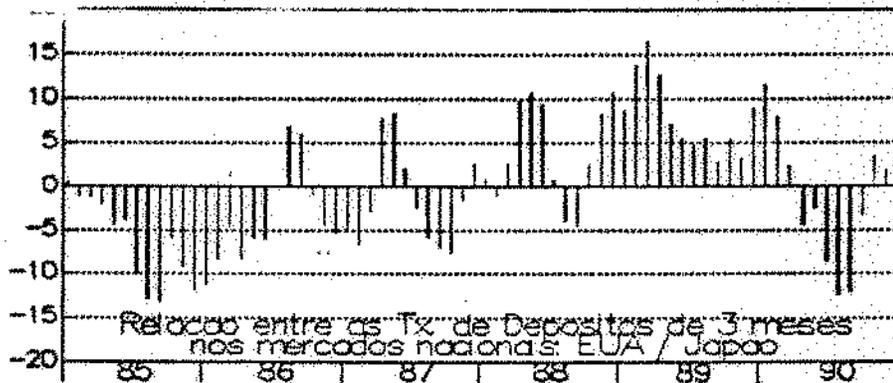
G IV.4.5. Diferencia de Juros Nominal considerando a variacao cambial



G IV.4.6. Diferencia de Juros Nominal considerando a variacao cambial



G IV.4.7. Diferencia de Juros Nominal considerando a variacao cambial



IV.5. Comentários Finais: A Dinâmica das Taxas de Câmbio.

As principais teorias neoclássicas de determinação da taxa de câmbio apreendem a instabilidade monetária internacional como um fenômeno de curto prazo ligado aos ajustes necessários no estoque de ativos monetário-financeiros dos agentes econômicos. Se tais ajustes se tornam recorrentes, levando a variações contínuas nas taxas de câmbio, é por uma inadequação das políticas monetárias dos principais países. As variações no valor internacional da moeda devem ser, desta forma, percebidas como sendo, ao mesmo tempo, o resultado e o instrumento de reabsorção dos desequilíbrios de mercado. A taxa de câmbio é um preço de equilíbrio, uma variável dotada de virtudes reguladoras: qualquer desvio entre taxas corrente e de equilíbrio é absorvido automaticamente, através dos ajustes produzidos de ativos e no mercado de bens.

Essa visão moderna da "lei natural" centrada, agora, na taxa de câmbio e não na taxa de juros, parece não resistir à "falsificação de hipóteses" da história econômica das duas últimas décadas. Observando o movimento da economia internacional no período, detecta-se duas ordens de fenômenos, que vão marcar profundamente o movimento do câmbio, e que não se enquadram nas explicações propostas pela teoria convencional. Em primeiro lugar, o esgotamento,

a partir de 1971, das possibilidades de gestão cambial característica da economia americana desde o pós-guerra - conforme evidenciam Triffin (1985), Parboni (1981) e Davidson (1982) -, inaugurou um período de ausência de padrão de conversibilidade estável entre divisas. A política cambial de "negligência benigna" do governo Carter retratou o início dessa era. Ao praticar uma desvalorização quase que contínua do dólar num período fortemente marcado pela reciclagem dos petrodólares pelo sistema bancário, permitiu a potencialização inusitada de operações de compra e venda de divisas no mercado de câmbio que, em fases críticas, transbordavam para os mercados de ouro, prata e *commodities*, mercados de valores de refúgio do capital em momentos de crise sistêmica. Nos anos 80, tanto a valorização, quanto a posterior desvalorização, concertada do dólar deram-se num contexto de inovações financeiras, que ampliaram de forma inédita o estoque e os fluxos de capitais privados, reforçando a perda de abrangência e de eficácia dos instrumentos das autoridades monetárias, diminuindo, portanto, a área de influência da política monetária na estabilização cambial. Vale dizer, o poder de regulação monetária da política americana sobre o sistema internacional está em crise, a despeito do peso político e nominal do dólar, e a volta ao equilíbrio do mercado cambial parece impossível.

Em segundo lugar, a desvalorização do dólar, na década de setenta, minimizou a necessidade de ajustamento da estrutura produtiva americana, ratificando a sua perda de competitividade para o Japão e para a Alemanha, nos anos 60, e intensificou os movimentos de curto prazo dos capitais, os quais acabaram por minar a eficácia das políticas monetária e fiscal dos Estados Unidos e levaram à deterioração da conta capital do seu balanço de pagamentos. Como contrapartida de um dólar desvalorizado, um iene valorizado e a extrema vulnerabilidade japonesa às variações de preço das matérias-primas estratégicas levaram o Japão a realizar um ajuste radical de seu sistema produtivo, que lhe permitiu obter um superávit estrutural, qualquer que fosse a paridade cambial. Vale dizer, a teoria das paridades, que postula equilíbrios no mercado de bens e, por derivação, no mercado de capitais, deixa de ter validade como hipótese explicativa.

O ajuste da economia japonesa não se limitou ao balanço de pagamentos, mas, sobretudo, centrou-se na mudança de sua inserção no sistema produtivo mundial, conforme demonstra Torres (1991). Tal redefinição da inserção dos países líderes e de suas corporações na economia internacional intensificou-se na década de oitenta, extrapolando a órbita produtiva e afetando, profundamente, a distribuição da riqueza de uma forma "indesejada" para a

economia dominante, transformando os Estados Unidos o maior devedor internacional.

Assistiu-se, também, naquela década, a uma mudança tanto da natureza da concorrência intercapitalista, que se globalizou, quanto da estrutura das corporações, onde o peso da "finança" foi se tornando cada vez mais significativo. Vale dizer, onde a trajetória da acumulação capitalista foi, rapidamente, em direção à posse de ativos líquidos e lucrativos. "É esta lógica financeira privada que passa (progressivamente) a presidir a definição, gestão e realização da riqueza. (...) Identifica-se uma enorme flexibilização do tempo de rentabilização dos investimentos, das relações débito/crédito e ainda das relações ativo/passivo. Nunca foi tão grande a mobilidade entre as diversas formas de cristalização da riqueza capitalista na busca de maior e mais rápida rentabilidade, dada pela possibilidade de conversão das diversas temporalidades dos ativos em uma estrutura temporal de valorização sempre atualizada com os sucessivos impulsos de revisões das decisões passadas". (Braga, 1991:17).

Do ponto de vista teórico isto significa que os movimentos do câmbio respondem, num contexto de capitalismo em mutação, aos processos de reestruturação dos espaços produtivo e financeiro internacionais, que foram determinados pela globalização das estratégias de

concorrência dos grupos transnacionais privados. Por outro lado, o desequilíbrio estrutural entre os balanços de pagamentos americano e japonês parece ser insuperável através de ajustes monetários. Se estas duas assertivas são verdadeiras, à hipótese normativa de convergência das taxas de câmbio a seus valores de equilíbrio de longo prazo, dos modelos monetaristas e *keynesianos*, deve contrapor-se uma "hipótese de realidade", segundo a qual as taxas de câmbio seguem uma trajetória cuja tendência é indeterminável pela teoria econômica convencional.

Os movimentos cambiais respondem a um conjunto de relações complexas, que podem ser brevemente alinhadas, embora não sejam facilmente separáveis analiticamente. Respondem às mudanças na divisão internacional do trabalho e às suas conseqüências sobre os saldos da balança comercial dos diversos países; à internacionalização do capital financeiro e suas conseqüências sobre a inter-relação das contas corrente e de capital; e às necessidades de financiamento das dívidas pública e externa dos Estados Unidos. No bojo dessas profundas modificações estruturais, a intensificação dos movimentos no mercado de divisas aparece indissoluvelmente ligada às expectativas de valorização patrimonial, ou seja, do valor do estoque de riqueza acumulado expresso por referência às três moedas internacionais relevantes. Mas, a natureza da determinação desses movimentos não pode ser

buscada em modelos de equilíbrio de estoques monetários desejados e efetivos, dado que a própria estrutura dos mercados e do poder hegemônico está em mutação.

Dentro da perspectiva de mudança estrutural não cabe um argumento do tipo interação das contas corrente e de capital como determinante dos movimentos da taxa de câmbio. A ótica convencional pode ser sintetizada pela tendência a tratar a determinação da taxa de câmbio como função do mercado de ativos financeiros a curto prazo e das variáveis reais (saldo em conta corrente) a longo prazo. O ajustamento da riqueza às mudanças dos saldos em conta corrente seria o mecanismo pelo qual o curto prazo se transformaria em longo prazo, devido ao impacto exercido pelos desequilíbrios em conta corrente sobre a riqueza, ao longo do tempo. Este tipo de corte analítico-temporal, aliado à introdução de expectativas racionais ou adaptativas para determinar o comportamento dos agentes econômicos, é inteiramente insuficiente e superficial para dar conta da complexidade das transformações recentes ocorridas no sistema.

A análise dos movimentos correntes da taxa de câmbio supõe, logo de saída, o abandono das hipóteses de mobilidade perfeita de capitais e de equivalência entre divisas e, portanto, o reconhecimento do *status* dominante do dólar no cenário monetário internacional. Este

reconhecimento implica adotar como hipótese de trabalho que a política econômica dos Estados Unidos e seus resultados em termos das principais variáveis econômico-financeiras, e das respostas que suscitam por parte da Alemanha, do Japão e das principais corporações financeiras e não-financeiras internacionais são referenciais à determinação dos movimentos das taxas de câmbio e de juros.

Os movimentos cambiais foram instáveis devido: às especificidades estruturais e conjunturais da economia americana nas décadas de setenta e oitenta; à existência de "externalidades" - como a impossibilidade, até agora, de substituição do dólar como principal moeda de denominação para ativos e as reações dos bancos centrais e dos operadores privados às mudanças na conjuntura político-econômica - inerentes à principal moeda internacional; e à atividade especulativa característica do mercado de câmbio e à incerteza quanto às variações futuras do câmbio e dos juros. Portanto, é, claramente, a explicação inteligível da preferência pela liquidez nos mercados financeiros internacionais globalizados. Assim, a natureza da atividade especulativa é mais complexa do que a usualmente contemplada na teoria convencional através das preferências intertemporais entre ativos perfeitamente intercambiáveis. Como comenta Ghymers (1986:35-36), "(...) primeiramente, a ambigüidade entre a percepção de um *overhang* do dólar e a ausência de alternativas credíveis (de substituição do

padrão internacional, ou de formação de três áreas monetárias), eleva a incerteza e, assim, a instabilidade através de especulações autovalidáveis. Esta especulação é, necessariamente, mais intensa quando concernente à queda de maior liquidez internacional, dado que esta se situa no epicentro de todas as tensões relativas à preferência pela liquidez.

Em segundo lugar, porque quando os bancos centrais estrangeiros percebem a tendência à diversificação de ativos - denominados em outras moedas que não o dólar - como um movimento especulativo excessivo, intervêm através da compra de dólares e de mudanças em suas taxas de desconto. Tais intervenções, geralmente, acompanham a desvalorização do dólar, de forma que não haja transmissão dos efeitos da política monetária americana para o resto do mundo. Com efeito, as intervenções dos bancos centrais traduzem-se pela expansão da liquidez no estrangeiro sem que haja uma contração correspondente nos Estados Unidos". Ou seja, uma vez mais as posições de superávits, de déficits ou de "estoques desejados" não são intercambiáveis.

Retomando o argumento inicial, de uma visão alternativa à de interação das contas corrente e de capital como determinante dos movimentos do câmbio, pode-se avançar algumas considerações a partir do tratamento das secções anteriores. A primeira diz respeito à redefinição da divisão

internacional do trabalho e o desempenho da balança comercial. Embora, a partir da segunda metade dos anos 70, se observe uma polarização dos desempenhos das balanças comerciais dos Estados Unidos, do Japão e da Alemanha, os movimentos em conta corrente não expressam o comportamento de curto, nem de longo prazos das paridades dólar-iene e dólar-marco enquanto relações de preços internos entre esses países. Estudos desenvolvidos pelo C.E.P.I.I. (1983) evidenciam que, entre 1970 e 1979, o iene valorizou-se em termos reais 3,5% e o marco, 1,9%, taxas bastante diferentes dos níveis internos de preços desses países, e que a variação das taxas de câmbio afetou os preços relativos internacionais, quaisquer que sejam os índices de preços utilizados.

Os cálculos de Korteweg (1980) indicam que, em média, a variação das taxas de câmbio reais dos 16 principais países industrializados foi de 6,8%, entre 1973 e 1979. E que os movimentos das taxas de câmbio foram bastante irregulares: o dólar depreciou-se 10% entre 1976 e 1978, e valorizou-se 20% entre 1981 e 1982; a libra desvalorizou-se 15% entre 1975 e 1976 e apreciou-se 60% entre 1977 e 1980; o franco suíço valorizou-se 30% entre 1977 e 1978, desvalorizando-se 25% entre 1979 e 1980.

Estes resultados são evidências empíricas de que a paridade de poder de compra deixou de ser um determinante

direto da taxa de câmbio, não podendo ser usada, assim, como princípio explicativo do movimento das paridades entre moedas a partir dos anos 70. No mesmo sentido de argumentação, as variações efetivas das taxas de câmbio não constituíram uma força de ajustamento suficiente para reabsorver os desequilíbrios comerciais ou nas contas correntes, tanto porque se assistia a um período de introdução e difusão de progresso técnico, que tendia a diferenciar os espaços nacionais de produção, de produtividade e de regimes salariais, onde nenhum princípio de paridade de poder de compra podia ser efetivo.

Entretanto, os desempenhos das balanças comerciais ou das contas correntes são importantes balizadores para as políticas econômicas nacionais, para a formação de expectativas no mercado de divisas e, assim, para os ajustes dos *portfolios* plurimonetários. Estes, no entanto, deixaram de ser o elo intertemporal de ajuste entre as contas corrente e de capital. Não apenas no sentido de que este elo não seja imediato - na concepção de que o desempenho das balanças comerciais apontaria a tendência de longo prazo da taxa de câmbio, em torno da qual se dariam as oscilações correntes explicadas pelos movimentos de capitais -, mas no sentido de que as mediações dadas pelas expectativas do mercado financeiro global e pelas políticas econômicas nacionais não são necessariamente convergentes. Assim, tem sido possível manter posições em conta corrente e na conta

de capital continuamente divergentes, desde o início da década de oitenta, independentemente da paridade cambial.

É importante notar, entretanto, que, se o ajuste da taxa de câmbio à realidade do balanço de pagamentos não se faz a partir do resultado da balança comercial, as variações cambiais afetam seus saldos. Tais variações podem influenciar as condições globais de especialização das economias nacionais, dados os comportamentos relativos dos setores exportador e importador. A oscilação cambial é, assim, importante para a dinâmica das variáveis nominais. Geram efeitos-renda e efeitos-riqueza, que são parte ativa na determinação dos saldos em operações correntes e podem contribuir para atenuar ou acelerar os desequilíbrios macroeconômicos. É, através destes, e não da convergência para o equilíbrio, que a oscilação cambial exerce influência sobre o comportamento futuro da taxa de câmbio, que pode ser errôneo, dependendo de uma avaliação mais complexa da valorização da riqueza global pelos agentes nacionais.

As variações da taxa de câmbio não repercutem imediatamente e integralmente nos preços internos, mas são importantes para a arbitragem competitividade-lucro que realizam as diversas empresas a partir de sua base nacional e do grau de internacionalização de suas operações. Nesse contexto, existe uma diferenciação de comportamentos dos

preços e das margens de lucro, bem como da apreensão do sentido da variação cambial pelos agentes econômicos de diferentes países, com diferentes graus e formas de interação internacional. Por isso, a amplitude das variações de preços (internos e das exportações) e das taxas de câmbio foi diferente nos anos 70 e nos 80, período em que as condições de globalização das empresas mudaram radicalmente.

Aglietta e Orléan (1980) fizeram um estudo sobre a capacidade de adaptação das economias da OCDE, à crise da década de setenta, comparando a evolução dos preços efetivos de exportação à evolução desses preços, caso houvesse uma transferência automática das variações cambiais para as margens de lucro. Para os países cujas moedas valorizaram-se entre 1975-1978, a evolução efetiva dos preços de exportação foi inferior à que a teoricamente construída. A divergência é maior no caso do Japão, o que evidencia uma estratégia concorrencial de compressão de margens pelas empresas daquele país, tendo em vista a sua estratégia de reestruturação industrial e de globalização. Ao contrário, nos países cujas moedas desvalorizaram-se - França, Estados Unidos e Inglaterra - não houve repercussão da desvalorização cambial sobre os preços dos produtos exportados.

As desvalorizações e valorizações cambiais têm, também, efeitos sobre os preços internos, que podem acentuar

a polarização dos desempenhos dos balanços de operações correntes dos diferentes países, podem influenciar as expectativas dos agentes no mercado de divisas e podem dificultar a gestão macroeconômica. A depreciação cambial pode acentuar a deterioração da balança comercial, ao invés de melhorá-la, como no modelo "keynesiano aberto". Pode, também, elevar as tensões inflacionárias em economias que têm um elevado grau de abertura para o exterior, devido à influência sobre a elevação dos preços das importações e sobre os preços internos. Tais efeitos acabam por suscitar nova reação do câmbio, podendo levar a economia a um "círculo vicioso". Este desenvolve-se em uma dupla perspectiva: externa, devido aos fenômenos da curva em J, e, interna, pela inflação importada.

é possível que os fluxos de bens e serviços só respondam às variações da taxa de câmbio após um certo lapso de tempo. A curva em J, chamada curva em J, emana do fato de que, no momento em que se produz uma modificação da taxa de câmbio, existe um volume de bens já adquiridos ou sob contrato de compra, e a concretização dessas transações domina a variação a curto prazo da balança comercial. "O termo curva em J é utilizado para descrever o movimento ao longo do tempo do balanço de operações correntes; ele pode deteriorar-se, num primeiro momento, porque as exportações especificadas em moeda nacional correspondem a um menor volume de divisas estrangeiras, enquanto que as importações

podem ser pagas em moedas estrangeiras. O efeito inicial de uma depreciação da taxa de câmbio poderia, portanto, ser a diminuição das receitas e a manutenção das despesas em moedas estrangeiras. (...) A existência e a característica da curva em J dependem do volume de contratos preexistentes em que se apóia o comércio, do nível de participação das moedas nacional e estrangeiras nos contratos comerciais e do tempo requerido à execução dos contratos". (Krueger, 1985:31).

Esta ainda é a visão neoclássica com *lags* temporais que desconsidera as estratégias de globalização das empresas dinâmicas, as quais, por presença deliberada em vários mercados externos, podem usar não apenas um *mix* de moedas em seus cálculos empresariais que neutralize os efeitos das variações cambiais, como, também, por serem *price makers* podem praticar preços discriminatórios nos mercados interno e internacional, aumentando sua competitividade por fatores extra-custos e driblando os efeitos das variações cambiais.

Uma observação final diz respeito a que o estado (a política econômica) e o mercado são instituições interdependentes, que interagem dinamicamente. Por isso, a determinação da taxa de câmbio depende tanto dos capitais em processo constante de ajustes de *portfolios* - financeiros e reais - plurimonetários, quanto das políticas dos bancos

centrais na tentativa de sancionar ou contra-arrestar os movimentos e as expectativas do mercado. A flutuação da taxa de câmbio não exclui, ao contrário, supõe a gestão da taxa de câmbio pelas autoridades monetárias.

A definição de "racionalidade cambial" por um banco central dependerá de sua concepção acerca da importância da taxa de câmbio sobre a economia nacional e de sua real possibilidade de influenciar as expectativas dos mercados interno e internacional. Como o objetivo primordial das autoridades monetárias é a manutenção do valor da moeda, os instrumentos de política econômica são acionados para que as oscilações da taxa de câmbio não interfiram, ou interfiram minimamente nesta finalidade. E, neste ponto, chego ao significado da determinação de taxa de câmbio em regime de câmbio flutuante. Esta não se faz em referência a uma taxa de equilíbrio, pois tal conduta implicaria aceitar determinadas premissas - que o mercado de câmbio seja, via de regra, estável, e que quaisquer desequilíbrios sejam transmitidos aos sistemas de preços e de câmbio que os absorvem, promovendo as condições de um novo equilíbrio ou o retorno ao equilíbrio anterior - que apreendem os movimentos concretos do câmbio através de uma norma de equilíbrio preestabelecida. Em tal contexto, as variações cambiais seriam vistas como movimentos provisórios, que fazem parte de um mecanismo maior de retorno ao equilíbrio comandado pelas estruturas de mercado em escala internacional; e

estruturas que existem como uma entidade diversa e, às vezes, em oposição às instituições políticas e econômicas nacionais.

No mundo real, principalmente após o abandono do regime de câmbio fixo e da internacionalização dos mercados financeiros dos países centrais, as oscilações cambiais são a câmara de ressonância das tensões monetário-financeiras que influenciam de forma decisiva a formação de preços dos ativos e das *commodities*. Nele, três grandes ordens de fatores determinam as oscilações das taxas de câmbio: primeiro, as antecipações e expectativas dos agentes econômicos internacionalizados em relação à rentabilidade esperada de suas aplicações - financeiras e/ou reais - num mundo globalizado e de incerteza; segundo, as ações das autoridades monetárias, objetivando determinar o preço das moedas internacionais, principalmente as do FED, do *Bundesbank* e do Banco do Japão; finalmente, o sistema financeiro internacionalizado, que atua como uma gigantesca câmara de ressonância e, eventualmente, de amplificação, cujas reservas plurimonetárias superiores a dos bancos centrais determinam mudanças nos níveis de liquidez sistêmica, que são condicionantes, em primeira instância, dos graus de liberdade das políticas de bancos centrais.

CONCLUSÕES

As reflexões realizadas neste trabalho ancoram-se em duas hipóteses gerais, que perpassarão todas as suas conclusões. A primeira, refere-se ao caráter histórico e parcial da teoria econômica, cujos conceitos devem ser sempre mediados por considerações institucionais que condicionam necessariamente a abrangência e a validade dos mesmos. Vale dizer, trata-se de uma teoria cujo tempo lógico é subordinado ao tempo histórico. As restrições histórico-institucionais à formulação de teorias gerais - no sentido de sua abrangência temporal e espacial - tornam-se muito mais contundentes em períodos de mutação sistêmica, como o que o capitalismo hoje atravessa. Nesses momentos, o máximo que um economista pode objetivar é uma ordenação lógica da realidade, que lhe permita compreender as mudanças ocorridas, dotando-o de capacidade de abstração crítica para prosseguir em sua tarefa de tornar inteligível o real.

A segunda, diz respeito às relações entre teoria e política econômica. Esta, muito embora influenciada pelos debates entre os economistas, revela-se mais pragmática e, por isso, mais política do que quaisquer esquemas teórico-formais por eles desenvolvidos. Assim, por exemplo, o ajuste monetário do balanço de pagamentos americano do início da década de oitenta decorreu menos do cânon monetarista do que

da necessidade de restabelecer a posição do dólar em tanto divisa-chave. Da mesma forma, a reversão da intensidade do processo de desvalorização do dólar, em janeiro de 1987, deu-se muito menos porque a taxa de câmbio americana tivesse atingido seu nível teórico de paridade e muito mais devido à reação desfavorável da comunidade financeira à continuidade daquele processo. É no contexto destas considerações gerais que passo a sintetizar as principais conclusões desta tese, respondendo a três indagações fundamentais.

1. Keynes possuía um ideário de gestão do capitalismo válido para qualquer etapa de desenvolvimento deste sistema?
- 1.1 As discussões do primeiro capítulo evidenciam que sua teoria monetária está profundamente vinculada à existência de um padrão de conversibilidade de divisas e de sistemas de reservas nacionais controlados pelos bancos centrais. O *status* de variável independente da taxa de juros está submetido, na obra de Keynes, à existência de um sistema de reservas bancárias, regulado institucionalmente a nível mundial, até a Primeira Guerra Mundial, pelo Banco da Inglaterra e, no entreguerras, por ações conjuntas deste com o Banco de Estados Unidos. A efetividade da política monetária estava diretamente relacionada às reservas

dos bancos centrais e à capacidade de alterarem a liquidez bancária, quer fosse por seus instrumentos monetários, quer fosse através de mudanças dos parâmetros institucionais do sistema. Os bancos centrais, mediante os seus investimentos em ouro, divisas e títulos, regulavam a liquidez do sistema bancário através da fixação da taxa de desconto bancário e da política de mercado aberto. E o sistema bancário tinha, assim, seu poder de criar crédito, regulado pela autoridade monetária.

1.2. - A capacidade de coordenação das políticas de bancos centrais após a transferência da maior parte das reservas de ouro da Inglaterra para os Estados Unidos, colocou o instrumento cambial como parte essencial da política monetária. A intervenção conjunta dos bancos centrais deveria dar-se: nos preços de compra e venda de ouro, à vista e a prazo; no estabelecimento de linhas de crédito entre bancos centrais; e na definição dos investimentos institucionais em ouro e em outros ativos. Esta política conjunta no *front* externo deveria garantir as paridades ouro-libra, ouro-dólar, e, conseqüentemente, a do dólar contra a libra e destas duas divisas com as demais. Tais paridades deveriam expressar os diferentes níveis de eficiência e de preços das diversas economias.

1.3 No que tange ao regime cambial, Keynes defendia taxas de câmbio flexíveis - no sentido de sua flexibilização pela autoridade monetária no exercício diário de sua política. Nestes termos, a taxa de câmbio pode ser apreendida, também, como uma variável independente. Conseqüentemente, da mesma forma que a taxa de juros, ela não teria um "valor natural" de equilíbrio determinado teoricamente, como os modelos neoclássicos o fazem. Mesmo o elevado poder regulatório sobre as reservas internacionais existentes à época de Keynes não era condição suficiente à estabilidade cambial a níveis condizentes com o pleno emprego. O Banco da Inglaterra e a Reserva Federal podiam fixar, a curto prazo, as taxas de câmbio. Mas a variação destas a longo prazo ficava sujeita à formação de expectativas no mercado de divisas, à convenção entre especuladores e ao quadro institucional vigente. Seria o sistema financeiro, num processo diário de reavaliação do mercado de ativos, que condicionaria a previsão de longo prazo.

1.4 Se nenhum dos pressupostos institucionais da obra de Keynes vigiam mais após o final da década de sessenta, algumas de suas categorias de análise constituem importante instrumento para compreender os mercados cambiais contemporâneos. A preferência pela liquidez, a demanda especulativa por moeda e a formação de

expectativas são categorias essenciais à compreensão da dinâmica dos mercados cambiais, onde a previsão de longo prazo torna-se cada vez mais complexa. A especulação, enquanto predomínio dos movimentos e das revisões de curto prazo, é uma decorrência inevitável dos mercados financeiros desenvolvidos. Quanto mais estes se organizarem, menores serão os custos de transação, maior a liquidez dos ativos e maiores os riscos envolvidos em previsões de longo prazo. O predomínio da especulação decorre, assim, da elevação da liquidez sistêmica. É, portanto, para Keynes, irracional abstrair os movimentos de curto prazo para a análise da lógica de valorização do capital, irracionalidade que teria, ainda, como dimensão, o fato de que o investidor dificilmente tem uma idéia exata dos determinantes reais do valor dos ativos financeiros. Daí o caráter intrinsecamente instável de um capitalismo em que predominam os mercados financeiros e as dificuldades teórica e prática da previsão de longo prazo em tais circunstâncias.

- 1.5 A predominância de mercados financeiros internacionalizados com capacidade de emitir moedas privadas, a perda de hegemonia do sistema bancário no circuito financeiro, a inexistência de uma estrutura temporal diferenciada segundo a natureza dos ativos e a flutuação cambial comandada pelo mercado de divisas
-

privado dissolvem as pré-condições histórico-institucionais presentes na teoria monetária *keynesiana* e, a aplicabilidade dos preceitos de política econômica, dela derivados, à gestão da riqueza capitalista pelos estados nacionais contemporâneos.

2. Quais as relações dos *keynesianos* da "síntese neoclássica" com a obra teórica e a visão de política econômica de Keynes?

2.1 A teoria monetária de Keynes é apropriada por Hicks-Hansen sob a forma de um modelo de equilíbrio com duas curvas: IS e LM. A primeira indicaria as várias combinações de renda e juros consistentes com a igualdade entre as funções dadas de poupança e de investimento; e a curva LM mostraria, para uma oferta de moeda e um nível de preços dados, as possíveis combinações de renda e de juros que induziriam o público a demandar o estoque de moeda existente. A intersecção de IS com LM determinaria a solução de equilíbrio sistêmico, definindo um nível de produto e de taxa de juros em que os agentes econômicos estariam dispostos a absorver um estoque dado de moeda.

2.2 Sob regime de câmbio fixo e com mobilidade (perfeita) internacional de capitais, o modelo Hicks-Hansen

aplicado a economias abertas postularia que uma política fiscal expansiva provocaria elevações da renda, das receitas fiscais e das importações. A elevação da taxa de juros, induzida pelo crescimento da renda e da demanda, seria amortecida pela entrada de capitais internacionais. Esta, melhoraria, provisoriamente, o resultado do balanço de pagamentos, aumentaria as reservas externas do banco central e seria fonte de criação de moeda para satisfazer a demanda suplementar induzida pela elevação da renda. Desta forma, sob regime de câmbio fixo, o modelo da "síntese neoclássica" apontaria para uma maior eficácia da política fiscal como forma de administração da demanda agregada. Sob regime de câmbio flutuante, a política monetária teria maior eficácia.

- 2.3 No que tange à economia internacional, a discussão centrava-se na busca de uma teoria do balanço de pagamentos que somente as transações correntes fossem endógenas. Tal teoria restringia-se, basicamente, ao estudo das inter-relações entre os preços relativos e os fluxos comerciais. Os modelos elaborados, além de representarem uma visão extremamente simplificada do sistema monetário internacional, levavam a uma disparidade de conclusões sobre a mesma questão, dependendo das hipóteses retidas como principais. Assim, por exemplo, o modelo de Meade
-

(1959) concluía que, se um país tivesse um déficit em conta corrente e, ao mesmo tempo, fosse submetido a pressões inflacionárias, a política econômica não poderia ter como objetivos simultâneos melhorar a situação do balanço de pagamentos e aumentar a produção.

Mundell (1962) mostraria que a contradição de Marshall era procedente. A política econômica através de uma combinação adequada de seus instrumentos monetários e fiscais poderia realizar os dois objetivos a um só tempo.

- 2.4 Se o regime de câmbio fixo, nos anos 50 e nos 60, levou os economistas a interrogarem-se sobre os fatores determinantes da conta corrente e sobre as vantagens e desvantagens de tal sistema cambial, a passagem para taxas flutuantes e a intensificação dos movimentos de capital deslocaram o interesse teórico, a partir dos anos 70, para a análise dos determinantes do comportamento e da função das taxas de câmbio. Esses estudos centraram-se na importância da conta capital (ênfase monetário do balanço de pagamentos) e na inter-relação desta com a conta corrente para explicar os ajustes ou as variações nas taxas de câmbio e os movimentos internacionais de divisas. Os modelos desenvolvidos articulam uma interpretação apriorística das causalidades econômico-financeiras, segundo a qual o mercado de câmbio seria fundamentalmente estável.
-

Vale dizer, os desequilíbrios transmitidos aos preços e ao câmbio seriam por este imediatamente absorvidos, voltando o sistema ao equilíbrio. Deste ponto de vista, a concepção geral dos fenômenos econômicos internacionais e, principalmente, a definição do que é endógeno ou exógeno à análise, tornam-se determinantes para localizar a origem e para qualificar a natureza da instabilidade monetária. Da mesma forma, a natureza das antecipações dos agentes determinaria a magnitude e os impactos da variação cambial sobre a economia.

2.5 A abordagem alternativa adotada para explicar o comportamento da economia internacional nos anos 70 e nos 80 é a seguinte: embora os resultados da balança comercial e da conta de capital sejam parâmetros fundamentais à determinação da taxa de câmbio, a internacionalização dos mercados financeiros, o nível crescente de liquidez mundial e o papel da especulação e a produção da riqueza fizeram com que os valores referentes do câmbio não guardassem relação direta com os seus determinantes econômicos básicos. Desta forma, diante de cada "novidade no mercado", ou de qualquer mudança de expectativas em relação aos *fundamentals* da economia internacional, ou da política econômica dos Estados Unidos, do Japão e da Alemanha, desencadeiam-se modificações na composição e no tamanho dos *portfolios* que afetam o curso corrente do câmbio. A extensão e a

duração deste processo dependerá da elasticidade das expectativas dos agentes envolvidos. Quanto mais elásticas as expectativas, maiores serão as possibilidades de variações cambiais.

2.6 A observação do mercado financeiro internacional revela que o ajuste de *portfolios* é um processo sequencial, em que informações assimétricas, formas alternativas de interpretação de sinais idênticos, estado de confiança e previsões díspares escapando ao cálculo estritamente econômico-racional são elementos intrínsecos. Incerteza, volatilidade do câmbio, informação incompleta e inércia explicam porque o ajuste dos *portfolios*, do estoque de riqueza, é gradual. Entretanto, sem norma comportamental pré-definida, pode haver comportamentos explosivos do câmbio no curtíssimo prazo, causados por fluxos de conversão entre moedas, que não alterem a composição prévia (do estoque) dos *portfolios*, e pode haver movimentos de curto prazo que, coincidindo com as antecipações dos agentes sobre as tendências estruturais da economia internacional, levem a mudar a estrutura do estoque de riqueza, nos preços nas quantidades dos ativos detidos; vale dizer, mudem a convenção dos agentes sobre o valor relativo das divisas, alterando, com isso, o peso das diversas denominações monetárias do estoque de riqueza acumulado.

3. Quais as políticas no capitalismo contemporâneo?

3.1 As convenções são estabelecidas através de um processo interativo, que, às vezes, toma a forma cooperativa e, outras vezes, concorrencial, onde cada agente de mercado e as políticas de estado procuram negociar ou impor seus objetivos. Nesse contexto, as variáveis-chaves da convenção sobre o valor do estoque de riqueza acumulado são os juros e o câmbio. Estas são variáveis altamente convencionadas, pois seus valores reais dependem dos valores futuros que o mercado e as políticas macroeconômicas lhes prevêm. E quaisquer dessas taxas aceitas como provavelmente duradouras tornar-se-ão duradouras. As políticas macroeconômicas no capitalismo central aparecem, sobretudo, como as posições dos diferentes governos acerca das perspectivas de valorização dos estoques de riqueza denominados em suas respectivas moedas nacionais.

3.2 Em princípio, um banco central fixa o preço de referência para o dinheiro e, assim, os termos básicos em que a oferta de moeda de curso legal atende, no curto prazo, à demanda por crédito. A moeda ou crédito é criado quando o banco central e seus bancos afiliados adquirem ativos, emitindo, como contrapartida, passivos em moeda de crédito. Abstraindo a internacionalização do mercado de crédito privado, pode-se inferir que

qualquer banco central determina, segundo os objetivos de política macroeconômica, sua taxa de desconto bancário. Ao descontar títulos privados em posse dos bancos, o banco central fixa o preço de seu empréstimo de liquidez ao sistema bancário. Nas economias onde os títulos públicos constituem ativos financeiros importantes, a fixação da taxa de desconto desses títulos no mercado constitui-se, também, no preço básico para a liquidez sistêmica. A prática de intervenção dos principais bancos centrais revela, também, que, ao fixar as taxas de desconto, eles estabelecem metas para a variação das reservas bancárias. Assim, variações nas taxas de juros de base implicam mudanças correspondentes na disponibilidade das reservas bancárias.

- 3 A política monetária consiste na manipulação das taxas de juros e do nível de reservas bancárias, influenciando através destes instrumentos sobre o volume e o preço do crédito bancário no curto prazo. A longo prazo, o estoque de moeda é reproduzido através das relações de débito e crédito entre os agentes financeiros e não-financeiros. A variação do estoque de moeda é função de decisões de demanda por crédito atendidas pelos bancos que, *a posteriori*, procuram os fundos de reservas necessários. São esses fundos e seus respectivos preços que a autoridade monetária pode manipular a curto
-

prazo. A causa fundamental da variação do estoque monetário não está na manipulação de curto prazo, mas no financiamento das decisões pretéritas de gasto. Em termos agregados e a longo prazo, o financiamento bancário é autofinanciado. Os bancos fazem empréstimos que retornam ao sistema sob a forma de depósitos, sendo, assim, o financiamento de reservas para suportar os novos empréstimos a única necessidade corrente dos bancos.

- 3.4 A internacionalização do circuito de crédito, a perda de hegemonia dos bancos no processo de circulação creditícia e a liquidez acentuada dos ativos plurimonetários tornaram o exercício da política monetária extremamente complexo. Por um lado, as reservas para fundos bancários em moeda de curso legal podiam variar via operações interbancárias no euromercado, limitando o poder de fato das autoridades monetárias controlarem, no curto prazo, a liquidez; por fixação do preço da liquidez, isto é, a determinação da taxa de juros de curto prazo passa a ser condicionada pelo mercado de câmbio, fora do controle direto das autoridades monetárias nacionais.

- 3.5 A manutenção de juros reais positivos, durante os anos oitentas, potencializou os efeitos dos diferenciais de juros entre os principais mercados financeiros sobre os
-

fluxos internacionais de capitais. Estes acirraram a flutuação das principais divisas, colocando para autoridades monetárias o câmbio como variável-alvo gestão. A partir daquele momento, a política monetária passaria a determinar a taxa de juros, objetivando compatibilizar o diferencial juros-câmbio com as expectativas do mercado de ativos plurimonetários. É nesse contexto que se inserem e devem ser compreendidos os esforços de coordenação entre os Estados Unidos, o Japão e a Alemanha, em termos de suas políticas macroeconômicas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. & ORLÉAN, A. (1980) - "L'industrie Française face aux Contraintes de Change", in économie et Statistique, n° 119, Paris: INSEE.
- AGLIETTA, M. (org.) (1986) - L'Ecu et la Vieille Dame, Paris: Ed. économique.
- Alali (1990) - Globalisation Financière: L'Avenir, Paris: Ed. économique.
- ARON, R. (1987) - Os Últimos Anos do Século, Rio de Janeiro: Ed. Guanabara.
- Blot, J. (1985) - "La Présidence Reagan", in Notes et études Documentaires, Paris: Documentation Française.
- BEGG, S. (1987) - "Fiscal Policy", in Dornbusch, R. & Layard, R. (org.), The Performance of the British Economy, Oxford: Clarendon Press.
- BELLON, B. (1986) - L'interventionisme Libéral, Paris: Ed. économique.
- BIASCO, S. (1987) - "Currency Cycles and the International Economy", in Quartely Review, n° 160, Roma: Banco Nazionale.
- BIS (1984) - Press Review n° 176.
- BRAGA, J.C. (1991) - A Financeirização da Riqueza, S. Paulo: IESP.

BRYANT, R. et alii (1989) - Macroeconomic Policies in an Interdependent World, Washington: IMF Ed.

CALLAGHAN, B. (1988) - "Keynes and the TUC in the 1930s and the 1980s", in Eltes, W. (org.), Keynes and Economic Policy, Londres: Macmillan Press.

CEPII (1983) - "Dualité, Change et Contraintes dans Cinq économies Dominantes", économie et Perspective Internationale, n^{os} 13-14.

CEPII (1988) - "Allemagne", in économie Prospective Internationale, Paris: Documentation Française.

CHICK, V. (1983) - Macroeconomics after Keynes, Oxford: Philip Allan Publisher.

COSTA, F. (1991) - (IM) Propriedades da Moeda, IE/UNICAMP, (mimeo).

CRYSTAL, K. (1987) - Controversies in Macroeconomics, Oxford: Philip A. Publishers.

DAVIDSON, P. (1982) - International Money and the Real World, Londres: Macmillan Press.

DENIZET, J. (1985) - Les écrits de Keynes, Paris: Ed. Dunod.

DESTLER, I. & HENNING, C. (1989) - Dollar Politics: Exchange Rate Policy-Making in the United States; Washington: Institute for International Economics.

DORNBUSCH, R. & LAYARD, R. (org.) (1987) - The Performance of the British Economy, Oxford: Clarendon Press.

- ELTES, W. (1988) - Keynes and Economic Policy, Londres: Macmillan Press.
- FISCHER, S. (1987) - "Monetary Policy", in Dornbusch, R. & Layard, R. (org.), The Performance of the British Economy, Oxford: Clarendon Press.
- FLEMING, M. (1962) - "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates", IMF Staff Papers, nº 9.
- (1990) - "The European Monetary System: Developments and Perspectives", in Occasional Paper, nº 73, Washington: IMF Press.
- FMI (1991) - "Characteristics of a Successful Exchange Rate System", in Occasional Paper, nº 82, Washington: IMF Press.
- "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows", in Occasional Paper, nº 77, Washington: IMF Press.
- FRANKEL, J. (1988) - "Obstacles to International Macroeconomic Policy Coordination", in Princeton Studies in International Finance, nº 64, Princeton University Press.
- FRIEDMAN, M. (1948) - "Un Programa Monetario y Fiscal de Estabilidad Económica", in Mueller, M. (org.), Lecturas de Macroeconomía, Barcelona: Editorial Continental.
- FRIEDMAN, M. (1956) - "Nueva Formulación de la Teoría Cuantitativa del Dinero", in Mueller, M. (org.), Lecturas de Macroeconomía, Barcelona: Editorial Continental.
-

- FRIEDMAN, M. (1963) - "Inflação e Desenvolvimento Económico", in Inflation et Systèmes Monétaires, Paris: Calman-Lévy Ed.
- FRIEDMAN, M. (1965) - "Lições da História Monetária dos Estados Unidos", in Inflation et Systèmes Monétaires, Paris: Calman-Lévy Ed.
- FRIEDMAN, M. (1976) - Inflation et Systèmes Monétaires, Paris: Calman - Lévy Ed.
- GIAVAZZI, F. (1987) - "The Impact of ECC Membership", in Dornbusch, R. & Layard, R. (org.), The Performance of the British Economy, Oxford: Clarendon Press.
- GOODHART, C. (1987) - "Comment on Monetary Policy", in Dornbusch, R. & Layard, R. (org.), The Performance of the British Economy, Oxford: Clarendon Press.
- GORDON, A. (1987) - "Comment on Fiscal Policy", in Dornbusch, R. & Layard, R. (org.), The Performance of the British Economy, Oxford: Clarendon Press.
- GRJEBINE, A. (org.) (1986) - Théories de la Crise et Politiques économiques, Paris: Ed. du Seuil.
- , F. (1976) - Monnaie et Inflation, Paris: Ed. economica.
- HAHN, F. (1985) - "Some Keynesian Reflections on Monetarism", in Vicarelli, F. (org.) Keynes's Relevance Today, Londres: Macmillan Press.
- HICKS, J. (1937) - "Keynes y los Clásicos: una posible interpretación", in Mueller, M. (org.), Lecturas de Macroeconomía, Barcelona: Editorial Continental.
-

- HICKS, J. (1985), "Keynes and the World Economy", in Vicarelli, F. (org.) Keynes's Relevance Today, Londres: Macmillan Press.
- JEANNENEY, S. (1982) - Pour la Politique Monétaire, Paris: PUF.
- JOHNSON, H. (1958) - "Towards a General Theory of Balance of Payments", in International Trade and Economic Growth, Londres: Allen Unwin.
- JOHNSON, H. (1977) - "Monetary Approach to the Balance of Payments: a Non-Technical Guide", Journal of International Economics, n° 7.
- KALDOR, N. (1988) - Economia Senza Equilibrio, Bologna: Il Mulino Ed.
- KALDOR, N. (1983) - The Economic Consequences of Mrs. Thatcher, Londres: Duckworth Ed.
- KALDOR, W. (1985) - The Scourge of Monetarism, N. York: Oxford University Press.
- KENEN, P. (1990) - Coordinating Macroeconomic Policies, (mimeo).
- KEYNES, J.M. (1923) - A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of J.M. Keynes, volume IV, Cambridge: Macmillan Press, 1971.
- KEYNES, J.M. (1931) - Essays in Persuasion, The Collected Writings, volume IX, Cambridge: Macmillan Press, 1972.
-

- KEYNES, J.M. (1931-1939) - World Crises and Policies in Britain and America, The Collected Writings, volume XI, Cambridge: Macmillan Press.
- KEYNES, J.M. (1932) - A Treatise on Money, Cambridge, Macmillan Co, 1960.
- KEYNES, J.M. (1936) - Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro, Rio de Janeiro: Ed. Fundo de Cultura, 1970.
- KEYNES, J.M. (1937) - "Alternatives Theories of the Rate of Interest", in Economic Journal.
- KEYNES, J.M. (1940-1944) - Shaping the Post-War World - The Clearing Union, The Collected Writing, volume XXV, Cambridge: Macmillan Press.
- KEYNES, J.M. (1941-1946) - Activities 1941-1946: Shaping the Post-War World. Bretton Woods, The Collected Writings, volume XXVI, Cambridge: Macmillan Press.
- KLAMER, A. (org.) (1988) - Conversas com Economistas, S. Paulo: Ed. da USP.
- KORTEWEG, P. (1980) - "Exchange Rate Policy, Monetary Policy and Real Exchange - Rate Variability", in Essays in International Finance, nº 140, Princeton University Press.
- KREGEL, J.A. (1963) - "Budget Deficits, Stabilization Policy and Liquidity Preference", in Vicarelli, F. (org.), Money's Relevance Today, Londres: Macmillan Press.
- KRUGER, A. (1978) - Foreign Trade Regimes and Economic Development: Liberalization Attempts and Consequences, Cambridge, Mass.: Ballinger Press.

- KRUEGER, A. (1985) - La Determination des Taux de Change, Paris: Ed. économique.
- KRUGMAN, P. (1989) - Exchange - Rate Instability, Massachusetts: MIT Press.
- LERNER, A. (1943) - "Hacienda Funcional y Deuda Federal", in Mueller, M. (org.), Lecturas de Macroeconomia, Barcelona: Editorial Continental.
- LEWIS, M. (1990) - Liar's Poker, Londres: Coronet Edition.
- LLAU, P. & RENVERSEZ, F. (1988) - Stratégies de Financement des Soldes Budgétaires, Paris: Ed. économique.
- MEADE, J.E. (1964) - "El Mecanismo Monetario Internacional", in Mueller, M. (org.), Lecturas de Macroeconomia, Barcelona: Editorial Continental.
- MINSKY, H. (1975) - John Maynard Keynes, N. York: Columbia University Press.
- MINSKY, H. (1986) - Stabilizing an Unstable Economy, New : Yale University Press.
- MIRANDA, J.C. & MATHIEU, C. (1989) - "França: Aspectos Estruturais e de Política Industrial", in Suzigan, W. (org.), Reestruturação Industrial e Competitividade Internacional, S.Paulo: Fundação SEADE Ed.
- MIRANDA, J.C. (1989) - Regulação Macroeconômica na REA: Moeda, Juro e Câmbio, IE/UNICAMP, (mimeo).
- MOFFIT, M. (1984) - O Dinheiro do Mundo, Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.
-

- MOINE, G. (1981) - "Le Deutschemark", in Notes e études Documentaires, n^{os} 4601-4602, Paris: La Documentation Française.
- MOORE, B. (1988) - Horizontalists and Verticalists, Cambridge: Cambridge University Press.
- MUELLER, M.G. (1971) - Lecturas de Macroeconomia, Barcelona: Editorial Continental.
- MUNDELL, R. (1963) - "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", Canadian Journal of Economics and Political Sciences, n^o 29.
- MUSSA, M. (1976) - "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy Under Regime of Controlled Floating", Scandinavian Journal of Economics, n^o 2.
- OCDE (1983) - "Transparency for Positive Adjustment", in OCDE Special Studies, Paris: OCDE.
- OCDE (1983) - études Spéciales, Paris: OCDE.
- OCDE (1982 a 1990) - Economic Surveys: United Kingdom, Paris: OCDE.
- OCDE (1982 a 1990) - études économiques" Etats Unis., Paris: OCDE.
- OCDE (1982 a 1990) - études économiques: Allemagne, Paris: OCDE.
- OCDE (1985 a 1990) - études économiques: France, Paris: OCDE.

OCDE (1985 a 1991) - Main Economic Indicators.

OCDE (1986 a 1991) - Financial Statistics Monthly

OHLIN, B. (1929) - "The Reparation Problem: Transfer Difficulties, Real and Imagined", in The Economic Journal.

_____ (1990) - Incertitude, Prevision et Speculation Financiere, Université de Paris-Nord, (mimeo).

PARBONI, R. (1981) - The Dollar & its Rivals, Londres: NLB Ed.

FOULDN, F. (org.) (1990) - Les écrits de Keynes, Paris: Ed. Dunod.

ROGERS, C. (1989) - Money, Interest and Capital, Cambridge: Cambridge University Press.

ROLFE, S. & Burtle, J. (1975) - O Sistema Monetário Mundial, Rio de Janeiro: Zahar Ed.

SALITURNO, B. & SOCI, A. (1988) - Macroeconomia: Introduzione ai Modelli Teorici, Bologna: Il Mulino Ed.

SANTINI, J. (1988) - "L'économie Britannique: le Choix Libéral", in Notes et études Documentaires, Paris: Documentation Française.

SCHIMITT, B. (1978) - Teoria Unitária da Moeda, S. Paulo: Ed. Melhoramentos - USF.

- SCHIMITT, B. (1985) - "Un Nouvel Ordre Monétaire: le plan Keynes", in Poulon, F. (org.), Les écrits de Keynes, Paris: Ed. Donod.
- SCHIOPPA, T. (1984) - Europe, Monnaie et Politique économique, Bruxelles: CECA-CEE.
- SCHULMEISTER, S. (1988) - "Currency Speculation and Dollar Fluctuations", in Quartely Review, nº 167, Roma: Banco Nazionale del Lavoro.
- SZMRECSÁNYI, T. (1978) - Keynes, S. Paulo: Ed. Ática.
- TAVARES, M.C. (1990) - Reestruturação Industrial e Políticas de Ajuste Macroeconômico, IE/UNICAMP, (mimeo)
- TEIXEIRA, A. & MIRANDA J.C. (1991) - A Economia Mundial no Limiar do Século XXI: O Cenário Mais Provável, Texto para Discussão nº 257, IEI/UFRJ, Rio de Janeiro.
- TEW, B. (1989) - L'Evoluzione del Sistema Monetario Internazionale, Bologna: Il Mulino Ed.
- TINBERGEN, J. (1958) - Economic Policy: Principles and Design, Amsterdam: Holland Publishing Company.
- TOBIN, J. (1976b) - "Economic Stabilization Policies in the United States", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TOBIN, J. (1958) - "La Preferencia por la Liquidez como Comportamiento Frente al Riesgo", in Mueller, M. (org.), Lecturas de Macroeconomía, Barcelona: Editorial Continental.

- TOBIN, J. (1976) "The Political Economy of the 1960s", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TOBIN, J. (1981) - "The Conservative Counter-Revolution in Economic Policy", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TOBIN, J. (1982) - "The Monetary-Fiscal Mix in the United States", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TOBIN, J. (1982b) - "Does Fiscal Policy Matter?", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TOBIN, J. (1982c) - "Inflation", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- J. (1983) - "The case for Income Policies", in Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TOBIN, J. (1987) - Policies for Prosperity, Cambridge: Cambridge Press.
- TORRES FILHO, E. T. - A Economia Política do Japão: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990); Tese de Doutorado IEI/UFRJ; março 1992.
- TRIFFIN, R. (1972) - O Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro: Ed. Expressão e Cultura.
- TRIFFIN, R. (1985) - "Prefácio ao ECU et la Vieille Dame", in Aglietta, M. (org.), L'Écu et la Vieille Dame, Paris: Ed. économique.
-

UNCTAD (1986) - Trade and Development Report, 1986, N. York: ONU.

UNCTAD (1987) - International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries, N. York: ONU Press.

UNCTAD (1990) - Instability, Uncertainty and International Finance, Geneva, (mimeo).

VALLAGEAS, B. (1985) - "L'essai sur la Reforme Monétaire", in Poulon, F. (org.), Les écrits de Keynes, Paris: Ed. Dunod.

VICARELLI, F. (1989) - Keynes: L'instabilità del Capitalismo, Bologna: Il Mulino Ed.

VICARELLI, F. (org.) - Keyne's Relevance Today, Londres: Macmillan Ed.

WHITMAN, M. (1979) - "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments", Brookings Papers on Economic Activity, n° 3.
