

A necessidade de reforma do Sistema Monetário Internacional

Fernando Ferrari Filho¹

Resumo: O artigo inicialmente analisa as origens, as consequências e as lições da crise financeira internacional. Em seguida, são apresentadas as visões convencionais e heterodoxas sobre crises cambiais e financeiras. Por fim, após uma breve *survey* sobre as principais propostas teóricas de reestruturação do Sistema Monetário Internacional (SMI), é apresentada a proposição pós-keynesiana do SMI para prevenir crises cambiais e financeiras internacionais.

Palavras-chaves: Crise financeira internacional. Sistema monetário internacional. Teoria pós-keynesiana.

Abstract: First, the article analyses the origins, consequences and lessons of the International Financial Crisis. Second, it shows the conventional (mainstream) and heterodox views on exchange rate and financial crises. Finally, after presenting a brief survey of the main theoretical proposals to reform the International Monetary System (IMS), it presents a Post-Keynesian proposal to reform the IMS in order to prevent international exchange rate and financial crises.

¹ Professor titular do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). O autor agradece a Aline Dalcin e Fernanda Menegaz por terem, respectivamente, traduzido e revisado o artigo.

Key words: International financial crisis. International monetary system. Post-Keynesian theory.

Classificação JEL: E12, F33

I Introdução

A Crise Financeira Internacional (CFI), originada no mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, é uma crise das finanças globalizadas, cujo desdobramento foi observado no lado real da economia mundial a partir da Grande Recessão (GR). Os efeitos de uma crise dessa natureza não são neutros do ponto de vista econômico e social e, em decorrência disso, os benefícios da globalização financeira passaram a ser seriamente questionados. Ao mesmo tempo em que a CFI está associada ao processo de desregulamentação dos mercados financeiros – especificamente nos Estados Unidos, a flexibilização, em 1993, do *Glas-Steagall act* –, paradoxalmente, foram as ações do *big bank* e do *big government*² que evitaram que a GR evoluísse para uma depressão.

Diante desse contexto, o artigo analisa a CF, apresenta distintas concepções teóricas sobre crises cambiais e financeiras e apresenta uma proposta de reestruturação do Sistema Monetário Internacional (SMI), alicerçada no *approach* pós-keynesiano, para que, em um futuro próximo, outras crises cambiais e financeiras não tenham a mesma dimensão da atual CFI. Para tanto, inicialmente, são apresentadas as origens da CFI, suas consequências e suas lições. Em seguida, são discutidas as visões convencional (*mainstream*) e heterodoxa (pós-keynesiana) sobre crises cambiais e financeiras. Por último, por um lado, são apresentadas as principais propostas teóricas relacionadas à necessidade de reforma do SMI; e, por outro lado, à luz da teoria pós-keynesiana, seguindo as ideias de Davidson (2002), é apresentada uma proposição de reestruturação do SMI. Essa proposta, na visão do autor, é capaz de evitar futuras crises cambiais e financeiras, bem como assegura condições para estabilidade macroeconômica, entendida como crescimento econômico sustentável com pleno emprego, estabilização de preços e equilíbrio externo.

² De acordo com Minsky (1986, capítulo 13), as falhas do capitalismo podem ser resolvidas somente através da criação de um *big bank*, visando conceder empréstimos em última instância para evitar colapsos no sistema financeiro, e da criação de um *big government* que assegure estímulo fiscal para expandir a demanda agregada. Enfim, intervenção do Estado para estabilizar os níveis de produto e emprego.

2 Uma análise sobre a CFI: origens, consequências e lições³

A presente seção tem como objetivo apresentar as origens e os desdobramentos, caracterizados pela GR e as lições da CFI.

2.1 Origens

Como sabemos, a internacionalização do sistema financeiro alterou substancialmente a natureza e as características da dinâmica da economia mundial: a conjugação de mercados financeiros desregulamentados, as inovações financeiras (tais como a securitização e os derivativos), a livre mobilidade de capitais e taxas de câmbio flexíveis e voláteis tanto limitaram a ação das políticas macroeconômicas domésticas como se constituíram na principal causa das recorrentes crises de balanço de pagamentos e, por conseguinte, crises cambiais nos países emergentes (especialmente aquelas ocorridas na década de 1990) e na recente CFI.

A CFI – que tem origem nas perdas causadas pelo *default* no mercado de hipotecas *subprime* (mercado de financiamento imobiliário de alto risco) dos Estados Unidos e que produziu um efeito cascata em nível internacional, em que grande parte das hipotecas foram securitizadas e distribuídas a investidores no mercado global –, acima de tudo, caracteriza-se como sendo uma crise do próprio processo de globalização financeira, entendida como uma tendência em se criar um mercado financeiro global decorrente da desregulamentação e liberalização financeira e da intensificação da livre mobilidade dos fluxos de capitais entre os países. Esse processo remonta à crise no SMI de Bretton Woods, na década de 1970, à desregulamentação dos mercados financeiros em curso, na década de 1980, e à liberalização dos mercados cambiais e dos fluxos de capital, a partir da década de 1990.⁴

³ Esta seção é baseada, especialmente, em Ferrari Filho e Paula (2009).

⁴ O processo da globalização financeira coincide com o consenso acerca da implementação dos projetos neoliberais durante os governos de Margaret Thatcher e de Ronald Reagan, na década de 1980, e nos países emergentes, especialmente nos países da América Latina, nos quais economistas e *policymakers* buscaram estabelecer fundamentos macroeconômicos para “disciplinar” os mercados. Nesse contexto, um conjunto de reformas liberalizantes (basicamente, disciplina fiscal, privatização, reforma tributária, direitos de propriedade, desregulamentação financeira, liberalização comercial e livre mobilidade dos fluxos de capitais), em conformidade com aquelas preconizadas pelo Consenso de Washington, expressão criada por John Williamson em 1990 (ver, para tanto, Williamson, 1990), foi introduzido nesses países com o objetivo de reduzir a inflação e permitir o retorno do crescimento. Mais tarde, Williamson (2002) reconheceu que as reformas econômicas originais não foram capazes de produzir um desenvolvimento sustentável e igual entre os países emergentes. Stiglitz (2002) apresenta uma visão severamente crítica sobre o Consenso de Washington.

Como resultado do processo de desregulamentação financeira, de liberalização cambial e da livre mobilidade dos fluxos de capitais, “configurou-se, assim, uma forte tendência à ‘financeirização’ e ao rentismo nas economias capitalistas”, onde companhias, instituições financeiras e consumidores “passaram a subordinar as suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo enriquecimento financeiro”. (COUTINHO; BELUZZO, 2004, p. 60)

Assim sendo, instituições financeiras começaram a explorar diferentes mercados, incluindo os mercados de baixa renda. No mercado de securitização, por exemplo, encorajados por um crescimento de investidores institucionais (fundos *hedge*, fundos de pensão, entre outros), mecanismos de securitização foram desenvolvidos de maneira que firmas e bancos passaram a financiar a si próprios, “empacotando” receitas a receber. Dessa forma, uma vez que a securitização permitiu que os riscos se diluíssem no mercado, instituições financeiras e investidores institucionais continuaram a aumentar suas posições de alavancagem, supondo que os mecanismos de autorregulação do mercado seriam capazes de continuar a fornecer a avaliação correta dos riscos inerentes a essas atividades financeiras.⁵

Todavia, a crise no mercado *subprime* transpareceu todas as contradições desse processo. O contexto econômico de:

- I. baixas taxas básicas de juros, implementadas pelo Federal Reserve Bank (FED) a fim de reanimar a economia dos Estados Unidos após o colapso da bolha da Nasdaq em 2000 e dos ataques terroristas às torres gêmeas do World Trade Center em 2001, e;
- II. os frágeis mecanismos regulatórios no sistema financeiro – que, inclusive, acabaram permitindo que um sistema financeiro paralelo (investidores institucionais) emergisse

resultou em uma bolha no mercado de hipotecas *subprime*, pois a necessidade de se obter lucros cada vez maiores com o referido mercado fez com que as instituições financeiras comesçassem a comercializar hipotecas *subprime* para tomadores de crédito sem as mínimas condições de assumirem *mortgages*. Na ocasião, supunha-se que a securitização era suficiente para atenuar os riscos dessas operações; na prática, ela acabou servindo para ocultá-los: as securitizações foram emitidas pelas instituições financeiras

⁵ Para uma análise das tendências da globalização financeira, ver Dymski (2008) e Palley (2008), Carvalho (2008) descreve uma evolução cronológica da crise *subprime* e Eichengreen (2008) e Eichengreen e Baldwin (2008) mostram as origens da crise internacional e as respostas contra ela. Kregel (2008) apresenta uma interessante análise da crise *subprime*, baseando-se na hipótese de instabilidade financeira de Minsky.

e classificadas por grau de investimento por agências de *rating*. Ademais, os mecanismos de autorregulação do mercado se mostraram deficientes devido à natureza pró-cíclica da tomada de riscos, ou seja, projetos que foram considerados como de riscos menores durante a desaceleração da economia tornaram-se riscos maiores durante o *boom*.

É importante salientar que a crise *subprime* foi inicialmente diagnosticada como sendo um problema restrito somente às instituições que se envolveram com empréstimos de hipotecas de alto risco. Esse diagnóstico mostrou-se, no entanto, equivocado, uma vez que a injeção de liquidez e a diminuição nas taxas de juros⁶ não foram suficientes para evitar que a CFI recrudescesse. Por que isso ocorreu? Por causa da extensa rede financeira interconectada em nível global pelo processo de “financeirização”, a crise no mercado *subprime* terminou sendo uma crise sistêmica – ou seja, uma situação em que a crise de liquidez induz à crise de confiança. Nesse sentido, em uma situação em que (i) nenhum movimento abrupto nos preços dos ativos era esperado, (ii) a taxa básica de juros dos Estados Unidos⁷ aumentou e (iii) os preços das residências diminuíram como resultado da inadimplência dos devedores no mercado de hipotecas, as instituições financeiras se tornaram insolventes.

Assim sendo, por um lado, a crise sistêmica fez com que houvesse um *credit crunch*, uma vez que o sistema financeiro preferiu liquidez e, por outro lado, a escassez de crédito arrefeceu os níveis de consumo e investimento, impactando, conseqüentemente, na economia real.

2.2 Consequências⁸

A CFI afetou dramaticamente a atividade econômica tanto em países desenvolvidos como em economias emergentes, gerando dúvidas sobre a noção de *decoupling* dos países emergentes.

As consequências da CFI foram observadas não somente no sistema financeiro, mas também, de forma mais significativa, no âmbito da

6 Logo após o início da crise, as taxas de juros praticadas pelos principais bancos centrais foram reduzidas significativamente. Ao fim de 2009, as taxas básicas de juros dos bancos centrais dos Estados Unidos, do Reino Unido, do Japão e do Banco Central Europeu estavam, respectivamente, em 0,25%, 0,5%, 0,1% e 1,0% ao ano.

7 Em 2004, a taxa básica de juros do FED era de 1,4%, média anual, bem inferior comparativamente à taxa básica de juros de 2007 que foi da ordem de 5,2%, média anual. Taxas calculadas pelo autor com base nas informações do Fundo Monetário Internacional (IMF) (2013).

8 Os argumentos principais desta seção foram apresentados inicialmente em Ferrari Filho e Paula (2009).

economia real. Depois de um período de prosperidade da economia mundial entre 2003 e 2007, os Estados Unidos, os países da zona do Euro, o Japão e alguns dos países emergentes, tais como Argentina, Brasil, Chile e México, entraram em recessão do último trimestre de 2008 e ao longo de 2009.⁹ O cenário econômico observado a partir de 2008, em termos de recessão, diminuição dos fluxos comerciais e deflação de ativos, causou um colapso na economia mundial. Nesse contexto, vale lembrar que, na ocasião, o relatório do World Economic Outlook do Fundo Monetário Internacional (IMF), outubro/2009, apresentou previsões pessimistas sobre a dinâmica do Produto Interno Bruto (PIB) mundial de 2009 e em 2010.¹⁰

Deve ser ressaltado, ainda, que a recessão mundial observada em 2009 poderia ter sido muito pior caso não ocorressem ações das Autoridades Monetárias dos países do G-7, bem como dos países emergentes. Nesse sentido, conscientes de que a CFI teve como uma das causas a falta de ação do Estado e não de seu papel pró-ativo, como era suposto pelos acadêmicos *mainstream* e os neoliberais, as Autoridades Monetárias do G-7 e do G-20 atuaram de forma ativa para mitigar os impactos da CFI sobre a esfera produtiva da economia. Para tanto, foram implementadas políticas contracíclicas, fiscais e monetárias, visando reverter o estado de deterioração das expectativas dos agentes econômicos. A esse respeito, as injeções de liquidez e a substancial redução nas taxas de juros praticadas pelos bancos centrais, bem como os incentivos e subsídios fiscais, além das medidas de *bail-out* ao setor financeiro e às corporações industriais, identificadas com políticas keynesianas, foram fundamentais para evitar uma depressão.¹¹

Em paralelo, os governos do G-7 e G-20 se reuniram em abril de 2009 e propuseram uma reestruturação total do SMI, baseada em uma maior

9 Entre os principais países emergentes, somente a China e a Índia não entraram em recessão, apesar de suas taxas de crescimento trimestrais terem sido reduzidas substancialmente.

10 Corroborando com a previsão sombria do FMI para 2009, as taxas de crescimento para os Estados Unidos, para a zona do Euro e para o Japão foram da ordem -3,5%, -4,2% e -6,3%, respectivamente. Além disso, de acordo com a Organização Mundial do Comércio (WTO), em 2009, o volume do comércio mundial decresceu 12,0%. Em 2010, as taxas de crescimentos foram as seguintes: os Estados Unidos cresceram 2,8%, os países da zona do Euro cresceram 1,7% e o Japão cresceu 3,9%. O comércio mundial, por sua vez, cresceu 12,7% em 2010. Informações estatísticas do IMF (2013) e WTO (2013).

11 No que se refere às ações sincronizadas dos bancos centrais mundiais, seja em relação à injeção de liquidez no sistema financeiro, seja em termos de redução das taxas básicas de juros, vale lembrar que, se não fosse a ação de emprestador em última instância (*big bank*, de Minsky), a crise no sistema financeiro provavelmente teria uma magnitude sistêmica, a ponto de causar uma corrida bancária, semelhante àquela ocorrida durante a Grande Depressão dos anos 1930. Nesse particular, Eichengreen e O'Rourke (2009), por exemplo, apresentam um paralelo interessante entre a GR e a CFI.

transparência e regulação¹² e na cooperação financeira internacional. Naquela ocasião, eles aprovaram, também, a criação de uma linha de crédito emergencial da ordem de US\$ 1,1 trilhão para impulsionar o volume de recursos do IMF utilizados para situações de *default*, bem como autorizaram outras instituições econômicas internacionais a não medirem esforços para resolver a situação econômica. Ademais, o presidente do Banco Popular da China sugeriu substituir o dólar norte-americano como moeda reserva universal por uma nova moeda global, soberana e independente das decisões dos bancos centrais nacionais. Em suma, o G-20 mostrou preocupação com os desdobramentos da CFI e a recessão mundial e, assim sendo, sugeriu a articulação de uma nova arquitetura para o SMI, de maneira que os mercados financeiros possam, em vez de alavancarem-se em ativos financeiros de alto risco, tais como derivativos de *subprime*, voltar a desempenhar suas funções precípuas, quais sejam, financiar o consumo e o investimento produtivo, expandindo, conseqüentemente, a demanda efetiva mundial.

Infelizmente, naquela ocasião, o conservadorismo e os conflitos de interesses entre os participantes do G-20 evitaram qualquer progresso em direção à possível reestruturação do SMI, ao menos até o momento.

2.3 Lições

A crise financeira internacional nos deixou algumas lições,¹³ entre as quais:

- I. Crises financeiras (e cambiais) são cada vez mais recorrentes no contexto de desregulamentação financeira e de liberalização dos fluxos cambiais e de capitais;
- II. Os mercados, especialmente os mercados financeiros, não são eficientes, autorreguláveis e autoequilibrantes, como argumentam os economistas do *mainstreams*;
- III. Crises financeiras são essencialmente endógenas. Nesse sentido, tendo como referência a “hipótese de instabilidade financeira” de Minsky (1986), um ciclo contínuo e dinâmico de prosperidade econômica, como o que ocorreu na economia mundial entre 2003 e 2007, conduz inevitavelmente a economia à instabilidade,

12 O G-20 propôs regular os fundos *hedge* e os mercados de derivativos, bem como terminar com os paraísos fiscais.

13 As lições 2 e 5 são exploradas por Gontijo e Oliveira (2009).

uma vez que, em tempos de prosperidade, agentes econômicos – consumidores, firmas e instituições financeiras – tomam decisões arriscadas de consumir, investir e emprestar e/ou alavancar-se, que se constituem em posições especulativas, ou mesmo “suicidas”. Em outras palavras, crises cambiais e financeiras decorrem porque “prosperidade, inerentemente, gera instabilidade”;

- IV. Em um mundo globalizado, as implicações econômicas e sociais das crises financeiras são muito mais dramáticas;
- V. Problemas de excesso de liquidez e de “financeiração” da riqueza financeira, cedo ou tarde, têm um custo elevado sobre o lado real da economia;¹⁴
- VI. Por fim, a CFI, além da excessiva alavancagem do sistema financeiro mundial, dinamizado pelos contratos de derivativos e securitizações de créditos, teve, também, negligência das agências de *rating* em suas avaliações de riscos de solvência das operações financeiras. Assim sendo, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac, American International Group, entre outras empresas, propagaram a CFI, mas não foram as responsáveis por ela.

Em termos utópicos, poderíamos acrescentar mais uma lição da CFI: os economistas aprendem com os erros do passado. Infelizmente, todavia, para os economistas do *mainstream*, “convertidos” em keynesianos de última instância, uma vez passada a crise, a “mão invisível” do mercado é fundamental para que a economia volte à posição de equilíbrio ótimo. Nesse particular, como Keynes (1964, p. viii) escreveu no prefácio da *The General Theory of Employment, Interest and Money* (GT), “[a]s dificuldades não estão em aceitar novas ideias, mas sim em escapar das velhas que estão ramificadas [...] em cada canto das nossas mentes”.¹⁵

14 Por exemplo, até o final de 2010, cerca de US\$ 15,0 trilhões haviam sido injetados na economia mundial para mitigar o impacto da CFI. Ademais, os déficits fiscais e as dívidas públicas dos países do G-7 expandiram-se abruptamente.

15 “[t]he difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds”. (KEYNES, 1964, p. vii)

3 As visões convencional (*mainstream*) e heterodoxa (pós-keynesiana) sobre crises cambiais e financeiras¹⁶

Esta seção apresenta as fundamentações teóricas das visões convencional (*mainstream*) e heterodoxa (pós-keynesiana) das crises cambiais e financeiras internacionais, identificando-as como sendo decorrentes, respectivamente, de fatores exógenos e endógenos.

3.1 Choques exógenos e crises

Em geral, a teoria convencional presume que os mercados financeiros e cambiais são eficientes, ou seja, os agentes econômicos analisam as informações pretéritas e presentes pertinentes às variáveis que condicionam o comportamento desses mercados e, com base nelas, precificam os preços dos ativos e contratos futuros, maximizando, assim, suas preferências por demandas de ativos financeiros e cambiais. Assim, crises cambiais e financeiras ocorrem somente se há alguma informação não observada pelos agentes econômicos, por exemplo, um choque exógeno, que acaba ocasionando deterioração nos fundamentos econômicos do mercado.

Considerando um mundo ergódico,¹⁷ em que os eventos tendem a se repetir intertemporalmente, crises cambiais e financeiras são explicadas pela possibilidade de haver um comportamento irracional envolvendo efeitos *banwagon*. Em outras palavras, são explicadas por “anomalias” – fundamentos econômicos equivocados, irracionais, etc. Ademais, utilizando argumentos *ad hoc* para explicar crises cambiais e financeiras, a teoria convencional está sempre tentando encontrar uma explicação *ex-post* para cada “nova” crise financeira ou cambial. Assim, para os economistas convencionais, essas crises ocorrem devido “ao acaso”, por exemplo, eventos externos (*sunspots*), ou às informações assimétricas, ou, ainda, às razões de “risco moral”.¹⁸ (MISHKIN, 1992)

16 Esta seção está baseada em Alves Júnior, Ferrari Filho e Paula (2000) e Ferrari Filho e Paula (2009).

17 Em um mundo ergódico, de acordo com Davidson (1994), os eventos futuros são sempre calculáveis e previsíveis.

18 Por exemplo, Rogoff e Reinhart (2008), analisando oito séculos de choques financeiros e cambiais internacionais em diferentes países, possuem uma visão similar sobre suas origens. Além disso, eles argumentam que, em geral, crises econômicas são originadas em mercados financeiros, que, por sua vez, acabam gerando, de forma geral, colapsos nos preços dos ativos.

Nesse contexto, como a teoria convencional explica a atual CFI?

Por exemplo, um livro escrito por John Taylor (2009), intitulado *Getting off Track*, parece resumir a visão da teoria convencional sobre a CFI. Taylor considera a CFI como resultado, por um lado, da operacionalização de políticas monetárias excessivamente frouxas no início dos anos 2000, que, segundo ele, acabaram contribuindo para inflacionar os preços dos ativos, entre os quais os residenciais, nos Estados Unidos. De acordo com Taylor (2009), se, entre 2003 e 2005, o FED tivesse mantido taxas de juros de curto prazo em níveis sugeridos pela “Regra de Taylor” – isto é, em níveis mais elevados e compatíveis com o controle inflacionário do que as taxas praticadas pelo FED adotadas –, a expansão do mercado imobiliário dos Estados Unidos teria sido muito mais moderada. Por outro lado, ainda conforme Taylor, as ações hesitantes do governo dos Estados Unidos em socorrer (ou não) o sistema financeiro para enfrentar a CFI aumentaram a insegurança e a incerteza dos agentes econômicos. Nesse contexto, tanto o anúncio do Plano Paulson, que sugeriu a compra da maioria dos ativos das instituições financeiras lastreados em hipotecas “podres”, quanto o diagnóstico equivocado das Autoridades Monetárias dos Estados Unidos sobre a CFI, identificando-a como um simples problema de liquidez e não percebendo a extensão dos problemas de solvência dos bancos, contribuíram para agravar a CFI. Nesse sentido, Taylor entende que o colapso do Lehman Brother e as intervenções desastrosas do Governo no Bear Stearns, American International Group, Fannie Mae e Freddy Mac espalharam insegurança e medo de falências no mercado financeiro.

Alan Greenspan (2009), ex-presidente do FED, desenvolveu uma análise diferente sobre a CFI: a crise *subprime* não foi determinada pela redução das taxas de juros do FED entre 2002 e 2005, uma vez que a correlação entre a taxa de juros das *mortgage* e a taxa básica de juros do FED era insignificante, mas sim pelos expressivos superávits de conta corrente de vários países emergentes, especialmente da China, que acabaram migrando, via conta capital e financeira, para a economia norte-americana, pressionando, dessa maneira, a taxa de juros de longo prazo para níveis bem mais baixos. Taxas de juros de longo prazo mais baixas, por sua vez, aumentaram a demanda por ativos, entre elas as de residências, contribuindo, portanto, para uma bolha nos preços dos imóveis. Em suma, para Greenspan, a criação de moeda endógena relacionada ao excesso de liquidez internacional foi fundamental para determinar a queda das taxas de juros internacionais e, por conseguinte, a inflação de ativos.

Fiel aos seus princípios liberais, no entanto, Greenspan não “percebeu” o processo de desregulamentação financeira nos Estados Unidos durante

os anos 1990 como sendo um dos principais responsáveis pela CFI. Ou seja, ele fornece uma explicação interessante para o motivo da explosão da bolha imobiliária, mas não é capaz de conectá-la com a crise dos mercados financeiros globais e a recessão mundial.

Um aspecto crítico do argumento de Taylor (2009), indo além das considerações apresentadas por Greenspan (2009), é a sugestão de que a propagação da CFI é resultado da excessiva e indevida interferência do governo dos Estados Unidos, conforme o argumento liberal de que a ação do governo, quando tudo é dito e feito, tende a ser ineficaz. Com certeza, essa não é uma explicação convincente para a CFI, uma vez que confunde relações de causa e efeito.

Taylor (2009) e Greenspan (2009) dividem uma fé comum na lógica de livres mercados e, por conseguinte, de que mercados financeiros regulados tendem a ser ineficientes e pouco inovadores. Os autores também consideram que o sistema financeiro é instável devido a problemas de informação assimétrica.

Nessa mesma direção, Gorton (2008) argumenta que a origem da CFI está relacionada à informação assimétrica e ao fato de como o risco se proliferou para os mercados de securitização e de derivativos.

No entanto, como a seção 3.2 irá mostrar, entende-se que os sistemas financeiros, ao mesmo tempo em que se autoalavancam, são inerentemente instáveis. (KEYNES, 1964, capítulo 12).

Em resumo, a explicação convencional para a CFI é a seguinte: (i) as baixas taxas de juros praticadas pelo FED no início dos anos 2000, com a finalidade de mitigar os efeitos da deflação da bolha da “Nova Economia”, suscitaram o início a bolha imobiliária; e (ii) intervenções equivocadas no mercado financeiro feitas pelas autoridades monetárias dos Estados Unidos geraram problemas de informação assimétrica e irracionalidade, ocasionando, assim, situações favoráveis para ações insensatas de *noise traders*. Em outras palavras, a CFI resultou de choques exógenos.

3.2 A endogenia das crises

Como exposto anteriormente, conforme a teoria de mercados eficientes, agentes econômicos, em contexto de expectativas racionais, fazem o melhor uso da informação disponível para precificar os ativos. Para tanto, a suposição de um ambiente econômico ergódico é fundamental.

Como sabemos, Keynes e pós-keynesianos rejeitam a ideia de um ambiente econômico ergódico, como supõe a teoria de mercados eficientes

para explicar o comportamento dos mercados financeiros e cambiais, uma vez que, em um mundo de incerteza, tentar precificar ativos no futuro é uma tarefa complexa, pois o futuro é incerto e está sujeito a mudanças repentinas e violentas. Assim sendo, não há fundamentos que forneçam um guia confiável para o futuro.¹⁹ Como consequência, tomadas de decisões econômicas não podem prever o futuro baseando-se em análises estatísticas de informações pretéritas. No mundo real (e não ergódico), especulação não é uma “anomalia”, mas sim resultado de como as operações do mercado financeiro e cambial realmente funcionam.

Em diversos trabalhos, Keynes distinguiu incerteza de eventos prováveis. Sobre incerteza, ele argumenta que “decisões humanas que afetam o futuro, sejam de natureza pessoal, sejam de naturezas política e econômica, não podem depender estritamente de expectativas matemáticas, uma vez que a base de cálculos dessas não existe”,²⁰ (KEYNES, 1964, p. 162-163) o que significa que “não existe base científica para se formar quaisquer cálculos probabilísticos. Nós simplesmente não os conhecemos”.²¹ (KEYNES, 1973, p. 114)

É devido à existência da incerteza que os agentes econômicos, tanto no mercado financeiro quanto no mercado cambial, têm expectativas heterogêneas sobre os preços dos ativos e contratos, pois, quaisquer que sejam as informações pretéritas ou presentes dos ativos, elas não tendem a ser configuradas no futuro e, portanto, previsões não são estatisticamente confiáveis.

Ademais, Keynes (1964) argumenta que as expectativas, tanto de investidores como de especuladores, são governadas não pelos fundamentos reais de longo prazo relacionados aos ganhos esperados de algum investimento, mas pelo valor que o mercado espera que o ativo tenha no futuro. Em outras palavras, especulação consiste em prever a psicologia do mercado.

Keynes (1964) mostra que, em uma economia empresarial – isto é, em um contexto de incerteza, a moeda é entesourada como ativo de segurança por sua qualidade de transportar poder de compra ao longo do tempo²²

19 Ver, por exemplo, Keynes (1964, capítulo 12) e Davidson (1997).

20 “human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist”. (KEYNES, 1964, p. 162-163)

21 “there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know.” (KEYNES, 1973, p. 114)

22 O conceito de Keynes sobre economia empresarial é desenvolvido em seu artigo *The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy*. (KEYNES, 1979, p. 76-87) Ver, também, Davidson (1994, capítulo 6).

–, a organização dos mercados financeiros enfrenta um severo *trade-off* entre liquidez e especulação: por um lado, o mercado financeiro fornece crédito para a expansão do consumo, investimento, desenvolvimento e, assim, a atividade produtiva; e, por outro lado, ele aumenta as possibilidades de obtenção de riqueza financeira e especulativa. Assim sendo, ao estabelecer uma conexão entre os mercados financeiro e real, Keynes (1964, p. 159) afirma que “a situação é séria quando os negócios tornam-se uma bolha de um turbilhão especulativo. Quando a atividade econômica de um país passa a ser um sub-produto das atividades de um cassino, o nível de emprego é mal feito”.²³

Repercutindo Keynes, em um contexto de economia globalizada, as ações de *global players* em mercados totalmente desregulamentados e integrados fazem com que os mercados financeiros e cambiais sejam um amplo cassino global. Assim, especulação é, por natureza, disruptiva tanto nos mercados domésticos quanto nos países.

Do ponto de vista keynesiano, instabilidade financeira não é considerada uma “anomalia”, mas sim o resultado do modo como os mercados financeiros operam, onde inexistem instituições que executem as funções de um *market maker* global. Assim, a atual estrutura institucional dos mercados financeiros determina as possibilidades de existir um ambiente em que a especulação prolifera. Crises financeiras não são somente comportamentos “irracionais” de agentes econômicos, mas resultam do modo como os mercados financeiros globais operam em um sistema completamente desregulamentado. (ALVES JÚNIOR; FERRARI-FILHO; PAULA, 2000)

Tendo como referência essas ideias de Keynes sobre como os mercados financeiros operam nas economias monetárias de produção, a teoria pós-keynesiana considera que a CFI decorre dos processos de desregulamentação financeira, de livre mobilidade dos fluxos de capitais e de uma competição acirrada entre as instituições financeiras, pois esses contribuem para a valorização da riqueza financeira, essencialmente especulativa, em detrimento das atividades produtivas, geradoras de renda e emprego.

Em suma, de acordo com Keynes (1964) e com a teoria pós-keynesiana, em uma economia globalizada e em um mundo de incerteza, crises cambiais e financeiras são fenômenos endógenos, estimulam a preferência pela liquidez dos agentes econômicos e suscitam crises de demanda efetiva, resultando, assim, na expansão das taxas de desemprego.

23 “the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done”. (KEYNES, 1964, p. 159)

4 Uma proposta pós-keynesiana para reformar o SMI

A crise financeira internacional suscita, pelo menos, duas reflexões. Em primeiro lugar, questionam-se os supostos benefícios concretos da globalização financeira com os mercados financeiros completamente desregulamentados. Em segundo lugar, diante das medidas fiscais e monetárias implementadas pelos países desenvolvidos e emergentes para mitigar a recessão mundial, a crise nos induz a repensar no papel do Estado na economia, principalmente em um contexto em que há a necessidade de se regular os sistemas financeiros domésticos e de se reestruturar o SMI.

Em relação à primeira reflexão, como os mercados financeiros globalizados não são eficientes, na ausência de mecanismos para regulá-los, as atividades especulativas, face às inovações nos referidos mercados, se tornam predominantes e, portanto, a riqueza financeira se expende às expensas da riqueza produtiva. Diante desse contexto, há a necessidade de regular as operações exóticas dos mercados derivativos e outras práticas de alavancagem excessiva das instituições financeiras, que fazem “a festa” de bancos e investidores institucionais.

No que diz respeito à segunda reflexão, por um lado, a lição-chave da CFI é que não somente a ação do Estado é fundamental para prevenir ou remediar crises, principalmente em momentos críticos, como é importante que haja uma melhor coordenação global entre as políticas macroeconômicas dos países. A esse respeito, o papel do Estado é essencial para restaurar a estabilidade macroeconômica – entendida como inflação sob controle, crescimento econômico estável e equilíbrios fiscais e externo – e criar um ambiente institucional favorável à manifestação do *animal spirits* dos empreendedores. Como afirma Keynes (1964, p. 378): “Eu entendo [...] que alguma compreensiva socialização do investimento é o meio apropriado para garantir o pleno emprego”.²⁴ Para atingir esse objetivo, Keynes sugere políticas fiscais, políticas monetárias e políticas de rendas.²⁵ Nessa direção, as políticas macroeconômicas das economias nacionais devem estar coordenadas de forma a (i) operacionalizar políticas fiscais que visem expandir a demanda efetiva e reduzir as desigualdades sociais, (ii) operacionalizar políticas monetárias com o intuito de estimular os níveis de consumo e investimento e (iii) coordenar e regular os mercados

24 “I conceive [...] that a somewhat comprehensive socialisation of investment will prove the only means of securing an approximation to full employment”. (KEYNES, 1964, p. 378)

25 Carvalho (1992, capítulo 12) apresenta, a partir de uma análise keynesiana, instrumentos de política econômica para a estabilização da economia.

financeiros e cambiais a fim de estabilizar os fluxos de capitais e a taxa de câmbio. Indo ao encontro da ideia de Minsky (1986), há a necessidade da intervenção e regulação do Estado através do *big government* e do *big bank*.

Por outro lado, considerando a necessidade de se reestruturar o SMI, pode-se afirmar que existe um grau de consenso entre economistas e *policymakers* de que são indispensáveis medidas regulatórias para restaurar a estabilidade do SMI. Todavia, não há consenso acerca de como o SMI deve ser reestruturado.²⁶

Para os economistas do *mainstream*, um SMI eficiente é aquele composto por regimes de câmbio flexíveis, maior mobilidade dos fluxos de capitais e maior liberalização financeira nos mercados. Conforme Edison, Levine, Ricci e Slok (2002), os benefícios de câmbio flexível, fluxos de capitais desregulamentados e liberalização financeira para a economia mundial são os seguintes: (i) redução do grau de vulnerabilidade externa dos países, (ii) autonomia da política monetária, (iii) alocação da poupança, doméstica e externa, de forma mais eficaz, (iv) disciplina das políticas macroeconômicas e (v) melhor performance do crescimento econômico.

Em contrapartida, a necessidade de preservar a autonomia das políticas fiscal e monetária dos países – que são essenciais para assegurar trajetórias de crescimento econômico sustentáveis – reforçou o ponto de vista dos economistas keynesianos sobre a necessidade de se introduzir um *market maker* internacional a fim de (i) garantir a liquidez internacional, indispensável para possibilitar o fluxo de comércio mundial, (ii) estabilizar os regimes cambiais e (iii) controlar os fluxos de capitais de curto prazo. Os itens (ii) e (iii) são particularmente importantes para os países em desenvolvimento, uma vez que estes são mais afetados pelas consequências dos fluxos de capitais do que os países desenvolvidos, ocasionando situações recessivas. (HAUSMANN; PRITCHETT; RODRIK, 2004)

Em termos de propostas específicas de reforma do SMI, nas últimas décadas foram proliferadas: (i) Bandas de flutuação para taxas de câmbio (*Target zones for exchange rates*), proposta por Williamson (1987), cuja essência é estabelecer regras e metas que limitem a flutuação das taxas

26 No que diz respeito à essa preocupação, foram apresentadas, recentemente, duas distintas visões sobre a necessidade de reforma do SMI: (i) Eichengreen e Baldwin (2008) argumentam para a necessidade a) de intervenção para estabilizar e criar reformas regulatórias no mercado financeiro e b) de repensar a arquitetura financeira internacional; e (ii) o Group of the Thirty (2008) apresentou um relatório sobre políticas econômicas relacionadas à reestruturação dos mecanismos de regulação prudencial e à governança, risco de administração, transparência das informações, etc. Em outras palavras, a primeira visão enfatiza a necessidade de uma ação global em termos de política macroeconômica, enquanto a segunda preocupa-se com a estrutura microeconômica para estabilizar o sistema financeiro.

de câmbio, com o propósito de estabilizar a taxa de câmbio real para viabilizar equilíbrios interno e externo;²⁷ (ii) Sistema de taxa de câmbio nominal fixo em conformidade com a paridade do poder de compra (*Fixed nominal purchasing power parity exchange rate system*), apresentada por McKinnon (1988), que consiste em criar áreas monetárias ótimas em que a taxa de câmbio fixa tem como base a paridade do poder de compra das principais moedas internacionais; (iii) Taxa Tobin, elaborada por Tobin (1978), em que a ideia é introduzir um imposto mundial em todas as transações – especialmente de curto prazo – com o propósito de diminuir a ação desestabilizadora da especulação financeira nos mercados financeiros e cambiais e as crises que essas especulações acabam gerando; e (iv) *International money clearing union*, proposta apresentada por Davidson (2002), que será desenvolvida a seguir.²⁸

Como argumentado seção 2.2, uma vez que políticas macroeconômicas contracíclicas voltaram a ser o centro das atenções e o G-20 e instituições econômicas internacionais, tais como IMF, Banco de Compensações Internacionais (BIS) e WTO, vislumbraram a possibilidade de se reestruturar o SMI, as ideias de Keynes sobre a operacionalização de políticas fiscais, monetárias e cambiais para estabilizar a demanda efetiva mundial e sua proposta de reforma do SMI devem ser resgatadas, pois são essenciais para superar a CFI e, ainda mais importante, prevenir outras crises no futuro.

O que pode ser feito, então, para se evitar crises cambiais e financeiras e, conseqüentemente, recessão econômica global? A análise revolucionária de Keynes nos fornece um *insight* para se pensar em uma nova estrutura do SMI capaz de mitigar e solucionar a CFI e, ao mesmo tempo, promover pleno emprego e crescimento econômico na economia global. Nesse particular, partindo das ideias de Keynes sobre reforma do SMI²⁹ e tendo como referência a proposição de Davidson (2002) para o SMI, como deve ser rearticulado o referido Sistema?

Em muitos dos seus trabalhos, Keynes discutiu e sugeriu reformas do SMI, tais como:

27 Equilíbrio interno, na teoria convencional, é entendido como a situação em que a política econômica é construída por uma taxa de inflação que não acelera o nível de desemprego; enquanto equilíbrio externo está relacionado à estabilidade da conta de transações correntes do balanço de pagamentos, compatível com a taxa de expansão da atividade econômica.

28 Um resumo das propostas principais e outras contribuições sobre a reestruturação do SMI pode ser encontrado em Eichengreen (1999, capítulos 6 e 7), Eatwell e Taylor (2000, capítulo 7), Davidson (2002, capítulo 14) e Isard (2005, capítulos 7 e 8).

29 Markwell (2006, especialmente o capítulo 6) apresenta uma análise interessante do pensamento de Keynes relacionado às relações internacionais.

- I. Em *A Tract on Monetary Reform* (1971), ele propôs abandonar o padrão-ouro, devido ao fato de que “o padrão-ouro é uma relíquia bárbara”.³⁰ (KEYNES, 1971, p. 138). Nas palavras de Keynes (1971, p. 140), “uma vez que eu perdi a confiança no velho regime padrão-ouro, pois ele não mais nos assegura a estabilidade, eu rejeito o referido regime”.^{31;32}
- II. Em *A Treatise on Money* (1976, p. 399-400), volume 2, Keynes propôs um arranjo monetário em que o Banco Supranacional emitiria uma “Moeda Bancária Supranacional (SBM) [...] conversível em ouro a uma taxa fixa [...] [bem como o] Banco Supranacional [...] utilizaria seu poder discricionário para conduzir políticas de mercado aberto”.³³
- III. Em outras palavras, ele sugere a criação de um banco central supranacional para assegurar a estabilidade dos níveis de preços internacionais e, ao mesmo tempo, administrar a liquidez internacional, necessária para expandir a demanda efetiva.
- IV. Em *The Means to Prosperity* (1972), publicado em março de 1933, Keynes propôs um acordo monetário internacional (*gold-notes*, sob taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis) para expandir a elasticidade da moeda internacional.
- V. Por fim, em sua *International Clearing Union* (1980), Keynes desenvolveu uma proposta baseada na criação de uma moeda internacional, *bancor*.
- VI. É a análise revolucionária de Keynes elaborada na *International Clearing Union* que merece atenção especial.

30 “the gold standard is already a barbarous relic.” (KEYNES, 1971, p. 138)

31 “since I feel no confidence that an old-fashioned gold standard will even give us the modicum of stability that it used to give, I reject the policy of restoring the gold standard.” (KEYNES, 1971, p. 140)

32 As razões que levaram Keynes a propor a substituição do padrão-ouro pelo sistema monetário padrão-ouro câmbio foram, provavelmente, a) a necessidade de se ter uma liquidez internacional mais flexível e que permitisse que a política monetária pudesse ser mais ativa para estabilizar os níveis de preços e gerar canais transmissores sobre os níveis de renda e de emprego, uma vez que sob o padrão-ouro ela era basicamente passiva, e (b) seu ceticismo em relação ao mecanismo de ajuste automático do padrão-ouro.

33 “SBM should be purchasable for gold [...] at fixed prices [...] [as well as the] Supernational Bank [...] should also have a discretionary power to conduct open-market operations.” (KEYNES, 1976, p. 399-400)

Antes de examinar a proposta que Keynes elaborou, é importante enfatizar que, conforme Ferrari Filho (2006), as propostas de Keynes relacionadas à reestruturação do SMI parecem ter um objetivo comum, qual seja: através da articulação de um *International Market Maker*, criar uma moeda de reserva internacional que não pudesse ser acumulada pelos agentes econômicos, na qual sua principal função seria assegurar o lastro para a dinamização das relações comerciais e financeiras da economia mundial. Em outras palavras, as propostas de Keynes fazem crer que a criação tanto de um *International Market Maker* quanto de uma *international currency* seriam a “institucionalidade” necessária para que a moeda universal fosse, conforme supõe a Teoria Quantitativa da Moeda, meramente um “véu monetário”.³⁴

A ideia principal da *International Clearing Union* de Keynes é que “as pressões contracionistas e recessivas da economia mundial sejam substituídas por situações expansionistas”.³⁵ (KEYNES, 1980, p. 176) Dessa forma, Keynes (1980, p. 168, grifo nosso) sugeriu um arranjo monetário internacional em que propõe

uma moeda internacional que seja aceita por todas as nações [...] um método objetivo para a determinação dos valores relativos das unidades monetárias nacionais [...] um montante de moeda internacional que não seja determinada de maneira imprevisível [...] e não seja sujeita a abruptas variações e tampouco dependa das políticas individuais de entesouramento das reservas de ouro por parte dos países individualmente; mas sim administrada pelas necessidades do comércio mundial.³⁶

34 Essa ideia está, pelos menos assim se entende, implicitamente associada ao princípio operacional do *International Market Maker* (ou seja, a *International Clearing Union* proposta por Keynes), em que, similarmente ao sistema bancário, créditos contrabalancear-se-iam necessariamente com débitos. Nas palavras de Keynes (1980, p. 171), “[i]f no credits can be removed outside the clearing system, but only transferred within it, the Union can never be in any difficulty as regards the honouring of cheques drawn upon it”.

35 “the substitution of an expansionist, in place of a contractionist, pressure on world trade”. (KEYNES, 1980, p. 176)

36 “an instrument of international currency having general acceptability between nations [...] and agreed method of determining the relative exchange values of national currency units [...] a *quantum of international currency*, which is *neither determined in an unpredictable [...] nor subject to large variations depending on the gold reserve policies of individual countries*; but is governed by the actual current requirements of world commerce”. (KEYNES, 1980, p. 168, grifo nosso)

Keynes, além disso, objetivando que as incertezas dos *animal spirits* fossem mitigadas, propôs: (i) um acordo internacional baseado em taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis; e (ii) controles sobre os fluxos de capitais.

Em suas palavras: “A proposta é criar uma União Monetária, designada União de Compensações Internacionais, baseada na moeda bancária internacional, chamada *bancor*, fixada (mas não inalterável) em termos de ouro e aceita como equivalente ao ouro”.³⁷ “[...] movimentos de controles de capitais, tanto de entrada quanto de saída, devem ser práticas permanentes no sistema econômico do pós-Guerra”.³⁸ (KEYNES, 1980, p. 170, 185)

É importante ressaltar que, como argumenta Ferrari Filho (2006, capítulo 3), Keynes estava consciente que a operacionalização de mercados financeiros em economias de monetárias gera um dilema entre liquidez e investimento: esses mercados, por um lado, impulsionam criação de crédito e liquidez, o desenvolvimento da atividade econômica, mas, por outro lado, eles incentivam a obtenção de riqueza financeira, advinda de práticas essencialmente especulativas. Portanto, a ideia central da *International Clearing Union* era assegurar a liquidez internacional necessária para expandir a demanda efetiva mundial. Nesse sentido, o *bancor*, em um contexto de taxas de câmbio administradas e mecanismos de controle de fluxos de capitais, refletiria as convenções necessárias para estabilizar as expectativas dos agentes econômicos – isto é, reduzir o grau de incerteza quanto ao comportamento futuro dos preços dos ativos e/ou dos contratos –, permitindo, assim, suas tomadas de decisões de gastos, consumo e investimento, resultando, por conseguinte, na expansão da atividade econômica e do nível de emprego.

Indo nessa direção, Davidson (2002, p. 231) apresenta “os fundamentos teóricos que devem ser necessários para (a) reformar a moeda mundial no século XXI e (b) atualizar a proposta original de Keynes alusiva à ordem monetária internacional pós-Guerra”.³⁹

Assim como Keynes, Davidson (2002) argumenta que o SMI precisa ser articulado a partir das seguintes características: uma nova moeda

37 “The proposal is to establish a Currency Union, here designated an *International Clearing Union*, based on international bank money, called (let us say) *bancor*, fixed (but not unalterably) in terms of gold and accepted as the equivalent of gold”. (KEYNES, 1980, p. 170)

38 “control of capital movements, both inward and outward, should be a permanent feature of the post-war system”. (KEYNES, 1980, p. 185)

39 “the theoretical foundations for comprehending the need for (a) reforming the world’s money in the twenty-first century and (b) update[s] Keynes’ original proposal for a postwar international monetary scheme”. (DAVIDSON, 2002, p. 231)

internacional que assegure a elasticidade da liquidez internacional para expandir a demanda efetiva global; um sistema de taxa de câmbio estável para evitar a volatilidade e a especulação do poder de compra das moedas nacionais em relação à moeda universal (de conversibilidade); e uma cláusula contratual para eliminar os desequilíbrios de balanço de pagamentos, sejam superavitários, sejam deficitários.

Após definir uma taxonomia específica para explicar a dinâmica econômica de sistemas monetários abertos e integrados e abertos e não integrados – *open unionized monetary system* (UMS) e *Open Nonunionized Monetary System* – (NUMS),⁴⁰ Davidson (2002, p. 232-236) apresenta oito cláusulas necessárias para a operacionalização de acordo monetário internacional à *la UMS*, quais sejam:

- I. A International Money Clearing Union (IMCU) seria uma unidade de conta e um ativo de reserva para liquidez internacional;
- II. O banco central de cada nação teria que garantir a conversão *one-way* dos depósitos de IMCU na *Clearing Union* em moeda doméstica;
- III. Os contratos entre agentes econômicos de diferentes nações seriam denominados em suas moedas domésticas;
- IV. A taxa de câmbio entre a moeda doméstica e a IMCU seria estabelecida pelo banco central de cada país;
- V. A criação de um sistema de regras compensatórias entre os países visando financiar os desequilíbrios externos de curto prazo dos países;
- VI. Um “sistema de gatilho” seria sempre utilizado para impor pressões de ajustes de balanço de pagamentos, tanto em países credores quanto em países devedores;
- VII. A taxa de câmbio entre as moedas nacionais e o IMCU seria fixada para estabilizar o poder de compra de longo prazo da IMCU;
- VIII. Uma nação credora seria “incentivada” a gastar seu excedente de três formas: importando de qualquer outro país do sistema de pa-

40 De acordo com Davidson (2002, capítulo 8), em um sistema monetário integrado aberto, os contratos são representados no mesmo sistema monetário – ou seja, a taxa cambial é fixa -, enquanto, em um sistema monetário não integrado aberto, os contratos são representados em diferentes moedas e, como consequência, a taxa cambial é flexível.

gamento internacional, investindo capital em países deficitários e emprestando recursos a esses países.

As cláusulas 1, 2 e 4 seriam pré-condições para reduzir e/ou evitar que os agentes econômicos entesourem (mantenham preferência pela liquidez) o ativo internacional, IMCU. Dessa maneira, o IMCU seria utilizado somente para dinamizar as relações comerciais e financeiras internacionais. As cláusulas 3 e 7 estabilizariam o poder de compra de longo prazo da IMCU. Ao mesmo tempo, elas restringiriam a especulação dos agentes econômicos em relação à IMCU; isso quer dizer que não haveria possibilidade da IMCU ter uma depreciação em seu poder de compra. Finalmente, as cláusulas 5, 6 e 8 constituir-se-iam nos instrumentos principais para garantir que “eliminar os desequilíbrios externos sem impor restrições recessivas na economia”.⁴¹ (DAVIDSON, 2002, p. 236)

Em suma, Davidson propõe um conjunto de regras operacionais para que o SMI (i) evite crises de demanda efetiva global, (ii) os desequilíbrios eventuais de balanços de pagamentos dos países não sejam corrigidos por natureza recessivas, (iii) os países membros controlem os fluxos de capitais e (iv) administre-se a liquidez internacional com a finalidade precípua de expandir a demanda efetiva global.

Parafraseando Keynes, uma proposta de reforma do SMI articulada nessa configuração “poderia usar suas influências e poder para manter a estabilidade dos preços e controlar os ciclos econômicos”.⁴² (KEYNES, 1980, p. 190-191)

5 Conclusão

O processo de globalização limitou a ação de políticas macroeconômicas e dos Estados em estimular a demanda efetiva e, conseqüentemente, expandir o nível de emprego. Ademais, a livre mobilidade de fluxos de capitais especulativos criou sérios problemas financeiros e cambiais, tais como a crise cambial europeia em 1992-93, o *crash* de Wall Street em 1987, a crise do peso mexicano em 1994-95, a crise cambial asiática em 1997, a crise cambial russa em 1998, a crise cambial brasileira de 1999, a crise da bolsa Nasdaq em 2000, a bancarrota do Long Term Capital Management em 2000, a crise do peso argentino em 2001, a crise uruguaia em 2000 e, recentemente, a crise

41 “export-import imbalance is eliminated without unleashing significant recessionary forces.” (DAVIDSON, 2002, p. 236)

42 “could use its influence and its power to maintain stability of prices and to control the trade cycle.” (KEYNES, 1980, p. 190-191)

do *subprime*, em 2007-08. Essas crises resultaram em recessão, altas taxas de desemprego, volatilidades excessivas dos preços dos ativos, entre outras.

A atual CFI tem tido desdobramentos dramáticos sobre as economias desenvolvidas, mas também, em menor escala, nas economias emergentes. As medidas econômicas implementadas tanto pelas instituições econômicas internacionais, tais como o IMF, quanto os *policymakers*, apesar de terem evitado uma depressão econômica, mostraram-se incapazes de solucionar os problemas financeiros e reais da economia mundial, principalmente porque políticas fiscais e monetárias *ex post* tão somente mitigam impactos de crises cambiais e financeiras sobre a atividade produtiva. Ademais, foi gerado um consenso sobre a necessidade de se reestruturar o SMI como imprescindível para que a economia mundial volte a trilhar períodos de estabilidade macroeconômica, semelhantes àqueles observados no período de Bretton Woods. Nesse sentido, o G-20, mesmo que timidamente, propôs, em abril de 2009, uma reforma do SMI alicerçada na substituição do dólar norte-americano como “moeda universal” (sugestão do presidente do Banco Popular da China), em maior regulação do sistema financeiro e em controle de fluxos de capitais.

Um dos princípios básicos do capitalismo liberal, qual seja, a não intervenção do Estado, não somente foi colocado em xeque, mas também foi refutado ao final de 2008, uma vez que, para evitar que a CFI evoluísse para uma situação similar à da Grande Depressão de 1929, medidas econômicas contracíclicas intervencionistas foram acionadas. Pois bem, diante deste novo contexto em que o Estado voltou a sinalizar, direta ou indiretamente, um ambiente institucional favorável às tomadas de decisões de gastos dos agentes econômicos – ou seja, a “socialização do investimento” –, o que pode ser esperado de agora em diante?

Centrando as atenções no SMI, o artigo procurou responder à referida pergunta a partir da apresentação de uma proposta de reforma do SMI.

Nesse particular, rejeitando-se quaisquer proposições de reestruturação do SMI que sejam articuladas no sentido de se manter os mercados financeiros desregulamentados, liberalizar ainda mais os fluxos de capitais e engessar os graus de liberdade das políticas macroeconômicas contracíclicas, apresentou-se um arranjo institucional global que entende-se ser capaz de prevenir futuras crises financeiras e seus efeitos deletérios sobre a atividade econômica. Conforme Davidson (1997, p. 672) escreve: “o que é necessário é estabelecer regras e estruturas à prova de fogo que previnam fogos (crises monetárias). *Prevenir crises e não remediá-las deve ser o objetivo de longo prazo*”.⁴³

43 “what is necessary is to build permanent fireproofing rules and structures that prevent ‘beauty contest’ induced currency fires. *Crisis prevention rather than crises rescues must be the primary long-term objective*”. (DAVIDSON, 1997, p. 672)

Por mais que se tenha ciência de que os problemas financeiros e cambiais no mundo globalizado sejam muito mais complexos do que aqueles observados no período de Keynes, a análise revolucionária de Keynes sobre a reforma do SMI pode ser, mais uma vez, uma referência para que a economia mundial possa ter um arranjo institucional, monetário, financeiro, cambial e comercial, que promova crescimento econômico com pleno emprego, como ocorreu durante o período de Bretton Woods.

Nessa direção, Davidson (2002) argumenta que a criação de uma IMCU é essencial para evitar que crises cambiais e financeiras acabem desestabilizando econômica e socialmente os países. Com certeza, esse é um dos legados das ideias de Keynes.

Referências

ALVES JUNIOR, A.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, NY, v. 22, n. 2, p. 207-226, Inverno 2000.

CARVALHO, F. J. C. de. *Mr Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot, England: Edward Elgar, 1992. 236 p.

CARVALHO, F. J. C. de. Entendendo a recente crise financeira global. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da Crise*. Campinas: Associação Keynesiana Brasileira, 2008. p. 16-22.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. 'Financeirização' da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Org.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004. p. 59-77.

DAVIDSON, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. Aldershot, England: Edward Elgar, 1994. 309 p.

DAVIDSON, P. Are the grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required? *Economic Journal*, Oxford, Ox, v. 107, n. 442, p. 671-686, maio 1997.

DAVIDSON, P. *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar. 2002. 265 p.

DYMSKI, G. A. *Is Financial Governance Feasible in the Neoliberal Era? Reflections on the Post-War evolution of financial risk*. Mimeo, jun. 2008. 16 p.

EDISON, H. et al. International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, Amsterdam, v. 21, n. 6, p. 749-776, ago. 2002.

EATWELL, J.; TAYLOR, J. *Global Finance at Risk: the case for international regulation*. New York: The New Press, 2000. 258 p.

EICHENGREEN, B. J. *Towards a New International Finance Architecture: a practical post-Asia Agenda*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1999. 189 p.

EICHENGREEN, B. J. *Origins and Responses to the Crisis*. Manuscript, Berkeley: University of California, 2008. 9 p.

EICHENGREEN, B.; BALDWIN, R. *Rescuing Our Jobs and Savings: what G7/8 leaders can do to solve the global credit crisis*. Vox: CEPR's Policy Portal, [S.l.], 9 out. 2008. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/rescuing-our-jobs-and-savings-what-g78-leaders-can-do-solve-global-credit-crisis>> . Acesso em: out. 2013.

EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K. H. *A Tale of Two Depressions*. Vox: CEPR's Policy Portal, [S.l.], set. 2009. Disponível em: <<http://econ.tu.ac.th/class/archan/RANGSUN/EC%20460/EC%20460%20Readings/Global%20Issues/Global%20Financial%20Crisis%202007-2009/Academic%20Works%20By%20Instituion/VoxEU/A%20Tale%20of%20Two%20Depressions.pdf>> . Acesso em out. 2013.

FERRARI FILHO, F. *Política Comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes*. Porto Alegre: Ed. UFRGS, 2006. 101 p.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Org.). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, RJ: Vozes. 2004. 654 p.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Crise financeira e reestruturação do sistema monetário internacional. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 37, n. 1, p. 113-117, 2009.

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F. A. *Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise no Brasil*. Belo Horizonte: Corecon-MG, 2009. 169 p.

GORTON, G. The subprime panic. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n. 14398, 40 p., Oct. 2008.

GREENSPAN, A. O FED não causou a bolha habitacional. *Valor Econômico*, Salvador, 12 mar. 2009.

HAUSMANN, R.; PRITCHETT, L.; RODRIK, D. Growth Accelerations. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n. 10566, 32 p., jun. 2004

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *World Economic Outlook: crisis and recovery*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2009. 228 p. Disponível em: <<http://www.imf.org>> . Acesso em: out. 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Data and Statistics*. [200-?]. Disponível em: <<http://www.imf.org>> . Acesso em: out. 2013

ISARD, P. *Globalization and the International Financial System: what's wrong and what can be done*. New York: Cambridge University Press, 2005. 370 p.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York, Harcourt, Brace, 1964.

KEYNES, J. M. *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan, 1971 (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 4).

KEYNES, J. M. The means to prosperity. In: KEYNES, J. M. *Essays in Persuasion*. London: Macmillan, 1972, p. 335-366. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 9).

KEYNES, J. M. The General Theory Of Employment. In: KEYNES, J. M.; MOGGRIDGE, D. *The General Theory and After: defence and development*. London: Macmillan, 1973. p. 109-123 (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 14).

KEYNES, J. M. *A Treatise on Money*. New York: AMS Press, 1976. v. 2.

KEYNES, J. M. The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. In: KEYNES, J. M.; MOGGRIDGE, D. *The General Theory and After: a supplement*. London: Macmillan, 1979. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 14).

KEYNES, J. M.; MOGGRIDGE, D. *Activities 1940-1944: shaping the post-War World, the Clearing Union*. London: Macmillan, 1980. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 25).

KREGEL, J. Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. *Public Policy Brief*, The Levy Economics Institute of Bard College, n. 93, 31 p. 2008.

MARKWELL, D. *John Maynard Keynes and the International relations: economic paths to war and peace*. Oxford: New York: Oxford University Press, 2006. 294 p.

MCKINNON, R. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, Tenn., v. 2, n. 1, p. 83-103, Winter 1988.

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Conn.: London: Yale University Press, 1986. 353 p.

MISHKIN, F. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Harper Collins, 1992.

PALLEY, T. Financialization: what it is and why matters. In: HEIN, E. et al (Ed.). *Finance-Led Capitalism? Macroeconomic effects of changes in the financial sector*. Marburg: Metroplis-Verl., 2008. p. 29-60.

ROGOFF, K. S.; REINHART, C. M. This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA, n. 13882, 125 p., mar. 2008.

STIGLITZ, J. E. *Globalization and its Discontents*. New York: W.W. Norton, 2002. 282 p.

TAYLOR, J. *Getting Off Track: how government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*. Stanford, Calif.: Hoover Institution Press, 2009.

THE GROUP OF THIRTY. *Financial Reform: a framework for financial stability*. Washington, D.C.: The Group of Thirty, 2008. 77 p.

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, Bloomsburg, Pa., v. 4, n. 3-4, p. 153-159, jul. 1978.

WILLIAMSON, J. Exchange rate management: the role of target zones. *American Economic Review*, Nashville, Tenn., v. 77, n. 2, p. 200-204. May 1987.

WILLIAMSON, J. What Washington means by policy reform? In: WILLIAMSON, J. (Ed.). *Latin American Adjustment: how much has happened?* Washington, D.C.: Institute for International Economics, Apr. 1990. p. 7-20.

WILLIAMSON, J. *Did the Washington Consensus Fail?* Washington, D.C.: Institute for International Economics, Nov. 2002.

WORLD TRADE ORGANIZATION. *Statistics Database*. Geneva, Swiss, 1995-. Disponível em: <<http://www.wto.org>>. Acesso em: out. 2013.