

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

MARINA SEQUETTO PEREIRA

A NECESSIDADE DE REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO
INTERNACIONAL NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Porto Alegre

2011

MARINA SEQUETTO PEREIRA

A NECESSIDADE DE REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO
INTERNACIONAL NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

Porto Alegre

2011

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

Pereira, Marina Sequetto

P436n A necessidade de reestruturação do sistema monetário internacional no pós-
crise financeira internacional / Marina Sequetto Pereira. – Porto Alegre, 2011.

91 f. : il.

Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande

MARINA SEQUETTO PEREIRA

A NECESSIDADE DE REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO
INTERNACIONAL NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Aprovada em 23 de maio de 2011.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Orientador Fernando Ferrari Filho – UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha - UFRGS

Prof. Dr. Ricardo Dathein - UFRGS

Prof^a. Dra. Daniela Magalhães Prates - UNICAMP

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Fernando Ferrari Filho, pela brilhante orientação, pela paciência, por sempre aceitar meus prazos e, sobretudo, por ser tão acessível (e sempre com um sorriso).

Aos demais professores do curso de Economia do Desenvolvimento do PPGE-UFRGS, principalmente o Prof. André Cunha e o Prof. Octávio Conceição, por serem fontes de ajuda e de bastante reflexão durante os anos do mestrado.

Aos funcionários do PPGE-UFRGS, em especial às secretárias, sempre solícitas aos pedidos de última hora.

Ao CNPQ, financiamento fundamental na realização deste projeto.

Aos meus pais, Suely e Antônio de Pádua, meus irmãos, Fernanda, Camila (em especial, por dividir comigo os prazeres da vida acadêmica) e Marco Aurélio, e meu sobrinho Gabriel. Foram fonte de carinho e compreensão nas vitórias e nos obstáculos deste projeto, além de patrocinadores.

Junto a estes, muitos outros familiares e amigos fazem parte deste projeto. Um deles, em especial, o Julio, por me “obrigar”, quase que compulsoriamente, a refletir em cada passo dessa trajetória. Nossas discussões me ajudaram muito e suas palavras e companhia tornaram este trajeto muito mais agradável.

Aos colegas do PPGE e de Porto Alegre, Bartira, Gabriel, Silas, Bianca, Aziz, Katia, Márcia, Maria Letícia, Rober, Thiago, Gilliad, Oppa, Marília, Greici, Yuka e Neto. Amigos de sala de aula e de muita diversão, fundamentais para a minha adaptação e para a minha caminhada em Porto Alegre.

Ao Luciano Braga, o qual eu considero meu tutor durante os dois anos de mestrado, a quem eu sempre recorria quando precisava decifrar, entender, aprender Economia. Sua ajuda foi essencial na realização das disciplinas e no desenvolvimento deste trabalho.

E a todos que colaboraram de alguma forma com este trabalho.

O tempo e a lógica são estranhos um ao outro. O primeiro implica a ignorância, o segundo demanda um sistema de axiomas, um sistema envolvendo tudo o que é relevante. Mas, infelizmente, *o vazio do futuro* compromete a possibilidade da lógica. (George Shackle)

RESUMO

A economia mundial foi abalada, em 2007-2008, por uma crise financeira internacional, que incitou um grande debate, tanto na academia quanto nas instituições multilaterais, sobre a reforma do Sistema Monetário Internacional (SMI). A presente dissertação propõe analisar se a necessidade de reforma do SMI, conforme propunha Keynes e propõe os pós-keynesianos, é uma condição necessária para restabelecer a estabilidade da atividade econômica em economias capitalistas, financeirizadas e globais, situação em que as economias estão inseridas nos dias de hoje. Para tanto, busca-se inserir a crise financeira internacional nos problemas inerentes à atual configuração do SMI e da globalização financeira, assim como se apresenta o debate acadêmico em torno das diferentes visões da crise e suas propostas de reestruturação. Ademais, retrata-se o debate que está ocorrendo nas reuniões e nas publicações das principais Autoridades Monetárias e dos órgãos multilaterais e, a partir dessa demonstração, procura-se identificar as questões presentes no diálogo entre essas instituições dentro das proposições acadêmicas de reforma. As análises feitas permitiram concluir que o debate das Autoridades Monetárias e dos órgãos multilaterais converge para a proposta de reestruturação do SMI defendida pelos autores (pós) keynesianos. Dessa forma, aceita-se a hipótese de que a reforma do SMI, nos moldes (pós) keynesianos, é condição necessária para se estabilizar as economias atuais. Por fim, sugere-se, para trabalhos futuros, a discussão institucionalista sobre a viabilidade de adoção da proposta de reforma (pós) keynesiana.

Palavras-chave: Sistema Monetário Internacional. Crise Financeira Internacional. Economia Keynesiana.

ABSTRACT

The world economy was hit in 2007-2008 by an international financial crisis, which prompted a great debate, both in academia and multilateral institutions on the reform of the International Monetary System (IMS). This dissertation proposes to examine the need for reform of the IMS, as Keynes proposed and proposes the (post) Keynesians, as a necessary condition for restoring the stability of economic activity in capitalist economies, financialized and globalized in which economies are embedded in today. Therefore, it seeks to enter the international financial crisis on the problems inherent in the current configuration of the IMS and financial globalization, as well as presents the academic debate around the different views of the crisis and its proposals for restructuring. Furthermore, it portrays the debate taking place in meetings and publications of the main Monetary Authorities and multilateral agencies, and from this demonstration, we try to identify the issues in the dialogue between these institutions within the academic reform proposals. The analysis made it possible to conclude that the discussion of Monetary Authorities and multilateral agencies converges to the restructuring proposal of the IMS, put forward by the (post) Keynesian authors. Thus, we accept the hypothesis that the reform of the IMS, similar to (post) Keynesians, is a necessary condition to stabilize the economies of today. Finally, it is suggested for future work, the institutional discussion on the feasibility of adoption of the (post) Keynesian reform proposal.

Key words: International Monetary System. International Financial Crisis. Keynesian Economics.

SUMÁRIO

1 INTODUÇÃO	9
2 ENTENDENDO A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL.....	12
2.1 LÓGICA DO SMI E BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	12
2.2 O CENÁRIO PRÉ-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SUAS ORIGENS.....	17
2.3 DESDOBRAMENTOS DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL	23
2.4 LIÇÕES DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL	28
3 O DEBATE ECONÔMICO NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: AS DIFERENTES VISÕES SOBRE A CRISE E O QUE FAZER.....	33
3.1 A ORTODOXIA	33
3.2 A HETERODOXIA.....	43
4 O DEBATE SOBRE A REESTRUTURAÇÃO DO SMI NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL	59
4.1. O DEBATE ATUAL	60
4.1.1. A questão do dólar como moeda de reserva internacional	60
4.1.2 A questão dos controles de capitais	65
4.1.3 A questão da regulação.....	69
4.2 A ADEQUAÇÃO DAS PROPOSTAS TEÓRICAS AO DEBATE DE REESTRUTURAÇÃO DO SMI	71
4.3 BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE A VIABILIDADE DE ADOÇÃO DA PROPOSTA HETERODOXA.....	76
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	81
REFERÊNCIAS	84

1 INTRODUÇÃO

A partir de setembro de 2007, a economia mundial foi abalada por uma crise financeira internacional, considerada, por grande parte da literatura especializada, como o maior pânico ocorrido no âmbito das finanças desde a Grande Depressão, nos anos de 1930. Devido à similaridade dos impactos econômicos entre os dois eventos, a crise de 2007 ficou cunhada, por muitos economistas, como a Grande Recessão¹.

A crise de 2007 adquiriu um caráter global, pois balançou as estruturas de vários países, apesar de ser correntemente explicada como uma crise em um segmento específico do mercado de crédito norte-americano, o mercado *subprime*. O termo *subprime* refere-se aos agentes que não têm renda fixa, alguma garantia ou, ao menos, histórico de crédito que justifique a concessão de empréstimos. Dessa forma, o crédito passou a atender parte da população que fora historicamente excluída desse mercado.

Acreditava-se que as boas condições de emprego e, conseqüentemente, de renda na economia norte-americana, vivenciada nos últimos 20 anos, não se alterariam, o que garantiria a saúde do mercado financeiro. Assim, um valor muito grande de empréstimos foi concedido ao mercado *subprime*.

Quando as ações se mostraram insolventes, ultrapassando as fronteiras norte-americanas, a crise passou, por efeito contágio, a atingir outros países, primeiramente a Europa Ocidental e o Japão, e, posteriormente, as economias emergentes e o resto do mundo. Isso fez com que as Autoridades Monetárias (AM) dos países líderes começassem a tomar medidas de política econômica para contornar a crise, ao mesmo tempo em que começaram a se reunir para discutir a situação, agora entendida como um problema global e que, por isso, necessitava, também, de uma coordenação global. Nesses encontros, e também dentro da academia, uma grande diversidade de respostas e propostas começaram a surgir.

Dessa forma, no pós-crise, começa a haver uma preocupação e, de certa maneira, um consenso sobre a necessidade de se reformar o Sistema Monetário Internacional (SMI). Eichengreen (2008) destaca que existe uma necessidade de se olhar para além dos sintomas da crise, identificando suas causas fundamentais. Dois anos após a explosão da crise, a economia global ainda não se recuperou e não está claro como o crescimento pode ser retomado em bases sustentáveis.

¹ Ver, por exemplo, Eichengreen e O'Rourke (2009).

Entre os diversos juízos sobre a crise, destaca-se o argumento – sendo este o argumento central da dissertação – de que a configuração do atual SMI, sistema esse que emergiu no pós-Bretton Woods, centrado na moeda-chave dólar – conforme Prates (2002, p.79), “flexível, financeiro e fiduciário” –, na livre mobilidade de capitais e no câmbio flexível, e deixa a economia mundial suscetível às crises financeiras recorrentes.

Apesar da reforma do SMI vir sendo discutido há bastante tempo, nos anos 1940 por Keynes e nos anos 1980 e 1990 por Davidson, Tobin, McKinnon e Williansom, a crise atual fez com que houvesse uma convergência entre os economistas ortodoxos e heterodoxos na direção de um maior debate sobre a atual configuração do SMI, justificando, assim, a atualidade da dissertação.

No pós-crise os olhares se voltam principalmente para o dólar e a sustentabilidade dos Estados Unidos (EUA), país central da dinâmica monetária e financeira global, face a sua função de emissor da moeda-chave, no equilíbrio financeiro e na coordenação do comércio mundial. Os últimos anos viram surgir a polaridade entre EUA, como consumidor de última instância e devedor internacional, e os países emergentes, principalmente a China, como sustentadores dos déficits norte-americanos através de suas políticas de crescimento pela exportação. Esse bipolarismo foi cunhado por Dooley (2005) como Bretton Woods II.

Muitos autores argumentam a diminuição ou a eliminação do papel do dólar da esfera global como fundamental para impedir desequilíbrios globais e, conseqüentemente, crises financeiras. O aumento do papel dos Direitos Especiais de Saques (*Special Drawing Rights* – SDRs; moeda usada em transações do Fundo Monetário Internacional (FMI) com seus membros e que, atualmente, é composta por uma cesta com quatro moedas, quais sejam, dólar, *euro*, *yen* e libra), o surgimento de uma cesta de moedas em que moedas dos principais países teriam, em conjunto, funções internacionais, um novo padrão monetário apoiado em preço das *commodities* e a criação de uma moeda internacional, não passível de liquidez pelos agentes econômicos, como o sugerido por Keynes em 1944, na ocasião da conferência de Bretton Woods, são outras principais propostas do debate. Dentro desse debate, também se inserem as discussões sobre a legitimidade do controle dos fluxos de capitais entre os países e a necessidade de uma regulação coordenada global do sistema financeiro internacional.

A partir desse arcabouço, este trabalho pretende analisar os fundamentos da crise financeira internacional e investigar, a partir do debate atual entre acadêmicos e *policymakers*, a necessidade de reforma do SMI, assim como apresentar qual deve ser o melhor arranjo monetário internacional para a economia mundial, a fim de prevenir futuras crises financeiras.

Feito isso, busca-se discorrer, brevemente, sobre a viabilidade institucional de adoção do arranjo monetário internacional proposto.

A hipótese central deste trabalho é a de que a reestruturação do SMI, sustentado nas bases da teoria (pós) keynesiana, é condição necessária para a estabilidade das economias monetárias empresariais.

Para isso o trabalho está estruturado da seguinte forma. Além desta introdução, serão apresentados três capítulos e uma conclusão.

No capítulo 2, busca-se reconstituir os fundamentos da recente crise financeira internacional. Para tanto, se expõe a maneira pela qual a crise foi originada a partir da configuração atual do SMI e a partir do aprofundamento do modelo de globalização financeira, tendo como consequência o cenário pré-crise de desregulamentação financeira. A partir da eclosão da crise, se apresenta os seus desdobramentos primordiais, assim como se relata as medidas de política econômica colocadas em prática pelas AM das principais economias mundiais durante o período e seus impactos em mitigar os efeitos da recente crise. Por fim, enumera-se as mais importantes lições aprendidas nesta conjuntura, vistas, então, como fundamentais para impedir o surgimento de novas crises.

No capítulo 3, apresentam-se as diferentes visões acadêmicas da crise financeira internacional. Para tanto, se delinea o debate teórico pós-crise entre as escolas ortodoxas e heterodoxas (entendida como a vertente (pós) keynesiana) da teoria econômica, assim como se enuncia suas principais propostas de superação da crise e de reestruturação do SMI.

No capítulo 4, busca-se, primeiramente, retratar o debate que está em curso nas atuais reuniões e publicações das principais instituições multilaterais. A partir disso, aponta-se qual das propostas teóricas apresentadas é a mais adequada para solucionar os problemas inerentes à lógica de economias empresariais monetárias. Isso é feito através da identificação das questões presentes no diálogo entre essas instituições dentro das proposições de reformas traçadas no segundo capítulo. Por fim, insere-se essa proposta no contexto do arcabouço institucionalista, tangenciando as questões sobre a viabilidade de sua adoção.

Por fim, o capítulo 5 sumariza e apresenta as principais conclusões.

2 ENTENDENDO A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Este presente capítulo busca apresentar os fundamentos da crise financeira internacional, a partir da análise das suas origens, consequências e lições.

2.1 LÓGICA DO SMI E BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Para entender a crise financeira internacional de 2007-08 – e suas origens – é necessário identificar como a atual configuração do SMI, aliada aos movimentos de globalização, deixa a economia mundial suscetível a crises financeiras. Dessa forma, é possível analisar como as contradições desta combinação perversa entre a globalização e o atual arranjo monetário foram expressas nessa crise, que começou dentro de um segmento financeiro específico da maior economia do mundo e se espalhou para diversas outras economias, caracterizando-a como uma crise sistêmica e global.

Eichengreen (2000, p.22) define o SMI como “a cola que mantém ligada as economias de diversos países”. A função desse sistema é dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, evitando problemas de balanço de pagamento e oferecer acesso ao crédito internacional, caso ocorram abalos desestruturadores. Para o autor, se não existe um mecanismo monetário internacional que funcione adequadamente, os países se sentem vulneráveis e com dificuldades de se beneficiar do comércio universal e do crédito externo. Assim, de acordo com o autor “é impossível compreender o funcionamento da economia internacional sem também compreender o seu sistema monetário” (EICHENGREEN, 2000, p.23).

Para Prates (2002, p.69), o SMI é

um arranjo institucional hierarquizado em torno de uma moeda-chave, cujos elementos constitutivos alteram-se ao longo da história e moldam o perfil das finanças internacionais (isto é, do sistema financeiro internacional) em cada período.

O arranjo institucional é determinado, essencialmente, por três características: a forma da moeda internacional, o regime de câmbio e o grau de mobilidade dos capitais. A

impossibilidade de combinar câmbio fixo, livre mobilidade perfeita de capitais e política monetária autônoma como trilema, ou tríade impossível.² Os heterodoxos lêem o trilema e afirmam a necessidade de controle dos fluxos de capitais, pois eles podem se traduzir como instabilidade econômica. Por outro lado, os ortodoxos advogam a necessidade de se manter o câmbio flutuante.

Como se sabe, emergiu, com o fim do sistema de Bretton Woods, um SMI centrado no dólar, sendo composto pelo regime de câmbio flutuante e de livre mobilidade dos fluxos internacionais de capital. Esse sistema predomina até os dias de hoje.

A adoção do dólar como moeda-chave foi o resultado (i) da decisão unilateral do governo norte-americano de rompimento com o sistema de taxas fixas vigente anteriormente, (ii) da importância das instituições financeiras dos EUA, (iii) da dimensão do seu mercado financeiro doméstico e (iv) da hegemonia econômica dos EUA naquela época. O dólar como moeda de reserva internacional apresenta, conforme Prates (2002), três características básicas nesse sistema: é flexível, é financeiro e é fiduciário.

O dólar é um ativo financeiro a partir do momento em que ele se configura como uma moeda tanto doméstica quanto internacional, se convertendo no principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor de riqueza financeira global. Levando-se em consideração o tamanho da dívida pública norte-americana e a “política do dólar forte”, que levou os EUA a elevarem as suas taxas de juros no final dos anos 1970, o dólar passou a desempenhar um papel explicitamente financeiro. Os títulos da dívida pública dos EUA, denominados em dólar, passaram a servir como ativos de rentabilidade primária e depois, com o desenvolvimento das inovações financeiras na década de 1980, a ser usados para lastrear os movimentos de securitização (PRATES, 2000).

Mas é a particularidade fiduciária do dólar o elemento fundamental de diferenciação entre o SMI erguido no pós-Bretton Woods e os SMIs experimentados anteriormente. Como afirma Teixeira (2000, p.9), há uma ruptura entre o dinheiro como manifestação abstrata da riqueza e uma mercadoria singular, o ouro, que lhe dava forma e expressão, de maneira que “as mudanças operadas na economia monetária internacional (...) dizem respeito a uma

² Como apontado por Robert Triffin, havia um limite prático para a acumulação de reservas quando os EUA se tornaram incapazes de manter sua paridade com o dólar. O paradoxo de Triffin diz que é impossível ter o dólar como fonte de liquidez global e fixar seu valor do dólar em termos de outra moeda quando existe uma economia em crescimento que requer uma expansão da liquidez internacional. Um corolário importante desse paradoxo é que a estabilidade do poder de compra da moeda de reserva internacional está ligada ao mecanismo de ajuste que elimina os desequilíbrios internacionais, o que tem pouca relação com a função da moeda internacional. Ver, Kregel (2010).

mudança na natureza do equivalente geral, que deixa de estar referido a qualquer mercadoria real e passa a ter existência exclusivamente fiduciária”.

É justamente nesse caráter fiduciário do dólar que reside a grande fonte de instabilidade do atual sistema monetário. Para Bergsten (2009), desde o fim do compromisso com o sistema de Bretton Woods, a predominância internacional do dólar passou a servir aos interesses nacionais dos EUA, de forma que, dados o seu papel global e o dinheiro estrangeiro que ele atrai para o País, permite aos norte-americanos viverem, nos dias atuais, *beyond their means*. Carneiro (2010, p.7) afirma que “a completa independência da política monetária dos EUA faz com que ela seja manejada em função de interesses puramente domésticos – mas com consequências importantes sobre o resto do mundo”. Muitos autores compartilham a visão de que a dominância do dólar confere um privilégio exorbitante aos EUA. Por exemplo,

[...] they argued that this automatic financing of US external deficits – since most international transactions are financing in dollar – means that the United States has little need to take global considerations into account in formulating its economic policies (BERGSTEN, 2009, p.3).

Isso possibilita à economia norte-americana a não se sujeitar a restrições de balanço de pagamento, impondo ao mundo a soberania do dólar (TEIXEIRA, 2000).

Esse caráter de autonomia política faz com que se introduzam instabilidades no sistema, visto que as dívidas resultantes dessa política independente praticada pelos EUA estão diretamente ligadas aos dois preços-chave da economia: a taxa de juros e a taxa de câmbio. Face a esta posição central da moeda norte-americana, variações nesses preços-chave se transmitem aos demais países periféricos.

Assim, a nova configuração do sistema monetário internacional, ancorada no dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, é marcado por uma instabilidade intensa, que resulta numa incerteza estrutural em relação à evolução dos preços-chave (taxa de câmbio e juros). Ao lado da natureza contemporânea da moeda-chave, principalmente sua dimensão fiduciária, e do caráter devedor líquido dos Estados Unidos, essa incerteza decorre, igualmente, das demais características do sistema, o seja, do regime de câmbio flutuante e da livre mobilidade de capitais (PRATES, 2002, p.79).

Fahri (1999) considera que a volatilidade das referidas taxas introduziu mudanças essenciais no comportamento dos agentes financeiros ao tornar imperativa a formação de expectativas sobre a evolução de curto prazo das principais variáveis financeiras para a condução normal das atividades econômicas. Assim, essa incerteza estrutural está na origem dos derivativos e das inovações financeiras posteriores à década de 1970. De acordo com a autora, portanto, a criação dos derivativos financeiros, muito diversificados e amplos, ocorreu a partir da busca por proteção contra a forte volatilidade das taxas de câmbio e de juros registrada desde a ruptura dos acordos de Bretton Woods.

Dessa forma, imprevisibilidades nos comportamentos das taxas de juros e de câmbio estão na essência da dinâmica do comportamento financeiro mundial e têm como consequência fundamental uma maior preferência pela liquidez dos agentes econômicos que atuam nos mercados monetário e financeiro internacional (PRATES, 2002; FERRARI-FILHO, 2010). Além desta característica especial concedida ao dólar como moeda de reserva internacional, é preciso enfatizar que essa mudança no comportamento dos agentes é também decorrência da dinâmica do sistema financeiro internacional contemporâneo, o qual se entende por globalização financeira e por predominância das finanças de mercado (PRATES, 2005).

Ao mesmo tempo em que o mundo via ruir o SMI de Bretton Woods, também via erguer uma nova e inédita dimensão da relação financeira internacional entre os países. Causa e consequência da crescente mobilidade internacional de capitais e da ampla e rápida liberalização financeira mundial, o processo de globalização financeira³ vem, desde seu início, alterando a dinâmica da economia global. Durante os anos de crise daquele sistema, foi-se criando espaços para o retorno a uma ordem liberal nas finanças internacionais, marcada pela expansão do capital financeiro nos espaços dos mercados globais, pelo enfraquecimento contínuo do poder regulatório estatal e pela recorrência de episódios de crises financeiras (CUNHA, 2009).

Mas, assim como lembra Carneiro (2010), mercados financeiros profundos e inserção significativa nas transações financeiras internacionais constituem requisitos indispensáveis para que uma moeda de reserva – o dólar – seja capaz de ancorar a riqueza global. Dessa forma, todas as reformas da nova ordem financeira mundial foram fatores fundamentais para a consolidação daquilo que Tavares (1997) logrou denominar de a “retomada da hegemonia americana”, que ocorreu através da reafirmação do dólar como moeda internacional.

A globalização veio acompanhada do Consenso de Washington, no qual três grupos de reformas garantiriam a saúde do sistema financeiro internacional: disciplina macroeconômica, economia de mercado e abertura mundial. Para Williansom (2002), esses três pilares são amplamente aceitos entre a grande maioria dos economistas como necessários para manter a ordem do funcionamento da economia global. Questionando o autor, Davidson (2003) não aceita a noção de que essas três reformas sejam necessárias para curar o sistema financeiro internacional, sugerindo, ao contrário e a partir das ideias de Keynes, que esta disciplina fiscal

³ A globalização financeira é o resultado da interação entre dois processos: em âmbito doméstico, da progressiva liberalização financeira e, em âmbito internacional, da crescente mobilidade de capitais (Carneiro, 1999).

revogada pelos economistas ortodoxos não evita a possibilidade de crises de balanço de pagamentos em transações correntes e nem produz um sistema global de pleno emprego. O autor afirma que adotar as reformas do Consenso de Washington, com ênfase na disciplina fiscal, na liberalização dos mercados financeiros e nas taxas de câmbio flutuantes competitivas trouxe sérios problemas tanto para países em desenvolvimento quanto para os países desenvolvidos.

Sendo assim, o colapso de Bretton Woods teve como consequência a desregulamentação universal dos sistemas financeiros – controles de câmbio foram eliminados, restrições de acesso ao mercado interno foram abolidas, controles quantitativos no crescimento do crédito foram eliminados – e a política monetária passou a ser conduzida predominantemente através da administração de taxas de juros de curto prazo. Assim, um amplo mercado global em instrumentos monetários foi criado (EATWELL; TAYLOR, 2000).

Porém, o surgimento desse mercado financeiro global,

[...] ao mesmo tempo que pode ser um estímulo ao desenvolvimento da atividade produtiva, ao tornar os ativos mais líquidos e, portanto, liberar o investidor da irreversibilidade do investimento, aumenta as oportunidades para o ganho especulativo, ampliando as possibilidades de obtenção de lucros sobre a variação do valor riqueza. (...) Em suma, em uma economia monetária da produção, a organização dos mercados financeiros precisa enfrentar um severo *trade-off* entre liquidez e investimento, que passa pelo efeito que a especulação pode causar sobre a estabilidade dos mercados (PAULA *et al*, 2000, p.14).

Dessa forma, e de acordo com Keynes (1985), uma economia monetária da produção é endogenamente instável, uma vez que a moeda muitas vezes é objeto de desejo de retenção pelos agentes econômicos. Então, de acordo com Paula *et al*, a globalização representa um dilema: ela aumenta as oportunidades de financiamento do investimento com a diversificação dos instrumentos financeiros, ao mesmo tempo que pode resultar em efeitos econômicos negativos, gerando, assim, um colapso nas decisões de investimento, pois pode se configurar – dependendo da psicologia dos agentes econômicos – como uma situação na qual a especulação seja mais atrativa do que o investimento. Quando isso acontece ocorre a situação descrita por Keynes (1985), na qual a produção fica refém da especulação, e as decisões na economia se tornam resultado de um cassino. Na ausência de um *global maker*, situações de insegurança levam a uma condição em que agentes econômicos, mesmo agindo racionalmente, produzem um resultado de insuficiência de demanda efetiva e, por consequência, quedas no emprego e na atividade produtiva.

Confirmando essa ideia, Eatwell e Taylor (2000) afirmam que o novo SMI, criado pela liberalização financeira, é caracterizado pela existência de capital de alta liquidez

comercializado em enormes volumes em mercados cada vez mais complexos. A escala e a velocidade desses fluxos têm produzido uma sucessão de grandes crises financeiras⁴, que parecem estar ocorrendo com uma grande frequência. Essas crises, tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, revelaram duas características importantes do novo SMI: primeiro, ele é altamente volátil, com taxas de câmbio, taxas de juros e preços de ativos sujeitos tanto a grandes flutuações de curto prazo quanto a oscilações de longo prazo; e, segundo, é suscetível a contágio quando tremores financeiros se espalham do seu epicentro para países e mercados que têm aparentemente pouca conexão com o problema inicial. Volatilidade, contágio e incerteza associados à liberalização dos mercados financeiros não apenas impõem choques de curto prazo na economia real dos países e regiões afetados, mas, de fato, levam a mudanças na tendência da performance por incluir mudanças nos comportamentos tanto do setor público quanto do setor privado.

Expostas a evolução e as características do atual SMI, podemos analisar de que forma as suas inconsistências foram deflagradas na recente crise financeira internacional e entender, a partir das suas raízes e da evolução do processo de globalização financeira, como se consolidaram os sintomas da chamada crise do *subprime*.

2.2 O CENÁRIO PRÉ-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SUAS ORIGENS

Dentro da lógica exposta anteriormente, da supremacia dos mercados frente ao Estado, a partir de 1980 instaura-se a era das finanças globalizadas. Aliado à configuração do atual SMI, vivenciamos hoje um capitalismo cunhado por Minsky (1996) como, *money manager capitalism*. Esse refere-se ao tipo de capitalismo dominado por fundos de investimento de grande dimensão, altamente alavancados, cujo único objetivo é maximizar os lucros.

Essa nova era foi marcada por uma busca exacerbada dos lucros financeiros, apoiadas no desenvolvimento colossal de inovações tecnológicas, que aliadas à disciplina de mercado a qual a economia estava sendo imposta, resultou em uma configuração inédita do sistema financeiro. Para Mollo (2008), como resultado, tem-se um crescimento veloz e amplo das inovações financeiras, dos processos de duplicação e multiplicação de dívidas com os

⁴ A década de 1990 viu eclodir diversas crises cambiais e financeiras, entre elas a crise mexicana de 1994, a crise asiática de 1997-98, a crise russa de 1998 e a crise do Brasil, em 1999.

derivativos, as securitizações de créditos e os produtos financeiros estruturados, ampliando a massa mundial de ativos financeiros relativamente aos produtivos.

É importante ilustrar que essas medidas tiveram respaldo em medidas institucionais, sendo para Skidelsky (2009) três delas essenciais a destacar para se entender o processo de alavancagem financeira que o mundo presenciou na crise financeira internacional: (i) a revogação, em 1999, do Ato *American Glass-Steagell*, (ii) decisões do governo Clinton de não regular os *Credit Default Swaps* e (iii) a decisão, de 2004, de permitir que as instituições financeiras elevassem seus graus de alavancagem de 10,0% para 30,0%, acreditando que as definições de regulação do sistema expostas em Basileia I e Basileia II seriam suficientes para garantir a saúde do sistema financeiro.

O Ato *Glass-Steagell* foi decretado após a crise de 1929, que, por ter se configurado em uma crise bancária, gerou repercussões importantes para a configuração da regulação do sistema financeiro norte-americano. O Ato inaugurou a separação entre as funções emprestar e investir, causando uma divisão no sistema financeiro entre bancos comerciais e bancos de investimento. Uma regulação mais forte era uma reação compreensível ao desastre financeiro que foi a Grande Depressão, mas à medida que a memória desse episódio foi diminuindo, as vantagens dos mercados financeiros liberalizados e de se encorajar as inovações financeiras foram ganhando mais espaço nas discussões de políticas (EICHENGREEN, 2008). Então, à medida que o mercado passou a atuar em um ambiente cada vez mais desregulamentado, os limites entre as áreas bancárias e financeiras começaram a ficar opacos, de forma que as críticas ao modelo culminaram na sua revogação, em 1999 (SADDI, 2010).

O acordo de Basileia I foi assinado em 1988 e tinha como principal objetivo nivelar as condições de concorrência por meio da introdução de padrões uniformes de adequação de capital para os bancos que operam em mercados internacionais. O acordo estabelecia que os supervisores nacionais deveriam ordenar que os bancos internacionais, ativos, mantivessem capital líquido na proporção de 8,0% de seus ativos, ponderados pelo risco (CARVALHO, KREGEL, 2009). Os principais objetivos deste acordo de Basileia eram melhorar a solidez e a estabilidade dos ativos financeiros e equilibrar as condições de concorrência no sistema bancário internacional (WRAY, 2006). Mas, para Guttman (2006), Basileia I, além de induzir uma piora progressiva na alocação de capital, também ofereceu sinais falsos a respeito da solidez dos bancos.

Assim, a partir das lacunas do acordo de Basileia I, publicou-se, em junho de 2004, as novas regras do Comitê da Basileia, expressas no novo acordo de Basileia, que acabou,

doravante, sendo chamado de Basileia II. Carvalho e Kregel (2009) enfatizam a complexidade do novo acordo, que, além de estabelecer distintas exigências para o capital e para classes diferentes de bancos, também controla a ação dos supervisores e define exigências para a divulgação de informações. Os autores definem Basileia II como dependente de três pilares: (i) coeficiente de capital baseado em risco, (ii) revisão dos supervisores e (iii) disciplina de mercado. Ainda segundo os autores, Basileia II é a culminância do enfoque da visão de que os sistemas financeiros são estáveis e a regulação um inconveniente. Para os autores, a crise atual “(...) sinaliza o fracasso do Acordo de Basileia II mesmo antes de sua adoção em escala mundial.” (CARVALHO, KREGEL, 2009, p. 22).

É nesse quadro de desregulamentação financeira que se instaura a crise financeira internacional. Dentro desse cenário, a primeira tentativa de se entender a maior crise financeira desde a crise dos anos 1930 foi olhar para os erros que culminaram nessa crise bancária – forma de expressão da crise: as falhas dos bancos em administrar os novos riscos decorrentes das inovações financeiras. Atenção especial foi dada ao mercado *subprime*, como sendo a origem dos “ativos tóxicos”, que dominaram os balanços dos bancos (SKIDELSKY, 2008). Mas como isso foi possível de ocorrer?

Dentro da lógica do *money manager capitalism*, de competição exacerbada por lucros e da desregulamentação financeira, estava inserido o mercado *subprime*, o “vilão” da recente crise financeira internacional, datada por alguns autores de 18 de setembro de 2008, com a falência da financeira do Lehman Brothers. Esse mercado é composto por tomadores de empréstimos que não têm emprego fixo, fonte de renda confiável ou bens para oferecer em garantia. Assim sendo, “[a]s hipotecas desses tomadores são consideradas de maior risco de inadimplência por não preencherem as condições de garantia estabelecidas pelas GSEs (*Government Sponsored Enterprise*)” (CARVALHO; KREGEL, 2009, p.14). Além disso, os autores lembram que existe um incentivo para aumentar esse tipo de empréstimo, uma vez que os bancos podem cobrar juros mais altos sobre eles, por serem classificados como mais arriscados. Esses participantes do mercado são identificados como NINJAS: *No Income, No Job, No Assets*.

Apoiado em um crescimento estável da economia norte-americana, a partir da queda das taxas de juros praticadas pelo *Federal Reserve Bank* (FED) no pós-crise da *internet* em 2000, a chamada crise “*dot-com*”, estabeleceu-se uma situação na qual as instituições financeiras na década de 1990 sofriam uma combinação, muito complexa, de fortes pressões competitivas para elevar seus lucros, com uma postura mais competitiva para que

participassem de um ambiente com taxas de juros relativamente baixas. Dessa forma, a solução encontrada pelas empresas foi criar novas práticas e novos instrumentos de crédito, ou seja, introduzir inovações financeiras. Inovações financeiras precisam ser entendidas não apenas como meios para explorar novas possibilidades do mercado, mas, também, como uma maneira de evitar regulamentos e o controle dos supervisores (CARVALHO; KREGEL, 2009).

A busca pelos agentes NINJAs foi um reflexo do crescimento da busca do lucro e teve como instrumento de alcance as inovações financeiras. Emprestadores privados de hipotecas, depois de terem exaurido a demanda da classe média por casas, começaram a procurar o mercado *subprime*. Estes tomadores foram seduzidos por taxas provocativas e por uma ilusão de empréstimo de baixo risco – dada a boa condição da economia norte-americana. Através da criação de derivativos, securitização e alavacagem, permitiu-se, ao contrário do que essas inovações se propunham, diluir o risco no sistema econômico. Nessa lógica, toda a economia foi alavancada, o que possibilitou que esses recursos financeiros *subprime* fossem criados. Cornford (2006, p.61) define securitização como sendo

[...] a transferência completa ou parcial dos riscos de ativos do balanço de um banco para investidores externos, em geral através do estabelecimento de uma entidade de propósito especial que recebe os ativos em questão e então emite títulos contra tais ativos. Os títulos emitidos para investidores são frequentemente dividido em faixas que possuem níveis crescentes de risco e correspondentemente, taxas de retorno mais elevadas, uma vez que faixas de mais baixo risco têm prioridade na alocação de fluxos de caixa proveniente dos ativos securitizados subjacentes.

O autor enfatiza, ainda, que as técnicas utilizadas e as condições asseguradas à securitização foram objeto de substancial desenvolvimento e inovações nos últimos tempos. Dessa forma, os períodos mais recentes mostraram que durante períodos de estresse financeiro, como o período da crise, algumas formas de securitização puderam ser descontinuadas, incubindo em efeitos sérios para a liquidez e para o fluxo de caixa dos bancos que dependem desse negócio. Para Ferrari Filho e Paula (2009), a securitização, que deveria servir para diluir os riscos, na prática funcionou como um mecanismo para esconder os riscos, criando instrumentos financeiros que não foram devidamente regulados pelas autoridades.

Como foi dito anteriormente, para Fahri (1999) a criação e a enorme expansão de mercados de derivativos financeiros, muito diversificados e amplos, ocorreu a partir da busca por proteção contra a forte volatilidade das taxas de câmbio e de juro, registrada desde a ruptura dos acordos de Bretton Woods. O mercado de derivativos permitiu aos agentes a cobertura dos seus riscos financeiros para transferi-los a outros agentes. A autora interpreta os derivativos da seguinte forma:

Devido à gestão integrada das carteiras financeiras que leva os mesmos agentes a assumirem riscos em determinados períodos e a cobri-los em outros, a clássica distinção entre agentes com aversão aos riscos, agentes neutros diante deles e agentes com propensão a assumi-los perdeu muito de seu poder explicativo. Eventuais diferenças nos graus de aversão aos riscos manifestam-se na frequência com que alguns buscam cobrir suas posições e no grau de alavancagem que estão dispostos a empregar. Nos mercados de derivativos, agentes com aversão aos riscos são os que, no momento, desejam cobrir suas posições em função de expectativas de preços desfavoráveis. Assumem a contraparte de suas operações os agentes que têm expectativas opostas (para cobrir riscos opostos ou para assumir novos riscos nos mercados de derivativos) (FAHRI, 1999, p.19).

Dada a forte concorrência entre os gerentes de recursos, concorrência esta que os leva a buscar uma rentabilidade máxima ignorando os riscos existentes em um contrato, o uso de mecanismos de alavancagem nos fundos de investimento disseminou-se rapidamente. A utilização desses mecanismos é máxima em períodos de normalidade dos preços dos ativos e se reduz, bastante, nos momentos de crise. Ainda para Fahri (1999),

[...] a avaliação do grau de alavancagem de uma carteira é complexa. É possível alavancar-se uma carteira lançando mão de derivativos, instrumentos que já embutem a alavancagem em seus mecanismos. Nesse caso, uma carteira especulativa, mas não alavancada, será a que tem posição líquida em contratos de derivativos de um valor nocional igual ou inferior a seu patrimônio líquido. Uma carteira especulativa alavancada somente com derivativos terá uma posição nocional líquida muito superior à de seu patrimônio, correndo o risco de sofrer prejuízos igualmente superiores a ele (FARHI, 1999, p.13).

Essas inovações financeiras permitiram que, em 2006, mais da metade das novas hipotecas emitidas fossem do tipo *subprime* e isso gerou um grande *boom* imobiliário que foi construído na securitização – prática antiga, mas que foi ampliada pelas mudanças institucionais, no sistema financeiro, citadas anteriormente. Com a securitização o risco associado às hipotecas *subprime* podia ser largamente espalhado (SKIDELSKY, 2009).

Para fornecer os empréstimos usou-se modelos matemáticos alimentados com séries quantitativas que apontavam, *ceteris paribus*, para o sucesso do empréstimo (CARVALHO, 2008). Bancos comerciais, bancos de investimento e fundos *hedge* foram encorajados a usar maior alavancagem e suas contrapartes foram encorajadas a fornecê-la através do desenvolvimento de métodos matemáticos para quantificar e cobrir os riscos. Esses modelos encorajaram os participantes do mercado a acreditar que a alavancagem adicional era segura, uma vez que agora eles possuíam técnicas avançadas para administrá-la. O grande problema foi que esses modelos eram estimados com base em dados de períodos de baixa volatilidade e, tipicamente, de intervalos relativamente curtos, pois os instrumentos, através dos quais os retornos estavam sendo modelados, existiam há pouquíssimo tempo (EICHENGREEN, 2008).

A grande limitação desses modelos, principalmente em momentos adversos como o da atual crise, é a tentativa de transformar a incerteza em riscos mensuráveis e probabilísticos, enquanto a incerteza vem, de fato, da percepção de que o ambiente econômico é possível de mutação, resultando em cálculos que nem sempre apresentam resultados relevantes (MENDONÇA, 2008). Por isso, disfarçou-se o risco das hipotecas *subprime* via securitização. Esta prática de distribuir os pagamentos e combiná-los com novos instrumentos sintéticos atingiu o ponto no qual nem o vendedor nem o comprador de uma *security* tinham noção do risco que estavam incorrendo (DYMSKY, 2008).

A situação começou a mudar quando essas hipotecas, contraídas a taxas de juros flexíveis, começaram a ter suas taxas de juros reajustadas. De acordo com Skidelsky (2009), em 2005-06 dois golpes acertaram o mercado imobiliário: (i) o aumento no custo dos empréstimos e (ii) uma desaceleração nos preços das casas. Entre junho de 2004 e julho de 2006 o FED, buscando diminuir a inflação e retornar as taxas de juros de curto prazo a um nível normal, elevou as taxas dos fundos federais de 1,0% para 5,25% e a manteve neste patamar até agosto de 2007. Os preços imobiliários nos EUA caíram 26,6% entre 2006, e 2008 e em agosto de 2007 16,0% das hipotecas *subprime* com taxas de juros ajustáveis deram *default*. O calote foi inevitável.

Essas perdas do *subprime* atingiram diretamente os bancos, demolindo seus modelos de riscos. À medida que a inadimplência nesse setor foi crescendo, ela contagiava os outros setores da economia norte-americana e, posteriormente, o sistema financeiro global como um todo. A percepção da insolvência dos NINJAs fez com que os financiadores reconsiderassem suas decisões de aplicar nesse segmento, diminuindo sua oferta de crédito. Ao mesmo tempo, as pessoas com títulos parecidos com esses começaram a tentar repassá-los; porém, não conseguiam compradores, o que ocasionou uma redução considerável desses papéis e, os bancos, ao verem suas receitas caírem, vertiginosamente, se tornaram incapazes de arcar com suas despesas (CARVALHO, 2008).

À medida que esta insegurança se espalhou na economia, criou-se uma situação de insolvência, pois os agentes econômicos não conseguiam cumprir seus compromissos, e também de iliquidez, pois estes mesmos agentes, desconfiados, não estavam dispostos a emitir novos títulos. Isso causou a falência de diversos bancos e financeiras e quase todas as instituições tiveram seu capital reduzido. O fato trouxe à tona a evidência de que se configurou na esfera financeira da economia, nos últimos anos, o chamado *shadow banking system*. Esse sistema bancário sombra “inclui o leque de instituições envolvidas com

empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais” (CINTRA *et al*, 2008, p.24).

A partir de então, e através de toda desregulamentação evidenciada, a crise deixou de ser específica do mercado *subprime* e passou a atingir não só outros setores da economia norte-americana, mas, também, países do resto do mundo, configurando, assim, em uma crise financeira internacional.

Mas é importante salientar que, na medida em que a crise se espalhou para a economia e que os agentes econômicos tiveram consciência da sua gravidade, estes se sentiram inseguros e o resultado foi uma interrupção do crédito. Algumas instituições se retraíram por incapacidade de emprestar, enquanto outras se retraíram por desconfiança. Dessa forma, a economia real passou a esfriar e o desemprego cresceu.

2.3 DESDOBRAMENTOS DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Não é demais ressaltar que a crise é resultado, sobretudo, da globalização financeira, pois essa criou um mercado financeiro global e exacerbou o fluxo de capitais entre os países. Como afirmam Ferrari Filho e Paula (2009), a crise acabou por expressar todas as contradições desse processo: o fim de Bretton Woods e o papel do dólar como moeda internacional, a globalização financeira e a liberdade dos capitais e, por fim e resultante, a desregulamentação das finanças. Isto pois,

[...] esse processo de globalização financeira (...) acaba, por sua vez, diante de um quadro em que inexistem regras monetário-financeiras e cambiais estabilizantes, e os instrumentos tradicionais de política macroeconômicas tornam-se crescentemente insuficientes para conter os colapsos financeiros (e cambiais) em nível mundial, resultado em crises de demanda efetiva (FERRARI FILHO; PAULA, 2009, p.2).

Portanto, os efeitos de uma crise financeira internacional se fazem sentir na esfera real da economia.

Esta foi a primeira crise financeira global desde a Grande Depressão. Através de várias fases, sua dimensão foi sem precedentes em âmbito e ferocidade, apresentando diversos canais de transmissão. Para ilustrar a dimensão desta crise, tanto na esfera financeira quanto na esfera real da economia, Blanchard (2009) escreveu:

In normal recessions, however disruptive they are to businesses and jobs, things turn around predictably. The current global recession is far from normal. Usually, to fight a recession, the central bank lowers interest rates, which results in

increased demand and output. People resume buying durable goods such as appliances and cars. Firms start delayed investment projects. Often, an exchange rate depreciation gives a boost to exports by making them cheaper. The lower-than-normal growth during the recession gives way to higher-than-normal growth for some time, until the economy has returned to its normal growth path. But the world is not in a run-of-the-mill recession. The turnaround will not be simple. The crisis has left deep scars, which will affect both supply and demand for many years to come (BLANCHARD, 2009, p.1)

Também se evidencia a maneira com a qual a crise se configurou em um pânico nas economias quando, na semana da falência da financeira do Lehman Brothers, o presidente do FED, Ben Bernanke, pronunciou: *“without a comprehensive bailout plan we may not have an economy on Monday”*.

Uma característica peculiar a esta crise foi o seu grau e sua velocidade de propagação global, o que ocorreu através de diversas fases e diferentes mecanismos amplificadores. Claessens *et al* (2010) fazem uma breve resenha dessa crise, através de três fases pontuais. A primeira fase ocorreu através da exposição direta. Essa foi limitada aos bancos que possuíam exposição direta ao mercado norte-americano e afetou um número selecionado de mercados financeiros. Através do relacionamento direto com os ativos do mercado *subprime* o problema rapidamente alcançou os bancos europeus, incluindo Alemanha e França, causando rompimento de liquidez e também vulnerabilidade nos mercados imobiliários de outros países, principalmente no Reino Unido.

Na fase seguinte, a crise teve seu transbordamento através dos mercados de ativos. Isso aconteceu via escassez de liquidez, congelamento do mercado de crédito e declínio nos preços das ações, assim como por flutuações nas taxas de câmbio. Como consequência, houve diversas políticas praticadas pelas AM destinadas a restabelecer a liquidez. Os autores supracitados acentuam o fato de que essas foram políticas sem precedentes. Porém, essas injeções de liquidez tiveram vida curta e, em geral, as respostas às políticas se mostraram incapazes de impedir a turbulência financeira e evitar que esta tivesse impactos na economia real, pois a situação se desenvolveu de forma bastante rápida. Dessa forma, estes esforços não conseguiram evitar um colapso quase total da credibilidade do mercado e da confiança dos agentes na economia.

Por fim, a terceira etapa da crise ocorreu a partir da quebra de uma das principais instituições financeiras norte-americanas: o gigante Lehman Brothers. Após esse fato gerou-se uma grande preocupação com relação à solvência dos bancos e das instituições financeiras. Isso fez com que, em outubro de 2008, as inquietações quanto à solvência daqueles afetassem sistematicamente importantes instituições financeiras, ocasionando vendas massivas de ativos e colocando a economia à beira de um colapso financeiro. Portanto, nessa fase, as

preocupações com liquidez deram espaço às preocupações com solvência, tendo como pano de fundo um sistema financeiro altamente alavancado. À medida que muitos dos seus ativos se mostraram tóxicos, o sistema financeiro ficou vulnerável a um rápido ciclo de desalavancagem e venda forçada de ativos.

O fim da confiança no mercado e a erosão da esperança requisitaram a intervenção das AM, tanto para restaurar esta confiança no sistema financeiro quanto para conter os efeitos negativos da crise sobre a economia real. Como os preços dos ativos caíram em todos os mercados, os riscos de falhas institucionais em cascata e de que a recessão se configurasse em uma depressão, acabaram marcando uma transição atrasada de preocupações de liquidez para preocupações de solvência e para a necessidade de recapitalização rápida e substancial por parte dos governos (CLAESSENS *et al*, 2010).

O FED passou a agir agressivamente à crise desde a sua emergência, no verão de 2007. Ao tomar estas medidas, buscou-se tanto amortecer os efeitos diretos da turbulência financeira na economia quanto reduzir a virulência do efeito de retro-alimentação, no qual a fraqueza econômica e o estresse financeiro se reforçam mutuamente (Bernanke, 2009). Estando no centro da crise, os EUA foram o primeiro país a lançar o pacote de resgate econômico. O *bailout* inicial veio no dia 25 de setembro de 2008. Conhecido como Plano Paulson ou TARP (*Troubled Asset Relief Program*), correspondeu a US\$ 700,0 bilhões, seguido da promessa de mais US\$ 600,0 bilhões para o mesmo fim, qual seja, a compra de dívidas relacionadas a hipotecas e ativos, e outros US\$ 200,0 bilhões para a aquisição de ativos ligados à dívida de consumidores. A partir disso, diversas outras medidas foram sendo apresentadas aos norte-americanos. Ainda nos dias de hoje, quase três anos após a eclosão da crise, o presidente Obama injetou US\$ 600,0 bilhões na economia norte-americana, na esperança de aquecer o setor produtivo do País.

Também na Inglaterra, em 17 de setembro, o Lloyds TSB anunciou um pacote de £ 12,0 bilhões para a aquisição do HBOS, com medo de que ele entrasse em processo de falência; em 29/09/2008, Bradford e Bingley foram nacionalizados com um custo de £ 41,3 bilhões; e em 8/10/2008, o governo britânico anunciou um pacote de £ 37,0 bilhões para comprar ações preferenciais.

Em resposta à crise, os líderes dos 27 países da União Europeia concordaram em tomaras medidas necessárias para garantir a estabilidade do seu sistema financeiro, na *ECOFIN Council*, em outubro de 2008. Inicialmente, o suporte público focou o passivo do balanço patrimonial dos bancos que consistia em (i) garantias governamentais para

empréstimos interbancários e novas dívidas emitidas pelos bancos, (ii) recapitalização das instituições financeiras em dificuldade, através de injeções de capital governamental e nacionalização destas, em caso de última necessidade, e (iii) aumento da cobertura dos seguros de depósitos (BCE, 2010). Esse acordo disponibilizaria às instituições financeiras US\$ 2,5 trilhões.

Assim, inúmeras ações foram tomadas por *policymakers* de todo o mundo para impedir o avanço da crise financeira. Ferrari-Filho (2010) enfatiza o fato de que a recessão esperada para 2009 seria ainda pior caso não tivessem ocorrido as ações das AM, tanto dos países do G-7, quanto dos países em desenvolvimento: essas entidades tiveram um papel ativo em mitigar o impacto da crise financeira internacional na esfera produtiva da economia.

Mas não apenas pacotes financeiros e injeções de liquidez foram usados para amenizar os efeitos devastadores da crise. A taxa de juros é a resposta clássica dos governos para uma queda na economia, e, neste sentido, os EUA, países da Zona do Euro, Inglaterra, Japão, China e Índia, entre outros, buscaram cortes nas taxas de juros para tentar aquecer a economia. Mas, de acordo com Keynes (1985), essa ferramenta tem suas limitações: o investimento é determinado não apenas pela taxa de juros, mas também pela rentabilidade e, se a queda na rentabilidade esperada do investimento é maior do que a queda nas taxas de juros, o empréstimo não vai ocorrer: *“it only slowly became clear that the crisis had turned from a lending crisis into a spending crisis: even though money was becoming cheaper, people weren't borrowing”* (SKIDELSKY, 2009, p. 18).

Assim, na medida em que, como visto em Blanchard (2009) na citação acima, a crise se apresentava como “incomum”, ferramentas clássicas não foram o bastante para contorná-la. Uma vez que mudanças na taxa de juros não se mostraram suficientes para acalmar o estresse da economia, foram necessários estímulos mais diretos: incentivos fiscais e pacotes de investimentos. Como exemplo, nos EUA, Obama gastou uma soma de US\$ 787,0 bilhões em um pacote que incluía corte de impostos, gastos com infraestrutura, investimento em energia, gastos emergenciais com desempregados, saúde e alimentação, entre outros. Ao mesmo tempo, a China, em dezembro de 2008, gastou US\$ 586,0 bilhões em projetos de infraestrutura, seguido também por Alemanha, França, Reino Unido e Japão. No Brasil, houve incentivos diretos nos cortes de impostos da indústria automobilística, de bens de consumos duráveis, assim como investimento público em infraestrutura.

Essa crise apresentou duas dimensões inéditas: a primeira foi o fato de ter tido sua origem no centro do sistema financeiro global, e a outra o fato de ter consistido em uma

mudança na postura dos governos, que priorizaram, através de medidas anticíclicas, a sustentação da atividade econômica (CUNHA, 2008).

Eichengreen e O'Rourke (2009) apresentaram um paralelo entre a Grande Depressão de 1929-33 e a crise atual, chamada pelos autores de Grande Recessão. Para eles, o mundo entrou, em 2007-08, em um choque tão grande quanto o da Grande Depressão; porém, justificam que as respostas, de políticas, oferecidas pelas AM foram fundamentais para que a economia não entrasse em uma depressão tão ou mais severa do que a vivida no início do século.

Para Skidelsky (2009) a atual recessão não vai ser tão longa e nem tão profunda quanto à da década de 1930 porque, agora, “*we have Keynes*”. Durante a Grande Depressão, a teoria clássica era o único suporte intelectual com o qual os, então, desorientados *policymakers* podiam contar: naquela época esses governos fizeram esforços heróicos para equilibrar seus balanços, permitiram aos bancos falir e às famílias negligenciarem suas hipotecas e ficaram presos ao padrão-ouro, o que manteve as taxas de juros altas durante os dois primeiros anos da grande queda. Mas, hoje, afirma o autor, o clima intelectual é diferente, o estímulo que foi colocado em ação vai impedir outra Grande Depressão: “*the financial system will be cleaned up, and money will become very cheap, but the collapse of confidence will continue to depress new investment for years ahead*” (SKIDELSKY, 2009, p.15).

Outra consequência importante trazida pela crise foi o questionamento da ideia de *decoupling* das economias emergentes, isto é, da noção de que esses países seriam capazes de sustentar sua dinâmica de crescimento e ficarem imunes ao contágio da crise. Apesar de muitos desses países emergentes terem se saído melhor na crise do que os países desenvolvidos, eles, também, viram suas economias interromperem um ciclo de crescimento.

Inicialmente, o fato de a crise internacional estar restrita aos países desenvolvidos, e ser a situação fiscal e externa dos países emergentes confortável, um número grande de analistas e formuladores de política econômica passou a acreditar na hipótese de descolamento dos países emergentes. Mas, no momento mais agudo da crise, seu efeito contágio atingiu todas as moedas emergentes de forma indiscriminada, independentemente dos seus “fundamentos” macroeconômicos.

No decorrer de 2009, as trajetórias das taxas de câmbio, o raio de manobra e a eficácia das políticas anticíclicas foram condicionados pela situação do balanço de pagamentos em transações correntes e às contas públicas dos países, assim como à proporção do

endividamento externo e doméstico em moeda estrangeira (PRATES, 2010). Assim, a autora ilustra que, considerando uma extensa amostra incluindo economias emergentes e avançadas, realizada no último trimestre de 2008, as moedas dos países emergentes depreciaram, em média, 9,9% frente ao dólar, enquanto o valor da depreciação para os países avançados foi de 12,7%.

Outro estudo, realizado por Ferrari-Filho (2010b), também mostrou como alguns países emergentes da América Latina (Argentina, Brasil, Chile e Venezuela) não ficaram à deriva nesse processo. Os fluxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) para estes países declinaram substancialmente: Argentina (50,0%), Brasil (42,0%), Chile (16,0%) e Venezuela (986,0%). Com relação às exportações e importações, que vinham crescendo ano após ano de 2003 até 2008, ambas apresentaram queda em 2009, em todos os países analisados. Ainda, o preço das *commodities* minerais e agrícolas que havia atingido seu ápice no segundo e terceiro trimestre de 2008, respectivamente, entrou em processo de queda no quarto trimestre de 2008, só se recuperando no último trimestre de 2009.

2.4 LIÇÕES DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

A história econômica mostra que oportunidades para uma verdadeira reforma do sistema financeiro são sempre de curta duração. Esses momentos podem ser facilmente perdidos, pois o regresso aos tempos melhores pode levar a complacência. O desejo de poupar as próximas gerações da dor e da perda causadas por uma crise financeira exige mais do que, apenas, aprender as suas lições, exige, sim, que atitudes sejam tomadas em relação a elas (TARULLO, 2009).

À medida que foi se desenrolando – e se agravando – a crise financeira internacional também foi produzindo uma confluência entre as ideias dos economistas, de forma que uma das principais lições da crise foi a percepção da insuficiência das ideias do *mainstream* econômico para lidar com as instabilidades do mercado financeiro. Os princípios dominantes na teoria econômica no pré-crise não conseguiram impedir a ocorrência de tamanha turbulência, menos, ainda, evitar que uma falha localizada se convertesse no maior pânico financeiro global desde a crise de 1929.

Desta forma, a primeira lição que podemos tirar da crise, é que os mercados financeiros não são eficientes, não se auto-regulam, nem se auto-equilibram. Corroborando com o dito anteriormente Greenspan (2008) admite que, os reguladores pareciam pensar que os mercados são naturalmente estáveis e que a especulação é fundamentalmente inofensiva, sendo apenas uma das peças de um sistema financeiro moderno e eficiente. Sendo assim, a “mão invisível” deveria ser suficiente para garantir que excessos não acontecessem, operando de forma eficiente, exceto pelos lamentáveis choques que ocorrem ocasionalmente (CARVALHO; KREGEL, 2008). Colander (2009) aponta ser notável a limitação dos modelos macroeconômicos atuais: modelos no quais o “estado estacionário” é perturbado por choques externos e que negligenciam a dinâmica “*boom-and-bust*” recorrente e intrínseca do nosso sistema econômico.

A insatisfação com o “*mainstream economics*” abalou a teoria econômica. Há tempos economistas heterodoxos produzem trabalhos que questionam a teoria da eficiência dos mercados financeiros. A grande diferença nessa crise foi que *insiders* passaram a explicitar estas críticas da teoria não-convencional, reconhecendo que “a construção de modelos matemáticos e estatísticos com microfundamentos baseados nas hipóteses de expectativas racionais e no individualismo metodológico (...) conduziu a um estreitamento do campo analítico, e mais importante, normativo” (CUNHA, 2008, p.12). A diversidade de modelos deu lugar a um “falso consenso derivado da sabedoria convencional” (CUNHA, 2008, p.12). Uma visão compartilhada tanto pelos heterodoxos quanto pelos críticos dentro do *mainstream* é que a macroeconomia contemporânea tem, sistematicamente, negligenciado importantes conhecimentos e ideias que foram amplamente entendidos por gerações anteriores dos economistas (FRENKEL; RAPETTI, 2009).

Dessa forma, Rodrik (2008), entre outros diversos autores, passa a debater o papel dos economistas na crise, pois eles tornaram-se, excessivamente, confiantes nos seus modelos do momento: mercados são eficientes, inovações financeiras transferem riscos àqueles que são capazes de enfrentá-los, auto-regulação funciona melhor e a intervenção do governo é ineficaz e prejudicial.

Skidelsky (2009) mostra que existe, na busca de se aprender como evitar outro episódio dessa magnitude, um jogo de culpa entre os agentes econômicos de forma a encontrar as falhas da regulação que implodiram na crise. Porém, para o autor, a grande vilã da crise foi a falha intelectual da profissão “economista”. Assim, para entender tal falha faz-se necessário ir além do jogo de culpa (“*blame game*”). Na sua raiz não estão as falhas de

competência, mas as falhas de ideias. Não se pode culpar os banqueiros, as agências de classificação de risco, os fundos *hedge*, os bancos centrais, os reguladores nem os governos. Todos eles agiram da melhor forma possível, dentro do que eles aceitavam como verdade absoluta. Nas palavras dele:

When anything goes badly wrong, our first instinct is to blame those in charge – in this case, bankers, credit agencies, regulators, central bankers and governments. We turn to blame the ideas only when becomes obvious that those in charge were not exceptionally venal, greedy or incompetent, but were acting on what they believed to be sound principles: Banks are relying on risk-management systems they believed to be robust, governments in relying on markets they believed to be stable, investors in believing what the experts told them. In other words, our first reaction to crisis is scapegoating; it is only by delving deeper into the sources of the mistakes that the finger can be pointed to the system of ideas which gave rise to them (SKIDELSKY, 2009, p.22).

Logo, a crise ensinou que os mercados, especialmente os financeiros, não são auto-reguláveis, auto-equilibrantes e nem estáveis.

A segunda lição é, conseqüentemente, a de que existe – e deve existir – espaço para a regulação do sistema econômico. Se existe um consenso de que é preciso regular o sistema econômico, esse mesmo consenso não se estende à forma como a moldura para esta regulação deve ser estruturada. A partir disso, constata-se que os mercados financeiros são intrinsecamente instáveis, e que as crises são, então, resultados endógenos ao processo de financeirização da economia.

O reconhecimento da capacidade limitada da regulação e supervisão financeira ocorre pelo fato de a dinâmica concorrencial bancária promover uma subestimação dos riscos e uma busca por formas de se contornar os limites impostos pela regulamentação (PRATES *et al*, 2008). Portanto, “a redefinição do modelo de regulação atualmente vigente é, sem dúvida, um subproduto esperado e necessário desta crise” (SOBREIRA, 2008, p.38).

Com um modelo que enfatiza que economias de mercado desreguladas não são sistemas dinamicamente estáveis que convergem para um equilíbrio de pleno emprego, mas, sim, sistemas que são em sua natureza cíclicos de forma que crises não são consideradas exóticas, Minsky passa a ser o nome da recente crise financeira internacional, qualificada por alguns como “Momento Minsky”. Para o economista, ciclos de longa estabilidade conduzem, inevitavelmente, à instabilidade. Isso ocorre porque, em tempos de prosperidade econômica, os agentes econômicos tendem a tomar decisões essencialmente especulativas, pois a tranquilidade do estado de pleno emprego gradualmente leva a uma diminuição da percepção de risco e a um aumento das expectativas favoráveis quanto ao futuro. Dessa forma, a economia passa, aos poucos, de uma configuração de *portfólio* que antes era

predominantemente *hedge*, para uma situação especulativa e, no extremo, *Ponzi*. A estabilidade acaba por induzir um aumento endógeno na fragilidade financeira potencial e esta oferece um terreno fértil para a instabilidade financeira, levando a processos de deflação da dívida e desabrochamento de uma crise minskiana (KREGEL, 2010).

O importante é que, nesta visão, a crise é construída dentro do próprio sistema financeiro e é inevitável em economias financeiras. Sendo assim, Kregel (2010) afirma que entender esse processo não requer só uma análise dos instrumentos financeiros implicados na crise, mas, também, uma análise da evolução do sistema financeiro norte-americano, desde sua implementação e, claro, da deterioração da legislação *Glass- Steagall New Deal*. Uma análise apenas do momento não é suficiente para esse propósito e, portanto, a regulação do sistema não pode ser efetiva se é, simplesmente, baseada em medidas produzidas para remediar e reverter as condições geradas pelo momento corrente. Necessita-se de uma reformulação da estrutura do sistema financeiro.

A terceira grande lição da crise foi que o processo de globalização financeira, que possibilitou a geração deste mundo de finanças globalizadas e desreguladas, não é incontestavelmente benéfico. As bolhas financeiras são ampliadas e conectadas por um sistema financeiro global, que permitiu que o capital fluísse livremente pelo mundo. Apesar de seus benefícios, esse processo permite que as bolhas se alimentem do dinheiro de qualquer lugar do mundo, aumentando o risco sistêmico (JOHNSON, 2009). As implicações sociais e econômicas das crises financeiras são muito mais dramáticas no contexto de globalização (FERRARI FILHO, 2010a). Dentro desta moldura, a crise mostrou que é importante, neste ambiente global, que os países – principalmente os emergentes – tenham regras nacionais e que nenhum país deve impor as suas instituições aos outros. O comportamento dos agentes econômicos não é, pois, replicado de forma idêntica em todos os países: a estrutura da economia, suas instituições e história têm um papel importante em moldar o comportamento dos agentes e, assim, afetar os resultados macroeconômicos (FRENKEL E RAPETTI, 2009). Portanto,

[...] what we need are traffic rules for the global economy that help vehicles of varying size, shape, and speed navigate around each other, rather than imposing an identical car or a uniform speed limit. We should strive to attain maximum globalization consistent with the maintenance of space for diversity in national institutional arrangements (RODRIK, 2010, p.1).

Grande parte das medidas propostas pela economia convencional, relativas à aprimorar a saúde do mercado financeiro (como revisar Basileia II e revisão de adequação de capitais, entre outras) são inquestionavelmente necessárias, mas se mostram marginais,

pois deixam a base do sistema financeiro inalterada. Sendo assim, outra lição que a crise oferece é que, embora seja difícil não concordar com um sistema menos opaco, tão errado quanto achar que a crise é um problema de assimetria de informação, é acreditar que mais transparência vai evitar crises futuras (SKIDELSKY, 2009).

Por fim, a última lição da crise tem se mostrado central nos debates promovidos pelo G-20: a necessidade de uma coordenação global para que o mundo consiga se recuperar da crise. Como afirmou Brainard (2009, p.2):

[...] think back to past economic challenges and ask yourself, when in history we have 20 countries, representing 85 percent of global GDP, emerging economies alongside advanced economies, joined hands and agreed to mount as significant a common response to a common challenge.

É dentro deste cenário que começa a ser rediscutida a rearquitetura do SMI e o papel do dólar como moeda de reserva na economia mundial. Assim, mais de dois anos após o auge da crise e apresentando sinais fortes de que a recuperação será ainda mais lenta do que se imaginava, percebe-se que o mercado *subprime* e a queda do Lehman Brothers foram apenas a ponta do *iceberg* deste processo.

O fato de o dólar ser a moeda de reserva internacional condiciona e induz a algumas políticas macroeconômicas no resto do mundo e nos EUA: políticas que levam a um acúmulo de desequilíbrios globais (e domésticos) e ao desenvolvimento de estruturas de crédito internacional subjacentes. Por mais que se façam políticas de resgate para salvar o sistema – como foi feito em diversos países –, a dinâmica da economia global não mudará enquanto o dólar mantiver o seu *status* global especial. É isto que será discutido no próximo capítulo.

3 O DEBATE ECONÔMICO NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: AS DIFERENTES VISÕES SOBRE A CRISE E O QUE FAZER

3.1 A ORTODOXIA

Por ortodoxo entende-se, neste presente trabalho, os economistas cujas ideias estão apoiadas nos seguintes pilares⁵: (i) hipótese das expectativas racionais, (ii) teoria dos ciclos reais de negócios e (iii) teoria dos mercados eficientes, em especial o financeiro.

A hipótese das expectativas racionais é baseada em dois princípios fundamentais: o primeiro é que o valor esperado de uma variável, como o preço de um ativo ou o valor de uma casa, é igual ao valor previsto pelo modelo de previsão, mais um termo de erro aleatório representando, assim, um vestígio de ignorância ou incompetência. A ideia é que ao formarem suas expectativas os indivíduos racionais fazem uso eficiente de todas as informações disponíveis a eles. Isso geralmente leva a dizer que os indivíduos se comportam de maneira consistente com o modelo que gera a sua previsão. O segundo pressuposto é de que o modelo usado pelos indivíduos ao fazerem suas previsões é o modelo correto, ou seja, supõe assegurar que a economia funciona necessariamente da forma prevista pelo modelo. Pressupõe-se com isso que o universo apresenta estabilidade ao longo do tempo: de que o futuro pode ser inferido do passado e do presente. Embora todo o *mainstream* econômico tenha aderido a esta hipótese, é necessário esclarecer que eles o fazem com graus diferentes de convicção.

Com relação à teoria do ciclo real dos negócios, esta aceita a versão forte da hipótese das expectativas racionais. Isto quer dizer que o mercado sempre se equilibra, ou seja, a demanda sempre se iguala a oferta. Para estes teóricos, os ciclos não são desvios temporários do nível ótimo de produto, mas flutuações no nível de produtos por si só. As flutuações nos ciclos de negócios são explicadas por sequências de choques reais de produtividade que se reflete no sistema econômico. Assim, pressupõem-se que os mercados são eficientes na ausência da regulação, de forma que eles devem ser deixados com a mínima regulação possível.

Por fim, a teoria dos mercados eficientes, dentre os quais o financeiro, afirma que os preços dos instrumentos financeiros – ações, participações e dívidas – representam a melhor

⁵ Definido a partir de Skidelsky (2009).

estimativa possível dos riscos anexados ao proprietário deste tipo de ativo. Isso implica que diferentes instrumentos financeiros fornecem diferentes taxas de retorno, dependendo do seu risco. A base desta hipótese está na premissa de que os mercados são auto-corrigíveis e que a disciplina do mercado é uma ferramenta mais eficiente do que a vigilância regulatória e supervisora. A maioria dos modelos de administração dos riscos, utilizados pelos bancos, apoia-se nesta teoria.

Entre as diversas publicações sobre a crise financeira internacional, identificou-se que a visão ortodoxa compartilha de três explicações basilares para a crise: (i) as taxas de juros básicas se mantiveram muito baixas e por muito tempo nos países desenvolvidos, (ii) seguidos anos de desequilíbrio macroeconômico global, e, por fim, (iii) erros de regulação, pois o Estado interferiu demasiadamente (como nas empresas Fannie Mae e Freddie Mac) durante a crise, o que acabou por gerar assimetrias de informação e irracionalidade no mercado, levando à discussão sobre a hipótese de *too big to fail*. A ocorrência simultânea desses fatores produziu um excesso de liquidez nos países desenvolvidos, reduzindo a rentabilidade dos investimentos tradicionais e levando a uma busca de mais risco e retorno por parte dos bancos.

Em resumo, de acordo com a interpretação ortodoxa, a atual crise financeira global é atribuída, em grande parte, aos longos períodos de política monetária excessivamente frouxa nos EUA durante o período pré-crise. Taxas de juros baixas durante este período encorajaram uma busca agressiva por lucro e uma compressão substancial dos prêmios de risco, em nível global. Os desequilíbrios globais foram, assim, uma manifestação de tal política monetária acomodativa e o aumento procedente da demanda agregada nos EUA excedendo a sua oferta agregada interna. Este período coincidiu com os padrões de crédito frouxo, uso inadequado de seus derivados, os *ratings* de crédito e de engenharia financeira e alavancagem excessiva, o que culminou na crise de 2007-08.

Taylor (2010) apresenta uma visão bastante fiel e sintética dos princípios da teoria convencional, para a crise financeira internacional. De acordo com o autor, a política macroeconômica, nos anos do pré-crise, se desviou substancialmente daquela que funcionou muito bem nas duas últimas décadas, ao se tornar mais intervencionista, menos baseada em regras e menos previsível. A sua proposta para política econômica é o que o autor chama de “*get back on track*”: retornar para o que funcionava bem antes da política sair dos trilhos. Assim, o autor critica os excessos monetários, pois o FED manteve as taxas de juros abaixo

das que a sua reconhecida “Regra de Taylor”⁶ sugeria. Além disso, o autor concorda que as empresas Fannie Mae e Freddie Mac encorajaram o *boom* imobiliário. Entretanto, ele argumenta que:

But whether or not you include these on the list, the ultimate source of the extraordinary housing boom and the subsequent housing bust and financial distress was government policy. Capital inflows from abroad may have added to the problem, but the evidence is clear that monetary policy had deviated in the direction that would likely lead to poor policy performance (TAYLOR, 2010. p.168, grifo nosso).

Também durante o período da crise, Taylor acredita que o governo norte-americano tenha agido de forma errada, executando políticas fiscais anticíclicas discricionárias e salvando firmas financeiras. Assim, ele afirma que as intervenções do Governo – antes, depois e durante a crise – provocaram mais danos do que benefícios. Suas prescrições de políticas são: política fiscal centrada na redução do gasto público e da dívida do governo; e política monetária a partir de três implicações: (i) que a taxa de juros seja centrada no equilíbrio da oferta e demanda por moedas, (ii) que se respeite o *link* entre taxa de juros e quantidade de reserva internacional, e (iii) que se mantenha sua independência e foco nos objetivos de inflação e estabilidade macroeconômica, sem engajar em política fiscal.

Da mesma forma, para White (2009, p.2), o paradigma analítico dominante que guiou a condução da política monetária nos últimos anos é conhecido como “*it is impossible to lean against credit bubbles using tighter monetary policy, but that it is possible to clean up afterwards using easier monetary policy*”, de forma que o autor sugere que uma política monetária mais frouxa (“*preemptive easing*”) foi realizada nos anos que precederam a crise financeira, e esta deveria ser substituída por uma política mais rígida (“*preemptive tightenig*”). Ademais, ele afirma que, embora não sozinho, o FED conduziu sua política monetária com estrita conformidade com este paradigma preponderante. Nas últimas duas décadas, os representantes do FED enfatizaram repetidamente que a política monetária tem sido apertada apenas em resposta a potenciais aumentos inflacionários via aumento dos preços dos ativos, não em resposta à acumulação de créditos relativos ao desequilíbrio ou aumento da exposição do sistema financeiro. Porém, contraditoriamente, quando os distúrbios financeiros

⁶ De acordo com o autor, o comportamento das taxas de juros nos EUA poderia ser muito bem representado por uma relação linear com a taxa de inflação (π), uma taxa de juros de equilíbrio (r^*) mais uma soma ponderada entre dois desvios: a diferença entre taxa de inflação (medida pelo deflator do PIB) e a meta de inflação e o desvio percentual do PIB do PIB potencial. Dessa forma, a Regra de Taylor depende de duas variáveis exógenas ao modelo: a meta de inflação e o PIB potencial.

começaram a ameaçar as perspectivas de crescimento, a política monetária foi rapidamente acionada.

Por fim, o autor também afirma que o mercado financeiro é, particularmente, procíclico⁷ e, sendo assim, a sua conclusão é a de que se faz necessário um novo arcabouço macro-financeiro, e “[t]his can be done in a market friendly way”(WHITE, 2009, p.4). A intenção deve ser preservar a eficiência gerada pelas novas descobertas financeiras, bem como, atenuar as ameaças inerentes à segurança e à estabilidade. Focando no desenvolvimento de um quadro que reduza esta pró-ciclicidade, sendo este o problema fundamental, também pode mitigar a tendência dos políticos em confiar na regulação pesada e punitiva, arquitetada, primeiramente, para eliminar a recorrência dos problemas atuais.

Seguindo a mesma linha, Mohan (2009) acredita que, apesar da causa imediata da crise corrente ser atribuída ao setor de hipotecas do mercado *subprime* norte-americano, na verdade, a crise pode ser conferida à persistência de grandes desequilíbrios globais, os quais, por sua vez, foram o resultado de longos períodos de política monetária excessivamente frouxa na maioria dos países avançados durante o início dos anos 2000.

Ainda para este autor, a política monetária excessivamente frouxa no pós-crise do “*dot-com*”⁸ impulsionou o consumo e o investimento nos EUA e, como Taylor (2010) argumenta, isso foi feito de forma consciente pelas AM. Como é esperado, com taxas de juros nominal e real baixas, o preço dos ativos também registraram fortes ganhos, principalmente no mercado imobiliário, fornecendo um impulso adicional ao consumo e investimento, dados pelo efeito riqueza. A abundância de dinheiro à procura de imóveis e de rentabilidade decente, que estivesse acima das taxas de juros monetárias muito baixas, criou um terreno fértil favorável para a tomada imprudente de riscos (ALDE, 2008).

Dessa forma, o resultado foi que a demanda agregada consistentemente excedeu a produção doméstica nos EUA e isso gerou grandes e crescentes déficits em conta corrente no País, ao longo deste período. A grande demanda doméstica norte-americana foi encontrada pelo resto do mundo, especialmente pela China e outras economias do leste asiático, que

⁷ “That is, there are endogenous cycles in which some piece of good news leads to both an increased demand for and supply of credit. This affects positively both asset prices and spending, contributing to still more optimism and providing more collateral for still more loans. Eventually, all these trends overshoot levels justified by the improved fundamentals and rational exuberance becomes irrational exuberance. In the end the bubble bursts, and the process of speculation and leverage which powered it goes into reverse. Such processes have been seen repeatedly in history” (White, 2008, p.1). Para uma explicação mais completa, ver Borio e White (2004).

⁸ Conhecido também como bolha da *internet* ou bolha das “empresas ponto com”, foi uma bolha especulativa criada no final da década de 1990, que teve como característica uma forte alta das ações relacionadas às empresas de tecnologia da informação e comunicação. Para maiores detalhes, ver Galbraith e Hale (2004).

ofereceram bens e serviços a custos relativamente baixos, levando a crescentes superávits nesses países. Outrossim, a disponibilidade de bens e serviços baratos da China e de outros países emergentes também ajudou a manter a estabilidade dos preços nos EUA e em outros países desenvolvidos, o que não seria possível de outra forma. Portanto, a inflação medida nos referidos países se manteve baixa, contribuindo para a persistência da política monetária acomodatória.

A respeito disso, Mohan (2008) declara que, mesmo à medida que os desequilíbrios financeiros iam sendo construídos, a estabilidade macroeconômica pode ser mantida. O ambiente macroeconômico estável encorajou a subavaliação dos riscos e, assim, inovações financeiras, arbitragem regulatória, práticas abusivas de empréstimos, securitização de hipotecas *subprime* e má classificação dos riscos foram combinados para resultar na excessiva alavancagem observada no mercado financeiro.

Porém, mesmo dentro do *mainstream* econômico, começa-se a discutir, no momento da crise, o quanto os “fundamentos” macroeconômicos são sólidos, e o quanto é apropriado segui-los. Blanchard *et al* (2010) e Ostry *et al* (2010), membros do FMI e renomados economistas ortodoxos, passaram a reconhecer como “corretas” uma parte das políticas econômicas que a ortodoxia desqualificava e a identificar que este é o momento de uma discussão sensata sobre qual política econômica é a mais apropriada para os tempos pós-crise.

Blanchard e Milesi-Ferretti (2009) discutem a questão dos desequilíbrios globais no pós-crise. Para os autores, por mais que os desequilíbrios em uma economia global reflitam as diferenças no nível de desenvolvimento, padrões demográficos e outros fundamentos estruturais dos países, eles também são, em parte, ruins, refletindo distorções, externalidades e riscos no nível internacional e doméstico.

Mas em Blanchard *et al* (2010), os autores, além de expressarem a mesma ideia, apresentam uma mudança na agenda de política econômica. Antes da crise, a preocupação com as metas de inflação era primordial: uma política monetária eficiente seria aquela que fosse exitosa em manter a inflação estável. Por sua vez, a política fiscal tinha um papel marginal, não sendo considerada um instrumento de política macroeconômica. A surpresa do artigo é que os autores declaram, como uma das lições da crise, o fato de uma inflação estável não ser suficiente e uma inflação baixa limitar o escopo de políticas monetárias no caso de recessões. Da mesma forma, começam a admitir a não neutralidade da regulação e os benefícios da política fiscal como ferramentas contracíclicas. A regulação, para os autores, é expressa como dados transparentes nos escopos fiscais, monetários e financeiros.

Greenspan (2009) apresentou uma diferente visão da crise, na qual afirma, ao contrário dos autores supracitados, que não foram as políticas de juros baixos realizadas pelo FED entre 2003 e 2005 que geraram a bolha habitacional. De acordo com ele, a correlação entre as taxas de juros das hipotecas e as taxas de juros praticadas pelo FED foi insignificante neste período. A culpa da crise seria dos expressivos superávits em conta corrente acumulados pelos países emergentes, em especial da China, que pressionou a taxa de juros de longo prazo para níveis progressivamente mais baixos, construindo a bolha global dos preços habitacionais. Mesmo com esta interpretação, as suas proposições de política continuam apoiadas na sua crença quanto à eficiência do mercado, o que fica evidente em sua afirmação:

Se quisermos manter uma economia mundial dinâmica capaz de gerar prosperidade e crescimento sustentável futuro, não podemos depender de governos para intermediar os fluxos de poupança e investimento. Nosso desafio nos meses adiante será instituir um regime regulador que garanta gestão de risco responsável da parte das instituições financeiras e que ao mesmo tempo as estimule a continuar assumindo os riscos necessários e inerentes em qualquer economia de mercado bem sucedida (GREENSPAN, 2009, p.4).

Ante a existência deste debate, Meeouche e Nier (2010) investigaram empiricamente os condutores do desequilíbrio financeiro antes da crise global. Para isto, estimaram uma regressão de dados em painel para países da OECD, entre 1999 e 2007, de modo a entender a relevância de alguns fatores suspeitos durante a crise, sendo eles: a política monetária frouxa, o aumento dos desequilíbrios globais (hipótese dos fluxos de capitais) e também a inadequada supervisão e regulação financeira. Entre os resultados encontrados, o acúmulo dos desequilíbrios financeiros foi impulsionado pela entrada de capitais e uma associada compressão do *spread* das taxas de longo e curto prazo, o qual a política monetária tem pouco controle. O efeito da entrada de capitais no acúmulo de desequilíbrio é amplificado onde o ambiente de regulação e supervisão foi relativamente fraco. O estudo sugere que a política monetária acomodatória de 2001 foi provavelmente coincidente com o acúmulo dos desequilíbrios.

Uma interpretação adicional oferecida pelos teóricos convencionais segue a linha novo-keynesiana e menciona que para se compreender a natureza das crises financeiras é necessário buscar a ideia proposta por Mishkin *et al* (1992) a qual utiliza como base a estrutura analítica das teorias de informação assimétrica.

Neste contexto, advogam que, dentre os agentes, uma parte (o prestador) não possui informação suficiente a respeito da outra parte (o tomador de empréstimos) para a correta tomada de decisão dos prestadores. No problema de seleção adversa, a abordagem é muito similar à dos “*lemons*” à la Akerlof (1970), em que o investidor paga pelas ações um preço

médio abaixo do valor de mercado justo das firmas de alta qualidade (que provém bom retorno e baixo risco esperados), mas acima do valor justo de mercado para firmas de baixa qualidade. Como consequência, pode ocorrer de, apenas, firmas de baixa qualidade estarem dispostas a abrir capital em condições de crise nos termos definidos por estes autores. Por outro lado, há o problema de risco moral, que pode ocorrer após a relação contratual: engajar em atividades com risco grande do ponto de vista do prestador, o que aumentaria a probabilidade de *default*. Nestas circunstâncias, há um conflito de interesses entre as duas partes, uma vez que o tomador se apropria da maior parte dos ganhos em caso de sucesso, mas, em caso de insucesso, o prestador terá que suportar a maior parte das perdas. Logo, níveis sub-ótimos de empréstimos e investimentos podem prevalecer nos mercados.

Segundo esta interpretação⁹, os fatores que agravam os problemas de risco moral e seleção adversa nos mercados financeiros e, portanto, conduzem às crises ao obstruir o canal do crédito são: o aumento da taxa de juros; o declínio do mercado acionário; e o aumento da incerteza e do pânico bancário.

Posto esta estrutura teórica, os autores consideram o papel de prestador de última instância da AM, ao defender que o *policy maker* deve agir provendo liquidez onde cresce o problema de informação assimétrica, com potencial para agravar os problemas discutidos acima. Contudo, reconhecem que tal procedimento não está livre de custos, como o incentivo dos agentes para tomarem mais riscos que o socialmente desejável, dado o conhecimento desta atribuição dos bancos centrais.

Essa assimetria de informações foi evidenciada, principalmente, na securitização. Essas eram vistas como interessantes, pois aumentariam a oferta de financiamento de hipotecas e poderia diluir o risco das instituições, que passariam a lidar melhor com o risco, privilegiando a estabilidade financeira. Mas, na verdade, os prestadores não tinham noção do risco, assim como as empresas as quais intermediavam o processo. Os compradores das *securities* não entendiam o que eles estavam comprando e nem a documentação era transparente, além de ser difícil precificá-las, pois têm uma estrutura de pagamentos complicada (GOLDSTEIN, 2008).

Para alguns teóricos seguidores desta corrente, o problema de assimetria de informação tornou-se evidente durante a crise. A discussão em torno da hipótese de *too big to fail*¹⁰ sinaliza para o fato do governo ter agido de forma a aumentar a incerteza durante a crise,

⁹ Ver Stiglitz e Weiss (1981).

¹⁰ “*too big to fail*” é hipótese, na teoria da regulação econômica, na qual algumas instituições financeiras são tão grandes e bastante importantes sistematicamente que o governo não pode deixá-las falir, pois esta falha teria um

agindo na direção de reforçar a existência dessas instituições e não eliminá-las. O impasse ocorre quando os credores sabem que uma instituição se enquadra nesta categoria e eles podem esperar que o governo ofereça assistência, o que significa que existe menos incentivo para monitorar a firma e retirar seu dinheiro, caso ele esteja incorrendo em um risco muito alto. Isso torna a tomada de risco mais provável, e aumenta o custo para os contribuintes de um eventual *bailout* governamental.

Mishkin (2010) mostra que o fenômeno *too big to fail* é agora, após a crise, um problema maior do que antes, pois desde os *bailouts* do FED com relação ao Bear Stearns em março de 2008, torna-se claro que um número maior de firmas financeiras, provavelmente, pode ser considerado *too big to fail* no futuro. Na verdade, o caso mais proeminente de uma firma que não foi salva – Lehman Brothers em setembro de 2008 – foi seguida por uma crise severa, de forma que parece improvável que os governantes deixarão isso acontecer novamente. Na sequência da falha do Lehman Brothers, governos em todo o mundo têm garantido suas principais instituições financeiras.

A teoria dominante também aponta os erros de regulação e supervisão como fundamentais para a ocorrência desta crise. Para Malan (2008) duas interpretações coexistem quanto às raízes da crise: deficiência do quadro regulatório e, como foi mencionado, a existência de desequilíbrios macroeconômicos. Ele afirma que as duas justificativas estão, ao menos, parcialmente corretas, e são, sobretudo, complementares. Dessa forma, afirma que o desequilíbrio macroeconômico não teria sido tão profundo, nem se sustentado por tanto tempo, sem que o mercado financeiro experimentasse este desenvolvimento extraordinário. Ainda, o endividamento e o grau de alavancagem mundial não seriam tão exacerbados, sem o desequilíbrio macroeconômico internacional.

Comum ao debate econômico atual é a definição de qual o arcabouço institucional é capaz de garantir um dinamismo sustentável da economia mundial, sem retomar e aprofundar os desequilíbrios das últimas décadas. Dessa forma, diversas propostas começam a surgir e as discussões têm sido intensas desde o início do pânico na área das finanças. É importante salientar que, como será visto adiante, as reformas propostas pela ortodoxia se resumem basicamente às reformas na regulação e na supervisão do sistema financeiro.

O documento “*Financial Reform: A Framework for Financial Stability*” foi publicado pelo Grupo dos 30, em 2008, logo após a eclosão da crise, trazendo nomes como Paul

efeito desastroso por toda a economia. Goldstein e Veron (2011) apresentam o debate em torno dessas instituições e, à este, acrescentam uma outra hipótese: “*too important to fail*”.

Volcker e Jakob Frenkel. Para eles, o desafio trazido pela crise é expresso da seguinte forma: *“how can we restore strong, competitive, innovative financial markets to support global economic growth without once again risking a breakdown in market functioning so severe as to put the world economies at risk?”* (G-30, 2008, p.8). Desta forma, o grupo sugere uma série de proposições para “salvar” o sistema financeiro e garantir sua eficiência e transparência. Porém, também deixa claro que, embora não exista dúvida de que uma supervisão governamental mais efetiva seja necessária, é preciso ter cuidado em não estendê-la demasiadamente. Por consequência, o sistema financeiro não deve se tornar tão intrincado às restrições que comprometam a flexibilidade e a eficiência do processo de intermediação do mercado financeiro, essencial ao progresso econômico.

Para o Grupo, um programa de reforma que reflita um equilíbrio razoável entre estas considerações deve contemplar um sistema no qual (i) existam limites claros entre as instituições e as atividades financeiras que necessitem de uma regulação prudencial formal por motivos de estabilidade financeira e as que não necessitam, (ii) exista mais espaço para o uso de políticas regulatórias para mitigar tendências inerentes aos excessos nas tomadas de risco, (iii) mais robusto nas respostas às falhas, tendo a habilidade prática de impor a disciplina em administradores, acionistas e credores sofisticados, deixando grandes empresas falirem, se necessário, (iv) os responsáveis pela regulação prudencial e pela supervisão tenham um alto grau de independência política e possuam os recursos necessários para supervisionar instituições gigantes, se mantendo, então, informados sobre as inovações no mercado, (v) as responsabilidades do banco central em promover a estabilidade financeira sejam apoiadas em uma autoridade e capacidade adequadas, (vi) haja fortes incentivos para atingir níveis altos de transparência com relação à produtos, mercados e instituições financeiras, e, por fim, (vii) exista maior coerência e coordenação internacional no que diz respeito às políticas regulatórias, de supervisão, práticas contábeis e práticas de resolução de crises.

Para Amoêdo (2009), com relação à nova regulamentação do setor financeiro, os seguintes princípios precisam ser contemplados: simplicidade, abrangência e equilíbrio. O sistema precisa ser simples para permitir a sua correta implementação e sua fácil fiscalização. Também requer abrangência, evitando, assim, que negócios de maior risco fiquem à margem do processo. Por fim, o equilíbrio mostra-se um fator bastante importante, sendo a relação custo-benefício primordial. Como afirma:

Não queremos um sistema tão restrito que reduza exageradamente a alavancagem das instituições financeiras e, assim, onere o custo de crédito para o cliente. Quanto

ao equilíbrio ainda, o sistema desejado é aquele que permite a assunção de riscos que possam ser suportados, mesmo em situações de crise, pela maioria das instituições financeiras (AMOÊDO, 2000, p.2, grifo nosso).

Concluindo a sua visão, o sistema capitalista será, então, sempre suportado por um sistema financeiro que, dentro do processo evolutivo, oferece produtos e serviços cada vez mais complexos e diversificados.

A solução para as crises financeiras e a concomitante proposta de reforma, passa, então, pela regulação prudencial: dar às instituições financeiras os incentivos socialmente corretos para a assunção do risco, pois, no caso de um mercado financeiro não regulado, os bancos tendem, naturalmente, a correr riscos excessivos (PINHEIRO, 2009). É importante enfatizar, nas palavras do próprio autor, que a filosofia mestra das reformas não é evitar a tomada de risco ou abandonar o modelo regulatório hoje em uso, mas adaptá-lo, no sentido de melhor medir o risco incorrido pelas instituições financeiras, de uma ótica social, e corrigir os incentivos de acionistas e gestores dessas instituições à assunção de riscos.

Desde as propostas apresentadas no início do turbilhão econômico, ainda hoje o debate sobre regulação se encontra forte, pois, até agora, a estabilidade financeira global não foi garantida e os desafios políticos se mantêm evidentes. De acordo com o FMI, *at the global level, regulatory reforms are still needed to put the financial sector on a sounder footing*. No seu relatório semestral, de outubro de 2010, intitulado *Global Financial Stability Report*, é alegado que os formuladores de política econômica precisam abordar reformas chaves para garantir um sistema financeiro viável e seguro para a uma recuperação sustentada, visando: (1) lidar com os problemas herdados pelo setor bancário, incluindo a recapitalização, quando necessária, (2) reforçar os fundamentos dos balanços soberanos e (3) continuar esclarecendo a reforma regulatória, construída com base nas melhorias substanciais propostas pelo Comitê de Basileia de supervisão bancária.

Em suma, apesar de não existir uma proposta única de reestruturação do SMI, entre estes autores, todos eles compartilham da fé no funcionamento do livre mercado e, por isso, suas propostas são baseadas nesse princípio. Sendo assim, sua solução para que crises financeiras sejam evitadas passa, necessariamente, por uma regulação e supervisão eficientes do mercado financeiro que seja capaz de garantir um ambiente propício à tomada de risco pelos agentes econômicos e não eliminar o risco do mercado financeiro.

3.2 A HETERODOXIA

Define-se, neste trabalho, a heterodoxia como o conjunto de teorias que refutam os axiomas da teoria convencional¹¹: (i) a neutralidade da moeda, (ii) a substituição bruta da moeda e (iii) ergodicidade. Dentro dessas teorias será enfatizada a visão de Keynes e da escola pós-keynesiana. Esta abordagem entende que, em uma economia globalizada e em um mundo de incerteza, as crises financeiras são um fenômeno endógeno, estimulam a preferência pela liquidez dos agentes econômicos e levam a uma insuficiência de demanda efetiva (FERRARI FILHO, 2010a). No decorrer deste tópico serão discutidas as ideias teóricas da escola keynesiana e pós-keynesiana que permitem a sua análise da crise.

Nesta visão, diferente dos clássicos, no lugar de um mundo ergódico encontra-se um ambiente incerto e “um mundo incerto é aquele onde o axioma ergódico clássico não é aplicável. Em um ambiente não ergódico, sinais de mercado presentes e passados não oferecem informações estatisticamente confiáveis para o futuro” (DAVIDSON, 1999, p.53). De acordo com Davidson (1994), durante o lapso de tempo do calendário entre o momento de escolha e a data do *payoff*, mudanças impossíveis de serem previstas podem acontecer. Assim, afirma que informações relevantes sobre o futuro não existem hoje. Isso define um ambiente não ergódico.

Keynes, seguindo os *insights* de Knight (1921), argumenta que no lugar da ideia de ergodicidade encontra-se a concepção da incerteza. O sentido de incerteza para Keynes é a não existência de uma base de cálculo para os eventos que vão ocorrer a longo-prazo, pois as decisões que os agentes econômicos tomam são, apenas, baseadas em expectativas. Essas expectativas a longo-prazo são criadas a partir da análise psicológica dos fatos, porém “seria insensato, na formação das nossas expectativas atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos” (KEYNES, 1985, p.109) e, portanto, Keynes insere na formação das expectativas o conceito de estado de confiança, que os agentes atribuem à situação econômica, sendo este relevante por ser um dos principais fatores que determinam a escala de investimento.

Porém, menciona que “o nosso conhecimento dos fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com frequência, desprezível” (KEYNES, 1985, p.110). Keynes não atribui probabilidade alguma a ocorrência

¹¹ Definição encontrada em Davidson (1999).

de eventos futuros, sendo impossível transformar a incerteza em risco, assim como criar uma escala matemática na qual os agentes formulem suas expectativas.

Da mesma forma, na *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, Keynes enuncia que: “as decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender de estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem” (KEYNES, 1985, p.112). Dessa forma, Keynes e posteriormente os pós-keynesianos rejeitam a hipótese de eficiência dos mercados para explicar o comportamento no mercado financeiro. Isso ocorre porque, em um mundo incerto, as oscilações futuras no mercado financeiro são, também, sempre incertas, pois o presente está sujeito a mudanças rápidas e violentas, não sendo um guia confiável para o futuro (FERRARI FILHO, 2010a). E quanto mais longo o lapso de tempo entre a decisão e a consequência, mantidas inalteradas outras questões, mais o indivíduo irá acreditar que está tomando uma decisão em um ambiente de incerteza (DAVIDSON, 1994).

Mesmo em meio a tanta incerteza são criadas expectativas diariamente. E existindo incerteza, as expectativas dos agentes econômicos são heterogêneas, pois o presente e o passado não são suficientes para prever o futuro. Keynes nomeia “especulação” a atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e, no mundo que ele descreve, ela não é uma anomalia, mas, sim, a forma como o mercado financeiro opera.

É importante lembrar que a economia que Keynes descreve é uma economia empresarial monetária. Nesta economia a moeda não é neutra, nem no curto nem no longo prazo, indo contra a ideia dos economistas clássicos de que a moeda é apenas um véu que encobre a economia. E é, exatamente, porque a moeda não é neutra que as flutuações econômicas ocorrem, como momentos de prosperidades e de depressões, peculiares a essa economia monetária. A ideia é que a moeda não funciona apenas como um meio de troca na economia. A riqueza é a finalidade da produção. Seguindo ideias de Marx, o objetivo da economia monetária da produção se resume no esquema D-M-D’, “acumular dinheiro é o objetivo real das firmas que operam numa economia monetária” (CARVALHO *apud* CORAZZA, 2006, p.67).

Existem três motivos que levam os agentes econômicos a reterem moeda, sendo eles, (i) o motivo transação, (ii) o motivo precaução, e (iii) o motivo especulação. A decisão do indivíduo de demandar moeda revela sua preferência pela liquidez. É no conceito de preferência pela liquidez e na não neutralidade da moeda que está toda a lógica da economia monetária proposta por Keynes. A preferência pela liquidez mede o grau de incerteza que

existe na economia. Em uma economia monetária, a preferência pela liquidez só se justifica como defesa à incerteza. E, quanto maior esta incerteza em relação ao futuro maior será a preferência pela liquidez nessa economia e maior será a demanda por moeda:

A incerteza cria demanda por segurança, o que neste contexto significa flexibilidade para adaptar estratégias em face de imprevistos. O mais flexível dos instrumentos de acumulação de riqueza para o indivíduo é a moeda, poder de comando sobre bens e serviços, riqueza em forma abstrata (CARVALHO, 1989, p.179-180).

Como mostrou Keynes, a moeda é o ativo mais líquido que existe, isso porque possui algumas propriedades essenciais, que a diferencia dos outros ativos: sua elasticidade de produção é nula (não pode facilmente ser produzida a partir do emprego de mão de obra) e sua elasticidade de substituição, também, é nula (quando seu valor sobe, não existe possibilidade de substituí-la por outro fator). Além disto, o custo de manutenção da moeda é zero. Para Conceição e Ferrari Filho (2005, p.581): *“these properties illustrate that money has two purposes in a monetary economy: it is a means of circulation – it facilitates exchanges – and it is a store of wealth”*.

Em síntese, para Keynes a incerteza não é probabilística, o passado não é guia perfeito para o presente e o futuro é totalmente desconhecido, o que impossibilita que os agentes, ao tomarem suas decisões, antecipem os resultados a serem obtidos. O prêmio de liquidez da moeda permite administrar esta incerteza, pois os contratos monetários, em parte, antecipam o futuro, mas não totalmente. Porém, a partir das situações de incerteza pode se configurar na economia a situação de insuficiência de demanda efetiva:

Flutuações de demanda efetiva e no nível de renda de emprego ocorrem porque, em um mundo no qual o futuro é incerto e desconhecido, os indivíduos preferem reter moeda e, por conseguinte, suas decisões de gastos, sejam de consumo, sejam de investimento, são postergadas (FERRARI FILHO, 2006, p.33).

A insuficiência de demanda efetiva acontece exatamente porque os indivíduos preferem manter dinheiro “embaixo dos colchões” ao invés de investir, ou consumir bens que são produzidos a partir do emprego de mão de obra. Em uma economia monetária não é necessário que toda renda monetária seja gasta, porque a moeda não é só um meio de circulação, ela é, também, um objeto de retenção “mais importante do que os desequilíbrios setoriais, são deficiências de demanda efetiva que realmente ameaçam a economia monetária” (CARVALHO, 1989, p.185).

Dado que situações de incerteza postergam o consumo privado e o investimento das firmas, as flutuações econômicas são fruto de situações nas quais o *animal spirit* dos empresários opta por não realizar produção, de modo que o investimento se configura, nos moldes de Keynes, como a alavanca do sistema econômico. A decisão de uma firma de

investir é acompanhada pela decisão de aumentar o emprego no setor, o que via multiplicador keynesiano, gera renda. A opção de não investir, por incerteza, acaba por gerar uma insuficiência de demanda efetiva e, por conseguinte, queda no emprego e na atividade produtiva.

Portanto, em economias monetárias empresariais, a organização dos mercados financeiros enfrenta um *trade-off* entre liquidez e especulação: o crédito potencializa, por um lado, a produção – ao tornar os ativos mais líquidos –, mas, por outro, a financeirização e a especulação.

Sua preocupação com a exacerbação da especulação é explícita na seguinte passagem:

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito (KEYNES, 1985, p.116).

Sendo assim, Keynes considera que o Estado tem um papel fundamental em uma economia monetária da produção, pois é necessário impedir que situações de incerteza acarretem grandes oscilações na economia. Dessa forma, considera o uso de políticas macroeconômicas parte de um pacote legítimo na estabilidade do sistema econômico, de forma que ter autonomia nessas políticas é indispensável para se atingir esse objetivo. Uma das implicações mais importantes de sua teoria tem relação com a socialização do investimento: “uma vez que as expectativas dos empreendedores são pessimistas, em relação ao retorno esperado do capital, é necessária uma socialização do investimento para compensar a queda da eficiência marginal do capital do setor privado. Em suma, a política fiscal como instrumento contracíclico passa a fazer parte da análise keynesiana” (FERRARI FILHO, 2006).

Por entender o mundo desta forma, Keynes estendeu sua análise à economia internacional e propôs que, em um mundo globalmente dinâmico, a moeda de circulação mundial pode acabar se transformando no refúgio ante a incerteza e, conseqüentemente, um desejo de retenção pelos agentes econômicos. Dessa forma, a abertura econômica aumenta as chances de instabilidade na economia, ao transformá-la em um grande mercado global:

Se (...) o acesso aos mercados financeiros mundiais proporciona maior capacidade para financiar o crescimento quando o retorno nominal sobre o investimento é alto em termos internacionais, por outro lado, o capital – e a moeda, portanto – pode buscar melhor retorno em outros lugares quando as previsões indicam queda da rentabilidade interna. Logo, dentro de um contexto keynesiano os fluxos de moeda internacionais são não só uma fonte de possível instabilidade como também de divergências entre as economias (DOW, 2004, p.103).

Dessa forma, Keynes propõe uma reforma do SMI com base em uma política comercial, cambial e uma nova moeda internacional capazes de estabilizar a economia, como será especificado mais adiante. Para isso, Keynes advoga taxas de câmbio fixo e controle de capitais – para que se mantenha estável o papel da moeda, pois estas são essenciais para impedir o excesso de especulação sobre os preços dos ativos domésticos e mitigar a incerteza entre os agentes na economia, gerando assim, condições para que o investimento seja realizado.

Davidson (2009), seguindo a teoria keynesiana, afirma que a recente crise financeira internacional se desenvolveu à medida que os economistas e os agentes no mercado esqueceram a teoria da preferência pela liquidez de Keynes, e, ao contrário, se agarraram na crença de que a teoria clássica da eficiência dos mercados era um modelo útil para entender a operação do mercados financeiros do mundo real. Como exposto, a ortodoxia entende que tudo que é necessário é reunir compradores e vendedores bem informados em um mercado financeiro livre, desregulado, pois sendo assim, o preço do mercado vai sempre se ajustar para o preço de mercado de equilíbrio, este baseado em seus “fundamentos”.

Basilar a esta teoria é a pressuposição de que o valor dos ativos financeiros comercializados é previamente determinado pelos “fundamentos” do mercado (pelo menos a longo prazo). Dessa forma, uma condição necessária para que esses mercados sejam eficientes é que o risco probabilístico de se cumprir as obrigações de uma dívida sejam conhecidos com bastante segurança, ou seja, o axioma da ergodicidade.

Para Davidson (2009), a teoria dos mercados eficientes não consegue explicar porque, então, em 2008, os mercados financeiros seguros faliram de forma que os investidores se viram travados e não conseguiram liquidar suas posições no mercado. A teoria da preferência pela liquidez, de Keynes, por outro lado, pode oferecer a explicação, pois presume – como foi dito – que o futuro econômico é incerto. Conseqüentemente, o axioma ergódico clássico não é aplicável ao mercado financeiro do mundo real.

Para Carvalho (2009, p.98) “as características de otimalidade e estabilidade da operação de mercados financeiros desregulados, o papel dos fundamentos, todas as suposições desta teoria ortodoxa mostraram-se, durante o desenrolar da crise, irremediavelmente falsas, com uma clareza poucas vezes obtida em ciências sociais.”

A crise do *subprime* começou como uma crise financeira e acabou por atingir o setor real da economia, o que fez com que as proposições de Keynes fossem resgatadas dos livros de Economia. Apesar de a crise ter começado como um problema no mercado de crédito, ela

rapidamente se transformou em uma crise de liquidez, à medida que os papéis com lastro em hipotecas foram entrando em colapso. A incerteza quanto à extensão deste problema fez com que se aumentasse a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, seguido pelo colapso dos preços destes ativos menos líquidos, como previa Keynes. A desvalorização desses ativos acabou por comprometer os passivos das instituições financeiras e de alguns bancos. À medida que isso acontecia, mais incerteza era gerada na economia, levando a uma preferência pela liquidez ainda maior, pois não se sabia o grau de instabilidade dessas instituições. Neste momento, o *trade-off*, entre especulação e liquidez, ficou bastante claro e não só o público buscou aumentar sua liquidez, mas também o fizeram algumas instituições financeiras, de forma que se restringiu a oferta de crédito aos setores não financeiros. A consequência disso, como previsto por Keynes, foi o estrangulamento da atividade produtiva, gerada pela insuficiência de demanda efetiva (CARVALHO, 2009).

Outra questão cara à teoria keynesiana – a preocupação com o equilíbrio internacional – se mostrou fundamental para esclarecer a atual crise financeira. Essa crise se mostrou como a crise das finanças globalizadas, pois criou um mercado financeiro global e exacerbou o fluxo de capitais entre os países. Essa tese, defendida como *saving glut*, mostra que os superávits acumulados pelo leste asiático (especialmente pela China) foram insuficientemente compensados pelos novos investimentos nos EUA. Entre 2003 e 2009 as reservas globais aumentaram de US\$ 2,6 trilhões para US\$ 6,8 trilhões, e isso causou uma grande tendência deflacionária. A manutenção dessas reservas, principalmente em dólar, permitiu que os EUA evitassem a deflação, mas, em contraste, praticou uma política doméstica que configurou um insustentável *boom* no consumo e no preço dos ativos. Portanto, existia um nexo conectando a acumulação de reserva pela China e a política monetária norte-americana. Skidelsky (2010, p.4) acredita que “*it is a fair bet that a continuation of the global imbalances would have led to a dollar crisis or a protectionist frenzy if the credit bubble had not imploded first*”.

Através da liberdade dos fluxos de capitais foi possível construir este grau de alavancagem nas finanças, e também através dela o impacto do “esquema Ponzi” no mercado *subprime* transformou-se em uma crise global e sistêmica (KREGEL, 2009). Isso ocorre, principalmente, porque o processo de globalização financeira impõe um quadro no qual não existem regras monetárias e cambiais estabilizadoras, fundamentais do ponto de vista keynesiano. Sendo assim, instrumentos clássicos de política macroeconômica e cambiais, que visam garantir a estabilidade em uma economia monetária da produção, tornam-se cada vez

mais precários. O resultado disso são, como mostrou esta crise, colapsos financeiros em nível mundial, que levam, por fim, à crises de demanda efetiva. Portanto,

[...] taking as its frame of reference the ideas of Keynes about how financial markets operate in monetary production economies, the post Keynesian approach regards the international financial crisis as a consequence of processes of financial deregulation, capital flow mobility and intensifying competition among financial institutions, which ultimately constitute a financially globalized world in which finances, instead of leveraging (creating funding) in favor of productive activity, come to increase essentially speculative operations, thus valuating the financial wealth derived from capital (FERRARI FILHO, 2010a, p.12).

Não é demais repetir, como foi visto na seção 1.1, que a forma com que o SMI está atualmente configurado, centrado na moeda-chave dólar – conforme Prates (2002, p.79), “flexível, financeiro e fiduciário” –, na livre mobilidade de capitais e no câmbio flexível, deixa a economia mundial suscetível às crises financeiras recorrentes, pois permitiu que se criasse um mercado financeiro globalizado, e possibilitou o descolamento entre as finanças e a atividade produtiva. O fato de o dólar ser ao mesmo tempo uma moeda nacional e a moeda de reserva internacional, ou seja, um ativo financeiro, faz com que a economia global seja mais suscetível a crises, pois o ativo dinamizador do comércio internacional fica sujeito à preferência pela liquidez dos agentes econômicos e, assim, passível de entesouramento. Dessa forma, na visão keynesiana, as medidas capazes de garantir a estabilidade da atividade econômica precisam ir além de simples regulação do sistema financeiro, apesar de não descartar a importância das medidas nessa direção: o fundamental é atacar a raiz dessas incoerências, que tem sua origem no desmonte da legislação do *New Deal* (KREGEL, 2010). Isso fica claro na maneira como essa teoria propõe a reforma do SMI.

Desta forma, a primeira explicação para a crise financeira internacional oferecida pela teoria heterodoxa é exatamente a mesma que vem, há tempos, se opondo à teoria dominante. A falha está na crença de que os mercados são estáveis e previsíveis, e que a partir de modelos matemáticos, baseados nesses princípios e em estatísticas disponíveis, seria possível fazer qualquer previsão segura quanto à precificação dos ativos no mercado financeiro. Ignorou-se que situações de insegurança seriam capazes de levar a situações de insuficiência de demanda efetiva, e, conseqüentemente, de desemprego, como foi visto no desenrolar da crise financeira. Como foi evidenciado, tudo isso é exacerbado na globalização financeira e tem uma relação direta com o formato do atual do SMI.

A segunda interpretação dentro da heterodoxia é, ao mesmo tempo, uma extensão e uma complementação à teoria keynesiana e encontra suas raízes no autor pós-keynesiano Hyman Minsky. Apoiado na ideia de Keynes, na qual crises são inerentes às economias

empresariais, ele afirma que essas são exacerbadas pela financeirização do capitalismo. Sua visão está explicitada em sua Hipótese da Fragilidade Financeira.

Minsky analisa a instabilidade financeira do capitalismo através de um arcabouço teórico que abrange fundamentalmente o reconhecimento da importância da formação das expectativas dos agentes no sistema creditício e nas decisões de investimento. Para ele, a economia capitalista financeira é, inerentemente, sujeita a crises; é, endogenamente, uma estrutura instável. De acordo com Minsky (1986), o investimento, seu financiamento e sua validação são a chave do desempenho econômico. A estrutura de financiamento de uma economia pode ser considerada como uma relação entre os fluxos futuros de lucros esperados e os fluxos de compromissos financeiros contratados. Essa estrutura, por determinar o investimento e, conseqüentemente, o produto, o emprego e os lucros, acaba por determinar, também, o comportamento da economia.

Minsky apresenta uma tipologia para classificar as unidades econômicas de acordo com a sua postura financeira: (i) *hedge*, onde o fluxo da receita esperada do investimento é sempre superior ao fluxo de pagamento dos empréstimos, sendo assim uma posição conservadora; (ii) especulativa, na qual o fluxo de receita esperada do investimento, na média, se iguala ao fluxo de pagamento dos empréstimos; e (iii) *Ponzi*, onde o fluxo de receitas esperadas do investimento é inferior ao fluxo de pagamentos dos empréstimos, constituindo o que o autor considera como uma posição suicida.

É a combinação destas três posições que determina a estabilidade da economia. Porém, essas posições podem e vão variar. Se a economia passa por um período de expansão de sua atividade, isso pode gerar um grau de expectativas positivas que aumente a demanda por financiamentos adicionais, sendo esta viabilizada por agentes financiadores. Em períodos de prosperidade estes financiamentos são, na maioria das vezes, avaliados positivamente. O que ocorre é:

[...] o sistema transita de trajetórias que parecem expansões tranqüilas para ciclos aparentemente bem comportados e para trajetórias temporais cuja melhor descrição é caótica. Ademais, um tipo de comportamento aparecerá e desaparecerá, i.e., ordem e tranqüilidade darão lugar a caos ou turbulência apenas para serem sucedidos novamente por um período em que a ordem reaparece (MINSKY, 1982b, p. 378, *apud* LOURENÇO, 2006, p.457).

O que Minsky quis dizer é que o endividamento tem caráter cíclico e é inerentemente instável, pois durante períodos de prosperidade, ou seja, em um sistema predominantemente *hedge*, cria-se uma grande estrutura de financiamento, reduzindo significativamente a margem

de segurança dos empréstimos: os agentes mudam de posições *hedge* para especulativa e de especulativa para *Ponzi*. Quanto mais longo o *boom*, mais a economia vai se fragilizando.

Sendo assim, os processos de fragilidade e crises financeiras são gerados endogenamente pelo próprio sistema de financiamento. Esta noção de desequilíbrio é que diferencia a visão do Minsky das outras interpretações quanto ao funcionamento do mercado financeiro e do sistema econômico como um todo:

Em primeiro lugar, tal noção justifica o aforismo segundo o qual o sistema capitalista é inerentemente instável. A estabilidade não apenas é uma meta inatingível, como ainda sempre que algo similar a ela for atingido, entrarão em cena processos desestabilizadores. Assim, a estabilidade é desestabilizadora, e carrega as sementes da própria destruição. A instabilidade inerente atribuída ao capitalismo significa, na leitura minskyana, que esse sistema econômico é endogenamente incoerente, isto é, não possui mecanismos endógenos capazes de estabilizar a economia nos níveis de plena ocupação dos fatores de produção disponíveis. Por consequência, ele é inerentemente falho (LOURENÇO, 2006, p.465).

Minsky também mostra que crises podem ser mitigadas pela atuação de um prestador de última instância, que ele chama de *Big Bank* e de um governo ativo, capaz de adotar medidas fiscais contracíclicas, o *Big Government*. Nas suas palavras:

Economic policy can affect the tendency toward instability by affecting the investment process, wages, and the government budget, but within a capitalist framework, instability cannot be fully eradicated. In particular, government contracyclical deficits now attenuate downside instability even as chronic deficits now exacerbate upside or inflationary instability (MINSKY, 1986, p.171).

Como foi mostrado no primeiro capítulo, uma das principais consequências da crise foi a mudança de postura do Estado na economia em direção a uma mais ativa, para impedir que o que foi chamado de “*Minsky moment*” se configurasse no “*Minsky meltdown*”¹². Desta forma, a partir de Minsky é possível entender como a crise se configurou na esfera financeira e como foi possível que se criasse, em um contexto de estabilidade econômica dos últimos anos na economia mundial, um ambiente econômico desestabilizado.

Além disto, no pré-crise, apoiados nos princípios do livre mercado, os *policymakers* ignoraram esta instabilidade intrínseca ao sistema financeiro e deixaram que as inovações financeiras inundassem o mercado de crédito global, numa busca incessante pelo lucro. Tanto a evolução em direção ao financiamento *Ponzi* quanto a tendência do setor financeiro em sempre se inovar são claramente conectadas à recente situação da indústria dos empréstimos imobiliários norte-americanos, que tem assistido a uma onda de inovações nas regras de suas hipotecas e um grande impulso para um financiamento mais frágil pelas famílias, instituições de crédito e compradores de hipotecas securitizadas (WHALEN, 2007). Foi se configurando,

¹² Ver Whalen (2007).

então, na economia, após os anos 1990, o que Minsky nomeou *money manager capitalism*, o capitalismo gestor do dinheiro, que busca – em sua essência – a maximização dos lucros.

Porém, é bom expor que mesmo entre autores pós-keynesianos existe um debate com relação à crise ser considerada (ou não) uma crise minskiana. De acordo com vários autores, embora a teoria de Minsky seja indispensável para se entender o mercado financeiro e, sendo assim, também a crise financeira, ela ainda é limitada para explicar a crise em sua totalidade, pois Minsky não descreveu um mundo com tantas inovações financeiras, quanto menos, tão integradas globalmente. No mundo em que Minsky formulou sua teoria havia uma maior segmentação entre as atividades bancárias e instituições financeiras. Outra crítica que se faz é em relação à denominação dada a esse momento: “momento” Minsky. De acordo com Kregel (2010), as pessoas familiarizadas com esta bibliografia reconhecem que sua abordagem tem pouco a ver com “momentos”, sendo que, na verdade, “processos cumulativos”, em períodos de estabilidade, induzem a um aumento endógeno na fragilidade financeira potencial. A fragilidade oferece um terreno fértil para a instabilidade financeira, levando a processos de deflação da dívida e ao desabrochamento da crise minskiana.

Ainda para Kregel (2010), na sua base, a crise do *subprime* não foi o resultado de um processo minskiano de crescente fragilidade financeira, mas o resultado de um simples esquema *Ponzi* pré-programado em hipotecas ruins. A abordagem de Minsky, baseada em analisar receitas e compromissos, tem sido uma ferramenta apropriada para entender que essas estruturas de hipotecas foram inerentemente frágeis desde sua criação e, depois, predestinadas a gerar instabilidade financeira e, conseqüentemente, a crise.

Após a eclosão da crise instaurou-se um grande debate com relação à configuração do atual SMI. Dentre as diversas propostas atuais desta reforma, ressurge o nome de Keynes e Minsky como fundamentais para entender a crise e para orientar as propostas de recuperação da economia mundial no pós-crise.

Entre aqueles que são críticos à teoria ortodoxa e sua visão de reforma do sistema financeiro, Kregel (2010) alerta para o fato de que as soluções oferecidas no pós-crise se restringem a ações de política econômica para o socorro do sistema, ao passo que a base da alavancagem não foi removida. Para ele, “[r]egulation of the system cannot be effective if it is simply based on measures produced to remedy and reverse the conditions generated by the current “moment”. It needs to reformulate the structure of the financial system” (KREGEL, 2010, p.3).

Portanto, para os autores heterodoxos, é necessário não somente impedir que a recessão causada pelas crises se configure em uma depressão, como, também, que sejam adotadas medidas que consigam tornar o sistema econômico menos vulnerável às suas próprias deficiências, ou seja, impedir que sua instabilidade se configure em uma situação de insuficiência de demanda efetiva (FERRARI FILHO, 2010a). Para preservar a autonomia das políticas fiscais e monetárias das nações, a teoria (pós) keynesiana propõe a criação de um *international market maker* que favoreça estabilidade, na dinâmica do sistema capitalista. Essas ideias foram, originariamente, apresentadas por Keynes em sua *International Clearing Union*, e, posteriormente e fiel aos princípios keynesianos, por Davidson (1992), na forma de sua *International Money Clearing Union* (IMCU).

De acordo com Ferrari Filho (2006), a preocupação de Keynes com a reforma do SMI está presente em diversos dos seus trabalhos, em que ele discutiu e sugeriu diferentes propostas; nas quais todas tinham o objetivo comum de criar uma moeda de reserva internacional. Essa moeda permitiria às nações assegurar o lastro de liquidez monetária conforme as necessidades de tomada de decisão do gasto dos agentes econômicos, sejam de consumo, sejam de investimento, deixando de ser um ativo especulativo e passível de entesouramento. Ela teria como função dinamizar as relações comerciais e monetário-financeiras da economia mundial.

Datada de setembro de 1941, a *International Clearing Union* foi o plano desenhado por Keynes para substituir o SMI pós-padrão-ouro. O Plano Keynes acabou polemizando, na ocasião da Conferência de Bretton Woods, em 1944, com o plano norte-americano proposto por Harry White. As ideias básicas do Plano White acabaram prevalecendo quando da criação do SMI de Bretton Woods (BOUGHTON, 2002).

Keynes se tornou um grande crítico do SMI padrão-ouro, expondo seu ceticismo com relação ao seu funcionamento e expressando, assim, as inconsistências deste sistema. Para Kregel (2009), o grande alvo da crítica keynesiana foi o mecanismo de ajustamento automático; este ajustamento não acontecia, na maior parte das vezes, através da arbitragem para eliminar diferenciais de preço, mas, sim, através de ajustamento no nível da atividade – particularmente no nível de emprego. Além disso, notou que esse processo de ajustamento quantitativo tendia a ser assimétrico entre os países deficitários e superavitários.

A grande preocupação de Keynes era que os países deficitários que experimentassem uma saída de ouro poderiam esgotar o seu estoque do metal antes que se operasse o processo de arbitragem de preço, de forma que eles teriam que tomar medidas para conter a saída desse

produto. Isso ocorria, geralmente, através de um aumento das taxas de juros, um corte no financiamento doméstico para investimento e por uma redução da renda que levaria a uma queda na demanda por importações. O equilíbrio externo aconteceria, então, às expensas de um nível menor de produto e emprego.

Países superavitários, por outro lado, poderiam simplesmente deixar seus superávits aumentarem sem permitir a expansão da oferta de ouro para induzir mudanças na política doméstica. Nenhum ônus recairia sobre o país superavitário, apenas sobre o deficitário. Sendo assim, o único ajustamento possível no sistema internacional seria redução na atividade do país deficitário e isso levaria a uma tendência de insuficiência de uma demanda global consistente com o pleno emprego. Isto, por sua vez, constrangeria a habilidade dos países que viessem a implementar políticas de pleno emprego caso outros países não optassem, também, pela adoção de tal política.

Sua preocupação é expressa na seguinte passagem:

Seria mais fácil, e com certeza mais satisfatório para todos os países, caso houvesse uma responsabilidade geral e coletiva [...] em que todos os países com posições credoras em relação ao resto do mundo como um todo sofressem sanções econômicas nas quais não fossem permitido que eles viessem a exercer uma pressão contracionista sobre a economia mundial e, por consequência, sobre sua própria economia (KEYNES, 1980, p.178)

Para resolver este problema do ajustamento assimétrico, Keynes recomendou a criação da *International Clearing Union*, em que os desequilíbrios de pagamentos temporários seriam estabelecidos por meio de uma moeda de conta nacional, *bancor*, não podendo ser comercializada em mercados privados.

A instituição *International Clearing Union*, que seria um Banco Central Mundial, teria como funções primordiais (i) facilitar os pagamentos e as transferências de dívidas entre os governos originadas durante a II Guerra Mundial, (ii) prover liquidez para o sistema econômico, agindo assim como um prestador de última instância e (iii) dinamizar a demanda efetiva mundial.

Quanto à moeda *bancor*, esta seria uma moeda de reserva internacional “que tenha aceitação entre as nações, de tal forma que (...) o sistema de compensações bilaterais entre as nações seja desnecessário, isto é, um instrumento monetário utilizado por cada nação em transações com outras nações” (KEYNES, 1980, p. 168). Esta moeda, diferente das moedas nacionais, teria como finalidade dinamizar as relações comerciais e financeiras da economia mundial, pois propiciaria a liquidez necessária à expansão da produção e do comércio global, assim como, promoveria recursos suficientes para o processo de ajustamento do balanço de

pagamentos das economias. A questão fundamental nesta moeda, partindo do papel que a moeda desempenha na teoria keynesiana, é que esta não seria passível de entesouramento pelos agentes econômicos. Isso significa dizer que o *bancor* seria “prescindido” da função reserva de valor, na medida em que seria transacionada apenas dentro do SMI. Em síntese, nas palavras de Ferrari Filho (2006, p. 88):

[...] o objetivo da Clearing Union é criar um esquema de coordenação monetária internacional que permita o pleno funcionamento do sistema econômico. Para tanto, o *bancor* é de fundamental importância na proposta de reforma monetária internacional elaborada por Keynes, uma vez que as regras, por ele propostas, impediam o entesouramento da moeda de reserva internacional (...) o *bancor* deixa de ser um ativo predominantemente de liquidez *par excellence* e passa a ser um meio veicular para dinamizar as relações reais e financeiras, presentes e futuras.

Os princípios e as regras de operacionalização da *International Clearing Union* seriam os seguintes:

[...] a proposta é estabelecer uma União Monetária (...) denominada União de Compensações Internacional, baseada na moeda bancária internacional (...) *bancor* (...) Os bancos centrais dos países membros (...) deveriam manter contas com a União de Compensações Internacional (...) A ideia consiste (...) em generalizar o princípio essencial do sistema bancário (...) igualdade de créditos e débitos. Se nenhum crédito puder ser removido para fora do sistema, porém somente transferido dentro dele mesmo, a União jamais terá dificuldades (...) As quotas dos países membros determinariam o montante de desequilíbrio no balanço de pagamentos, sendo elas estabelecidas pela média da soma das exportações e importações observadas ao longo dos três últimos anos anteriores à Guerra (KEYNES, 1980, pp.170-173, *apud* FERRARI FILHO, 2006, p.45).

Quanto ao *bancor*, este exigiria taxas de câmbio fixas (porém ajustáveis de acordo com a necessidade de cada país) em termos do ouro e aceita como o equivalente em ouro. Os bancos centrais de cada país manteriam uma conta na *International Clearing Union* através da qual ele trocava saldos com outro país a um valor definido em *bancor*. A administração do câmbio permitiria, assim, o controle de fluxos de capitais pelos países membros do SMI, o qual Keynes advogava como uma medida de necessidade permanente no sistema a ser estabelecido no pós-Guerra. Afirma, então, que

[...] *he advocacy of a control of capital movements must not be taken to mean that the era of international investment should be brought to an end. On the contrary, the system contemplated should greatly facilitate the restoration of international credit for loan purposes (...) distinguishing (a) between movements of floating funds and genuine new investment for developing the world's resources; and between movements, which will help to maintain equilibrium, from surplus countries to deficiency countries, and speculative movements or flights out of deficiency countries or from one surplus country to another* (KEYNES, 1980, p.187-7).

A questão revolucionária para que a *Clearing Union* fosse aceita não era a proposta de substituir o ouro, mas que os custos do ajustamento seriam iguais para todos os países, por capital e trabalho (KREGEL, 2010).

Davidson (1992), explorando e atualizando a ideia keynesiana, apresenta uma proposta de reestruturação do SMI, também, centrada em um órgão de compensação de uma moeda internacional, sendo estes a Agência de Compensação Internacional e a *International Monetary Clearing Unit* (IMCU), respectivamente. A nova ordem internacional sugerida pelo autor tem como alicerce a instituição de um sistema de pagamentos e de compensação internacional, com regras de ajuste, preliminarmente, acordadas pelos países e com possibilidade de controle dos movimentos dos fluxos dos capitais privados, pelos bancos centrais nacionais (BAER *et al*, 1995).

Entre os principais objetivos da abordagem de Davidson encontram-se (i) evitar problemas de insuficiência de demanda efetiva, seja via entesouramento ou via drenagem de reservas pelos países superavitários, (ii) criar mecanismos que estenda os ajustes também aos países superavitários e não apenas aos deficitários, (iii) prover cada país com instrumentos que controlem os fluxos de capitais entre os países e (iv) garantir a expansão da capacidade internacional na medida do crescimento da capacidade de produção global.

Com relação aos dos superávits, Davidson (1992) sugeriu três mecanismos que encorajassem o gasto dos excessos de reservas pelas nações credoras. O primeiro seria via balança comercial; isto é, compra de bens e serviços produzidos por qualquer país pertencente ao SMI, ou seja, importação. O segundo seria através da conta de capitais; por projetos de investimento direto em outros países. Por fim, o ajuste também poderia ser realizado por meio de transferências unilaterais; na forma de ajuda estrangeira aos países deficitários.

Uma questão fundamental retomada por Davidson é com relação aos controles de capitais, preocupação, também, presente no plano apresentado por Keynes. Para Davidson (2002), a garantia da *one-way convertibility*¹³ permite a cada nação instituir controles e regular os fluxos de capitais internacionais, caso necessário. A principal função econômica destes controles e das regulações é prevenir que mudanças repentinas no sentimento *bull-bear*, induza a mudanças dramáticas na evolução dos preços no mercado financeiro internacional, o que pode ter consequências reais devastadoras.

Existe, para o autor, um diferente espectro de controle de capitais disponível. Em uma extremidade estão os controles que impõem restrições administrativas caso-a-caso ou a uma categoria específica de gastos: incluem supervisão administrativa e controle de transações individuais para pagamentos a não residentes, via supervisão das transações internacionais

¹³ Todos os bancos centrais se comprometeriam a realizar a conversibilidade, para sua moeda interna, de depósitos de IMCUs disponíveis junto à Agência de Compensação Internacional, sendo que cada banco central estabeleceria suas próprias regras quanto à disponibilidade do dinheiro estrangeiro para os agentes privados, pois isso se daria através de transações de compensação via ICMU (Davidson, 1992).

realizada pelos bancos ou por seus clientes. Outras formas de controle de capitais são desenhadas pelo autor e incluem (a) políticas que disponibilize as divisas, mas com taxas de câmbio diferentes para cada tipo de transação e (b) a imposição de taxas específicas para transações financeiras internacionais.

Entretanto, é notável que Davidson é consciente das possíveis resistências quanto ao controle dos movimentos de capitais internacionais (BAER *et al*, 1995) e, por isso, visando tornar sua proposta mais palatável, sugeriu a organização dos países em áreas monetárias:

[...] se algum governo tiver objeções à ideia de que as disposições da IMCU permitam-lhes limitar a livre movimentação dos capitais, então esta nação está livre para se juntar a outras nações como postura similar, formando uma união monetária regional, assegurando, desta forma, um livre fluxo de recursos entre os residentes da união monetária (DAVIDSON, 1992, p.164).

Resgatando estas propostas de cunho keynesiano no pós-crise financeira internacional, Davidson (2009) ressalta que a experiência do colapso de contágio das instituições financeiras por todo o mundo é uma evidência suficiente de que a reforma do sistema de pagamentos internacional é uma necessidade urgente:

Finally, the new President should immediately convince an international conference to create a new international financial architecture similar to the International Money Clearing Union [...] Only then can each nation pursue full employment policies for its citizens without worrying about contagion from foreign financial markets depressing their national economy (DAVIDSON, 2009, p.202).

Como foi sugerido anteriormente, na eminência da crise financeira internacional, o mundo estava presenciando um grande desequilíbrio global, polarizado, por um lado, pelo expressivo déficit externo norte-americano e, por outro, pelo substancial superávit praticado por países do leste asiático, em especial a China. As circunstâncias de hoje são diferentes das observadas por Keynes. A mobilidade de capitais é muito maior e o sistema de reservas é centrado no dólar e não no ouro, mas, ainda assim, as ideias de Keynes, alicerçadas nas propostas da *International Clearing Union*, ainda são muito relevantes para prevenir futuros desequilíbrios. Isto porque a ausência de um mecanismo de ajustamento satisfatório tem resultado no renascimento das assimetrias anunciadas por Keynes (SKIDELSKY, 2010).

A preocupação com a pressão de ajustamento nos países deficitários, a despeito de sanções nos países superavitários, é, hoje, relevante. Os países tornaram-se superavitários ao descobrir as vantagens do crescimento via exportação. Porém, como apontava Keynes, esta estratégia de acumular superávits, gera, em contrapartida, países deficitários, o que pode gerar desequilíbrios globais. Desta forma, o Plano Keynes se mostrou atual e necessário para garantir a estabilidade dos preços e controlar o comércio mundial.

Pois bem, uma análise sobre a viabilidade da reforma do SMI nos moldes da teoria (pós) keynesiana é o objetivo do próximo capítulo.

4 O DEBATE SOBRE A REESTRUTURAÇÃO DO SMI NO PÓS-CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Durante o primeiro capítulo, a análise dos fundamentos da crise financeira internacional sinalizou a necessidade da reforma do SMI. Como mencionado, a crise expôs – na prática – as limitações do SMI aliadas à globalização financeira para garantir a estabilidade das economias monetárias empresariais.

É preciso perceber que a reforma do SMI não é novidade, pois tem sido discutida por alguns economistas há bastante tempo. Como Davidson (2003) apontou, no início dos anos 2000, alguns economistas, observadores do SMI, reconheciam a existência de falhas no SMI e a necessidade de sua reestruturação.

Entre as proposições apresentadas naquela ocasião, destacavam-se as de Davidson, Tobin, McKinnon e de Williansom. Recentemente, outras proposições foram inseridas no debate, quais sejam, as de Roubini, Stiglitz, Fischer e Eichengreen. Desde o final de Bretton Woods e com o avanço das medidas de cunho liberal propostas no Consenso de Washington, esses economistas têm apontado para as dificuldades do “SMI” pós-Bretton Woods em (i) mitigar os efeitos devastadores de crises cambiais e financeiras internacionais sobre as economias em geral e (ii) assegurar as condições de estabilidade monetária, equilíbrio de balanço de pagamentos e pleno emprego da economia mundial.

Portanto, apesar da necessidade dessa reforma ser historicamente reconhecida, a crise, ao atingir de forma inédita os países avançados, motivou um grande debate entre os economistas. Esse debate acadêmico pós-crise foi exposto no segundo capítulo, onde foram apresentadas as diferentes interpretações para a crise pelas escolas ortodoxas e heterodoxas, assim como suas propostas de reforma.

Saindo do escopo teórico, este terceiro capítulo tem como objetivo, primeiramente, retratar o debate que está ocorrendo nas reuniões e nas publicações das principais AM e dos órgãos multilaterais, tais como G-20, FMI e BIS, entre outros e a partir dessa demonstração, procurar identificar as questões presentes no diálogo entre essas instituições dentro das proposições de reformas traçadas no segundo capítulo, sugerindo qual proposta deveria ser adotada no pós-crise financeira internacional. Por fim, inserir a proposta no contexto do arcabouço institucionalista e avaliar qual a viabilidade de sua adoção. Em suma, este capítulo

preocupa-se em responder duas questões fundamentais: (i) Qual a direção do atual debate sobre a reforma do SMI? e (ii) Quais são as perspectivas de mudança?

O atual debate sobre a reestruturação do SMI concentra-se em três questões fundamentais: (i) o papel do dólar como moeda de comércio/reserva internacional, (ii) a eficiência do controle dos fluxos de capitais entre as nações e (iii) a necessidade de regulação coordenada do sistema financeiro global.

4.1. O DEBATE ATUAL

4.1.1. A QUESTÃO DO DÓLAR COMO MOEDA DE RESERVA INTERNACIONAL

No pós-crise os olhares se voltaram para o dólar e a sustentabilidade dos EUA, país central da dinâmica monetária e financeira global, face a sua função de emissor da moeda-chave, no equilíbrio financeiro e na coordenação do comércio mundial. Os últimos anos viram surgir uma polaridade entre EUA, como consumidor de última instância e devedor internacional, e os países emergentes, principalmente a China, como sustentadores dos déficits norte-americanos, através de suas políticas de crescimento liderada pela exportação. Esse bipolarismo foi cunhado por Dooley (2005) como Bretton Woods II. Muitos autores argumentam a favor da diminuição ou eliminação do papel do dólar da esfera global como fundamental para impedir desequilíbrios globais e, conseqüentemente, crises financeiras.

Dessa forma, ao se avaliar as raízes da crise e também suas perspectivas de recuperação, é preciso levar em conta o atual papel do dólar na economia. A ordem financeira e monetária mundial – com o dólar ocupando lugar central – induz e conduz a políticas macroeconômicas no mundo e nos EUA, em especial, que levam à construção de desequilíbrios globais (e domésticos) e embasam a estrutura de crédito internacional (e doméstica).

De acordo com Galbraith (2009), a primeira lição que se apreende no século XXI sobre o SMI, tanto com relação ao padrão-ouro quanto do SMI de Bretton Woods e do “Sistema” pós-Bretton Woods, é que esses sistemas não duram pra sempre. Por quase 40 anos, desde que o presidente Nixon rompeu com o vínculo dólar-ouro, o mundo tem aceitado,

de fato, o padrão dólar. A dependência do dólar cresceu fortemente na década passada, à medida que os países construíram reservas em dólar com o objetivo de combater a volatilidade revelada nas crises da década de 1990, principalmente as crises financeiras sofridas pela Rússia e por alguns países da Ásia. Mas, para o autor, não existe razão alguma para acreditar que o padrão dólar perdurará. Para Hermann (2008), apesar dessa discussão existir há algum tempo, somente agora, quando os malefícios da globalização financeira atingiram os países ricos, o discurso oficial com relação ao SMI começou a mudar.

Pelo fato de o dólar ser o centro da ordem monetária internacional, as instituições financeiras americanas têm desfrutado de uma posição privilegiada nas finanças globais:

[...] replacing gold—a pure asset—with dollar-denominated Treasury debt transformed the global financial system from one that was asset-based to one that is debt-based. Geopolitically, the T-bill standard made the United States immune from traditional balance-of-payment and financial constraints, enabling U.S. capital markets to become highly debt-leveraged and “innovative” (HUDSON, 2010, p.5).

Essa ordem é, então, notavelmente assimétrica, sendo que o comportamento do país vantajoso é de grande importância sistêmica; porém, ainda assim, é também condicionada pela conduta dos outros participantes. Na falta de um novo acordo à *la* SMI de Bretton Woods, o dólar continuará a sustentar sua posição global, perdendo espaço lentamente, enquanto outros poderes o alcançam e amadurecem (BERGSTEN, 2009).

A perda de poder do dólar mostra-se, para alguns autores, como uma tendência natural no pós-crise, à medida que o ativo vai perdendo a confiança dos agentes econômicos, pois

[o] fim do padrão-ouro, sem pompa nem circunstância, inaugura uma era de moeda internacional inteiramente fiduciária, ou seja, baseada na confiança; se essa vier a faltar, a crise que nos aguarda será de proporções ainda maiores do que as que temos experimentado (TEIXEIRA, 2000, p.12),

afirmando que a crise atual segue a mesma lógica financeira das crises da década de 1990.

Da mesma forma, Skidelsky (2010) escreve que o privilégio exorbitante conferido aos EUA, como país emissor da moeda de reserva, enfraquece a disciplina do balanço de pagamentos norte-americano e, mais cedo ou mais tarde, o seduz a gastar além.

Nesse sentido, algumas propostas têm sugerido que a coordenação global do sistema monetário-cambial passa, necessariamente, pela questão da moeda de reserva internacional.

Por exemplo, Zhou Xiaochuan, governador do Banco Popular da China, foi uma das primeiras AM a questionar, no pós-crise, o atual “SMI” e o papel do dólar como estabilizador da economia mundial. Ele afirmou que o afloramento da crise e suas repercussões têm nos confrontado com uma questão antiga, mas pouco respondida: *“what kind of international reserve currency do we need to secure global financial stability and facilitate world economic*

growth, which was one of the purpose for establishing the IMF?” (XIAOCHUAN, 2009, p.1). Para ele, essa questão, como a crise atual demonstra, está longe de ser resolvida e tem se tornado ainda mais rigorosa devido à inerente fraqueza do “SMI” corrente. Dessa forma, a crise exige uma reforma criativa do SMI em direção a uma moeda de reserva internacional que tenha um valor estável, com emissão baseada em regras e oferta manejável, para atingir o objetivo de salvaguarda da economia global e da estabilidade financeira.

De acordo com Chin e Yong (2010), os analistas chineses entendem que os problemas das finanças globais e dos seus desequilíbrios têm sido desafios recorrentes desde a mudança para o SMI baseado no dólar e tem apenas piorado desde o final da década de 1990, não sendo um fenômeno novo e criado pela China. Eles lembram que tanto a Alemanha quanto o Japão têm incorrido historicamente em significativos superávits contra os EUA e também precisaram lidar com as pressões norte-americanas para valorizar suas moedas durante a era do “*dolar system*”. Sendo assim, dentro dessa lógica, consideram que a China é apenas seu último alvo. Porém, o que era um comportamento normal para os EUA – incorrerem em déficits – finalmente levou a um déficit externo ingovernável. Isso ocorreu porque a crise do *subprime* afetou a confiança dos investidores nos produtos financeiros dos EUA e os *bailouts* às instituições financeiras pelo governo norte-americano acabou por gerar uma preocupação quanto à depreciação do dólar a médio e longo prazos.

Seguindo essa ideia, Bibow (2010) afirma que o foco exclusivo na China não tem sentido algum, pois o superávit chinês só adquiriu uma significância global após 2003, enquanto a emergência do déficit norte-americano pode ser datado dos primeiros anos da década de 1990. Essa nova periferia, a leste asiática, somente veio a emergir após as suas crises de 1997-1998, eventos que convenceram o mundo em desenvolvimento a buscar aumentar sua segurança via manutenção de superávits em conta corrente, a despeito de posições de déficits. Assim, também para o autor, a preferência dos agentes econômicos em manter seus ativos em dólar como reservas internacionais e a flexibilidade que isso confere à gestão da demanda doméstica dos EUA pelo FED *vis-à-vis* o equilíbrio global, são as duas faces do dólar como moeda de reserva internacional.

Apesar dos ganhos diplomáticos com relação à declaração de Xiaochuan (2009), as autoridades chinesas acreditam que a reforma do SMI ainda está longe de acontecer, pois consideram difícil encontrar e implementar um plano de substituição ao dólar no curto prazo. Dessa forma, a solução encontrada tem sido a internacionalização do *renminbi* em suas relações com investidores e parceiros comerciais. Conforme Chin e Yong (2010) uma série de

passos incrementais foram tomados para, gradualmente, aumentar o uso da moeda chinesa como moeda internacional, tais como, por exemplo, acordos com a Rússia e o Brasil para comercializarem nas suas respectivas moedas e acordos de *swaps* cambiais com a Indonésia, Coreia do Sul, Hong Kong e Argentina, entre outros países.

Após a China dar início a esse debate, a ideia de se reformar o SMI, através da introdução de uma moeda de reserva supranacional, também começou a ser apoiada pela Rússia e outros mercados emergentes. Um comitê das Nações Unidas, presidido pelo Nobel Joseph Stiglitz, defendeu uma nova moeda de reserva global, possivelmente baseada nos *Special Drawing Rights* (SDRs) (WIJNHOLDS, 2009).

Com relação à proposta de se ampliar o papel dos SDRs na economia, o G20 sinalizou um primeiro passo nessa direção ao concordar, em abril de 2009, com a criação de US\$ 250,0 bilhões de SDRs. Nesta mesma ocasião, também, foi feita uma promessa de se aumentar a emissão para US\$ 1,0 trilhão ao longo dos próximos anos.

Mas, Wijnholds (2009) afirma que isso ainda é um passo marginal, pois os SDRs representam hoje apenas 4,0% das transações, e que para o ativo alcançar um papel significativo na dinâmica global seria necessário que esse volume aumentasse para US\$ 3,0 trilhões. Isso ocorre, pois, quando o SDR foi criado, com o rompimento do compromisso de conversibilidade do dólar ao ouro, não foi instituído outro mecanismo que convertesse os dólares em SDRs; sendo assim, o dólar continuou a ser o principal ativo de reserva internacional, em um mundo que se misturava regimes cambiais fixos, livres e administrados (SKIDELSKY, 2010).

O próprio secretário do tesouro norte-americano, Timothy Geithner, ao comentar a proposta do governador do Banco Central da China, afirmou que este plano era “*designed to increase the use of the IMF’s special drawing rights. And we’re actually quite open to that*” (CHRISTIE, 2009, p.1).

Xiaochuan (2009) acredita que os SDRs têm as características e o potencial necessários para atuar como uma moeda de reserva supranacional. Para esse fim, o FMI deve se esforçar para levar adiante a sua adoção, o que requer uma maior cooperação entre os países. Esses esforços precisariam considerar que (i) o escopo do uso do SDR deve ser ampliado para satisfazer plenamente a demanda dos países por reservas internacionais, (ii) além de atender as transações entre governos e instituições internacionais, deve ser amplamente aceito como meio de pagamento para o comércio e transações financeiras internacionais, o que reduziria a volatilidade dos preços dos ativos denominados em moedas

nacionais e o risco relacionado à eles, (iii) deve-se criar ativos financeiros denominados em SDRs para aumentar seu apelo, o que vem sendo estudado pelo FMI na forma de “*SDR-securities*”, e, por fim, (iv) a cesta de moedas que formam os SDRs deve ser expandida para incluir moedas de todas as principais economias, assim como o Produto Interno Bruto (PIB) deve ser utilizado como peso.

Bergsten (2009) aponta para a evolução de um sistema baseado em múltiplas moedas, em que outras moedas dividiriam, cada vez mais, a função do dólar nos mercados privados internacionais. Yiping *apud* Chin e Yong (2010) nota, porém, que embora a crise do *supprime* tenha enfraquecido a confiança no dólar, a maioria das moedas que conseguiu se estabelecer como “rivais” da reserva internacional, como o *pound* e o *yen*, também se enfraqueceu na decorrência da crise global. Mas, para ele, talvez o *euro* pudesse ser uma exceção nesse processo.

Ainda para Bergsten (2009), o *euro* parece ser um candidato forte e talvez também o seja o *renminbi*, caso a China realize algumas mudanças fundamentais. O autor ratifica que o duopólio euro-dólar na verdade começou desde a última década, quando a participação no comércio mundial foi estimada em 65,0% do dólar e 25,0% do euro. A competição entre moedas nacionais melhoraria as políticas econômicas e a *performance* das moedas, forçando a disciplina de mercado, dos governos e dos bancos centrais.

Galbraith (2009) acrescenta ao debate a perspectiva de que mudanças fundamentais precisam ser realizadas para que o *euro* aceite esse desafio. A primeira seria que a zona do *euro* precisaria incorrer em substanciais déficits em conta corrente, criando fluxos líquidos de ativos que são a contraparte da acumulação de reservas. Segundo, a União Européia precisaria desenvolver um ativo de reserva que desfrutasse de confiança e crédito por si só, não apenas títulos nacionais denominados em *euro*. E, por fim, os EUA teriam que embarcar em uma política de grande austeridade, renunciando à recuperação da crise. Wijnholds (2009) afirma que, além dessas medidas, seria de crucial importância que o Reino Unido adotasse o *euro*. Chin e Yong (2010) mencionam que o *euro* se apresenta como uma opção de equilíbrio no pós-crise, mas não como uma alternativa real de uma moeda de reserva internacional predominante, de forma que se mostram incrédulos na capacidade de longo prazo dessa moeda em desafiar o dólar.

Com relação aos desafios apresentados por Galbraith, é importante ressaltar que a recente crise fiscal e financeira dos países da zona do *euro*, em especial dos chamados PIIGS

(Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), é um obstáculo adicional para que o *euro* se torne uma moeda universal, a ponto, inclusive, de substituir o dólar.

Outra tentativa de resolver o problema do SMI é a retomada da proposta de uma moeda de reserva “*commodity*”, amplamente discutida e apoiada por diferentes economistas, dentre os quais Keynes e Hayek, embora nunca tenha sido testada. A ideia básica seria que aumentos na demanda por reservas ativas a demanda por *commodities* produzidas por países em desenvolvimento, de forma que haveria uma simetria automática (KREGEL, 2009).

4.1.2 A QUESTÃO DOS CONTROLES DE CAPITAIS

Como mencionado, os desequilíbrios globais tiveram um papel fundamental na crise financeira internacional. Porém, para Skideldky (2010) eles são inerentemente importantes, pois levam a reversões desordenadas provocadas por grandes movimentos de capitais, podendo gerar restrições no comércio. O autor diz que é coerente alegar que, caso a bolha de crédito não tivesse implodido previamente, a continuação dos desequilíbrios globais, que tiveram seu ápice em 2006, poderia levar – sozinho – a uma crise no dólar ou a um frenesi protecionista. De acordo com DeLong (2008), o mundo estava, às vésperas da crise do *subprime*, esperando uma crise bem diferente da crise financeira, pois a maioria dos *policymakers* não aguardava um colapso da relação “*Balance of Financial Terror*” representada pelos EUA e o Leste Asiático. Dessa forma, nomeou a atual crise como “*the wrong financial crisis*”.

Portanto, após a eclosão da crise, o debate econômico inclui em sua pauta a controvérsia sobre os controles de capitais e sua eficiência em impedir o aprofundamento dos desequilíbrios globais. O ponto inicial desse debate foi a publicação de um artigo pelo FMI no qual essa Instituição muda sua postura, radicalmente, em relação à eficiência dos controles de capitais. Assim, o dia 19 de fevereiro de 2010 – data de publicação do documento – marca, para diversos economistas, a alteração na maneira de se pensar políticas globais e arquitetar as reformas financeiras.

Em “*Capital Inflows: The Role of Controls*”, Ostry *et al* (2010), membros da equipe do FMI, mencionam que, com a economia global começando a emergir da crise financeira, os fluxos de capital voltam para as economias de mercado emergentes e que, teoricamente, esses fluxos seriam bons para atrair investimento financeiro para produção, promover a diversificação dos riscos e promover comércio intertemporal. Todavia, os países emergentes

têm percebido que esses fluxos de capitais também podem causar problemas para suas economias. Assim, o controle de capitais volta a ser discutido, pois os fluxos massivos dele levariam a bolhas de preços que podem ampliar a fragilidade financeira e o risco de crédito. Os autores começam a admitir que o controle de capitais é uma parte legítima do pacote de administração dos fluxos de entrada de capitais em certas circunstâncias.

Dessa forma, em seu *IMF Survey Online* (2010), a equipe do FMI afirma que (i) surtos repentinos nos fluxos de capitais podem impor desafios econômicos e financeiros, (ii) controle dos fluxos de capitais estrangeiros pode ser uma ferramenta útil entre as outras ferramentas disponíveis para políticas econômicas e (iii) os países precisam levar em consideração o impacto dos controles de capitais para os outros países.

Sendo assim, esse documento discute em quais circunstâncias o uso de controle de capitais, pelos países emergentes, pode ser útil para resolver problemas econômicos e financeiros, inesperados, que são resultados de ondas repentinas de capital. Admitem que, sob algumas circunstâncias, o controle de capitais seria um complemento válido para outras políticas:

[...] if the economy is operating near potential, if the level of reserves is adequate, if the exchange rate is not undervalued, and if the flows are likely to be transitory, then use of capital controls—in addition to both prudential and macroeconomic policy—is justified as part of the policy toolkit to manage inflows (OSTRY et al, 2010, p.5).

A justificativa seria que os fluxos de capitais, especialmente certos tipos de passivos, podem tornar o país mais vulnerável à crises financeiras. Baseado nessas condições, Ostry *et al* (2010) desenharam uma classificação de fluxos de capitais em ordem decrescente de risco, sendo os instrumentos de curto prazo mais arriscados do que os de longo prazo, em cada uma das seguintes categorias: (1) dívida em moeda estrangeira, (2) dívida monetária doméstica indexada ao índice de preços do consumidor, (3) dívida em moeda local, (4) investimento de portfólio e (5) investimento direto estrangeiro. De acordo com eles, as evidências empíricas mostram claramente que os controles são eficazes em mudar a composição das entradas, permitindo acesso aos passivos com maior maturidade e reduzindo a fragilidade financeira do país.

Dentro dessa lógica, uma das opções oferecidas seria taxar o capital de curto prazo, o que igualaria a diferença de preço existente entre a dívida de curto prazo e a de longo prazo, induzindo à maturidade maior dos fluxos. Nesse sentido, o tamanho ótimo das taxas dependeria do risco de liquidez, do custo social do ajuste fiscal associado e da elasticidade de substituição entre dívidas de diferentes maturidades. A exigência mínima de permanência do

capital também é considerada um bom método para aumentar a maturidade dos passivos (OSTRY *et al*, 2010).

Contudo, os autores alertam que mesmo que existam evidências para a adoção dos controles de capitais, alguns outros fatores precisam ser levados em consideração. Destacam que o uso difundido dos controles, principalmente por países economicamente relevantes, pode impedir a eliminação dos desequilíbrios globais, permitindo que os países evitem uma apreciação de sua moeda desvalorizada, onde a valorização é necessária para garantir o equilíbrio da demanda global. Além disso, a adoção do controle por alguns países também pode levar outros países a agirem da mesma maneira, de forma que o controle poderia tornar-se contagioso. Apontam para o fato disso poder ser considerado uma política *beggar-thy-neighbor*, ou seja, benéfica para o país que a adotou, mas maléfica para os países que ele mantém relações. Assim, o uso de controle de capitais deve levar em consideração os efeitos multilaterais, pois a adoção generalizada de controles por países em desenvolvimento poderia exacerbar desequilíbrios globais e atrasar outras reformas necessárias, resfriando a integração financeira e a globalização, gerando perdas no produto e no bem-estar.

Da mesma forma, e poucos meses antes da publicação deste Documento, Blanchard e Milesi-Ferretti (2009), também em um documento oficial do FMI, fizeram algumas considerações com relação à volatilidade dos fluxos de capital:

[...] capital flows—particularly for smaller economies—may be volatile, leave in a hurry, and be disruptive. Capital flow volatility can be driven by self-fulfilling factors, as well as by an underestimation of liquidity risk by borrowers. Having a large current account deficit has proven very costly in the current crisis—countries with larger initial deficits have experienced larger output declines. In all these cases, underlying shocks are interacting either with distortions—for example, a tradable sector externality leading to Dutch Disease—or with the underestimation of foreign exchange or liquidity risk by domestic borrowers. In principle, the right policy is thus to correct the externalities through taxes or subsidies, and limit the risks taken by domestic borrowers through prudential regulation or controls on capital flows (BLANCHARD; MILESI-FERRETTI, 2009, p.15).

Além do FMI, o G20 (2009) deu, igualmente, um passo importante na direção da relevância dos controles de capitais. A reunião semestral em Seoul, trouxe à tona essa discussão como um dos principais focos das reformas no pós-crise. De acordo com Helleiner (2010), até esse *Meeting*, o G20 nunca havia discutido fluxos de capitais estrangeiro em sua agenda macro-prudencial. Afirma que essa decisão do Grupo em priorizar a discussão fornece fortes evidências de que se tornou legítimo argumentar sobre o assunto.

No documento “*The G-20 Seoul Summit*” (2010), seus líderes declararam que, na medida em que a economia global tem se tornado mais interconectada e integrada, o tamanho e a volatilidade dos fluxos de capitais aumentaram bastante e que essa foi a raiz da

instabilidade desenvolvida durante a crise financeira. Por isso, a crise prejudicou mesmo os países com sólidos “fundamentos” e seu efeito foi ainda maior nas economias mais abertas. Mas afirmam que após a eclosão da crise esse problema ainda persiste. Agora, a volatilidade atual dos fluxos de capitais reflete a diferença na volatilidade de recuperação entre os países avançados e as economias emergentes, de forma que sua solução requer respostas nacionais, regionais e multilaterais.

Os líderes das vinte principais economias do mundo apontam como objetivo fundamental construir um SMI mais estável, pois mesmo com ele mostrando sua flexibilidade durante essa crise, as tensões e vulnerabilidades ainda se mostram evidentes. Para isso, se comprometeram a estudar formas de melhorar o SMI e garantir a estabilidade sistêmica da economia global. Ademais, solicitaram ao FMI que aprofundem seus trabalhos sobre o SMI, incluindo a questão da volatilidade dos fluxos de capitais.

Quando foram publicados os documentos do FMI e do G20, o debate sobre fluxos de capitais se acentuou na economia. Rodrik (2010) argumenta que houve uma mudança na posição do FMI, pois o argumento tradicional do Fundo era o de que eles não deveriam ser realizados, uma vez que os mercados financeiros são muito mais habilidosos do que os *policymakers*. Porém, alerta que a mudança precisa vir acompanhada de ações futuras, pois, dado o seu histórico tabu, pouco se sabe sobre o desenho de controles de capitais: “*with the stigma on capital controls gone, the IMF should now get to work on developing guidelines on what kind of controls work best and under what circumstances*” (RODRIK, 2010, p.1).

Da mesma forma, Subramanian (2010, p.1) questiona como esse controle seria feito: “*should they be price-based or quantity-based? What kinds of flows are best addressed, debt or portfolio? When should they be withdrawn?* Assim, propõe que o FMI use sua considerável experiência técnica para ajudar a responder a essas questões.

Hudson (2010) afirma que, no pós-crise, os próprios países, principalmente os emergentes, têm começado a tentar impor os controle de capitais e se proteger do *tsunami* de crédito que tem sido usado em diversos países para comprar seus ativos tóxicos. Como exemplo, o Brasil, que na visão do autor tem sido uma vítima e não beneficiário desses fluxos de capitais à medida que a apreciação do *real* tem corroído a competitividade de suas exportações, impôs, na forma do IOF (Imposto sob Operações Financeiras), uma taxa de 4,0% para compras de títulos por estrangeiros, sendo que atualmente ela se encontra em 6,0%. O discurso do Ministro da Fazenda, Guido Mantega, repercutiu por todo o mundo, ao afirmar que isso “não é apenas uma guerra cambial (...) isto tende a se tornar uma guerra comercial e

esta é nossa preocupação” (FOLHA, 2008). Da mesma forma, o diretor do Banco Central da Tailândia alertou que o seu país está considerando tarifas similares e restrições ao comércio de moedas para impedir a valorização de sua moeda. Também na Índia, o governador do *Reserve Bank of India* anunciou que o país vem revendo defesas contra a ameaça potencial dos fluxos de capitais.

Rodrik (2010) aponta que, mais importante do que medidas nacionais, o próximo objetivo, digno, deve ser um imposto sobre as transações financeiras globais. Estabelecido em um nível baixo, próximo de 0,05%, esse imposto arrecadaria centenas de bilhões de dólares para os bens públicos globais, ao mesmo tempo que desencorajaria as atividades especulativas de curto-prazo nos mercados financeiros.

Um grupo de ONGs se uniu e criou um imposto chamado “*Robin Hood Tax*” e tem promovido uma campanha global, através da *internet*, na qual a ideia é introduzir uma taxa de 0,05% sobre todas as transações como ações, títulos, reservas internacionais e derivativos. Isso levantaria cerca de £ 250,0 bilhões apenas no Reino Unido e o dinheiro seria usado para lutar contra a pobreza no Reino Unido e nos países em desenvolvimento.

Dessa forma, fica clara a virtude do controle de capitais como indispensável para garantir a estabilidade do sistema financeiro globalizado. Porém, por ser uma questão discutida recentemente, as formas de controle ainda estão em pauta.

4.1.3 A QUESTÃO DA REGULAÇÃO

Apesar de existir um compêndio de opiniões e visões sobre a crise financeira internacional, há, entre a grande maioria das opiniões, o reconhecimento de que os erros de regulação e supervisão nos mercados financeiros foram fundamentais para a sua eclosão. As instituições supranacionais, como o FMI, o Banco Mundial e o G20, entre outras, vêm produzindo, desde o desabrochar da crise, dossiês, artigos e manuais sobre como garantir uma maior estabilidade no mercado financeiro, buscando transparência e reformas regulatórias.

É nesse contexto que se insere Basileia III, um conjunto abrangente de medidas de reforma, desenvolvido em setembro de 2010 pelo *Basel Committee on Banking Supervision* do BIS, visando fortalecer a regulação, supervisão e gestão de risco no setor bancário. Suas principais medidas buscam (i) melhorar a habilidade do setor bancário em absorver choques

de estresses financeiros e econômicos, (ii) melhorar a gestão de risco e governança e (iii) reforçar a transparência dos bancos e a divulgação de suas informações. Os objetivos de sua reforma são (i) no nível bancário microprudencial, ajudar a aumentar a resiliência das instituições bancárias individuais em períodos de estresses, e (ii) no nível macroprudencial, atingir o sistema de riscos sistêmicos que pode ser construído através do sistema bancário, assim como a ampliação procíclica desses riscos ao longo do tempo. Essas duas abordagens de supervisão, macro e micro, são complementares, pois uma maior supervisão em nível individual do banco reduz o risco de choques sistêmicos.

De acordo com o BIS, Basileia III busca identificar as fraquezas preexistentes no setor bancário e se compromete a articular (i) maior qualidade dos capitais e níveis mais elevados de capital para assegurar que os bancos possam absorver melhor os tipos de perdas, como as associadas com a crise passada, (ii) melhor cobertura dos riscos, especialmente para atividades de mercado de capitais, (iii) um nível de alavancagem internacional que restrinja a tomada de riscos excessivos, buscando migrar para um pilar com base em uma boa calibração e adequação dos riscos, (iv) colchões de capital que devem ser construídos em épocas estáveis e que, assim, possam ser sacados nos períodos de estresse, (v) padrões mínimos de liquidez global para melhorar a resistência dos bancos aos distúrbios de curto prazo e melhorar o seu financiamento de longo prazo e (vi) padrões mais fortes para a fiscalização, divulgação e gestão dos riscos.

Os líderes do G20, reunidos em Seoul, afirmaram que a crise de 2008 foi resultado dos riscos imprudentes e irresponsáveis incorridos pelos bancos e outras instituições financeiras, combinado com grandes falhas de regulação e supervisão. Por isso, o G20 entendeu que, apesar de a prioridade inicial ter sido estabilizar de forma rápida o mercado financeiro e restaurar os fluxos de capitais, não se pode perder de vista a necessidade de “monitorar” e “regrar” os principais responsáveis pela crise.

Por conseguinte, debateu de forma persistente a reforma do SMI, afirmando que os elementos fundamentais para um novo quadro regulador financeiro incluem padrões de liquidez e de capital nos bancos, assim como medidas que permitam uma melhor regulação e garantam a eficiência de instituições financeiras sistemicamente importantes, além de supervisão e regulação mais rigorosas. Nas palavras do Comitê, *“this new framework, complemented by other achievements as outlined in the Seoul Summit Document, will ensure a more resilient financial system by reining in the past excesses of the financial sector and better serving the needs of our economies.”* (G-20, 2010).

Dessa forma, o grupo se comprometeu a realizar ações nos níveis nacional e internacional para elevar os padrões bancários e garantir que as AM implementem padrões globais desenvolvidos até aquela data, para, de forma coerente, assegurar a igualdade de condições, evitando o protecionismo e garantindo a arbitragem regular. Em particular, prometeu atender de forma plena aos padrões de liquidez e capital e resolver os problemas das instituições *too big to fail*.

4.2 A ADEQUAÇÃO DAS PROPOSTAS TEÓRICAS AO DEBATE DE REESTRUTURAÇÃO DO SMI

No segundo capítulo especificamos de que forma a ortodoxia e a heterodoxia concebem a reforma do SMI. Por um lado, a teoria ortodoxa, por acreditar na hipótese dos mercados eficientes, acredita e enuncia uma reforma em que existiriam mecanismos de regulação e supervisão capazes de corrigir as falhas de mercado que comprometem a eficiência na alocação dos recursos, permitindo que o mercado financeiro opere da melhor forma possível. Por outro lado, a teoria heterodoxa, por entender que os mercados – especialmente os financeiros – são inerentemente instáveis, busca uma reforma que consiga atacar as principais deficiências desses sistemas, suavizando as crises financeiras. Isso porque crises são entendidas pelos ortodoxos como anomalias, enquanto para os heterodoxos elas são endógenas e inevitáveis nas economias monetárias empresariais.

Dessa forma, analisando a proposta ortodoxa a partir do atual debate internacional no pós-crise, percebe-se que ela é pouco abrangente para suas demandas. É observável que o debate inclui de forma direta a questão da regulação e supervisão, por buscar uma maior transparência no setor financeiro-bancário da economia, questão cara à teoria dominante. É bom enfatizar que isso tem sido exaustivamente discutido dentro das reuniões do G20, assim como nos encontros que levaram à adoção de Basileia III. Porém, também é importante notar que, embora as discussões no *mainstream* caminhem para essa direção, as medidas dessa reforma, em questão de grau, ainda são bastante discrepantes. Muitos economistas, mesmo dentro da ortodoxia, apesar de apoiarem essa alternância para um sistema financeiro mais resiliente, ainda divergem com relação à grande parte das medidas desenhadas pelos órgãos multilaterais. Strauss-Kahn (2011), membro do *staff* do FMI, aponta para o fato de que muitos

economistas, após a crise, declararam não haver mais necessidade de reforma, afirmando com relação ao sistema financeiro que “*if it is not broke, don't fix it*”. Também fica claro que, dentro da reforma proposta por esses economistas, não existe uma preocupação maior com os desequilíbrios macroeconômicos internacionais, não o suficiente para demandar uma reestruturação do SMI. Para eles, uma reforma regulatória prudencial seria suficiente para evitar a alavancagem excessiva e impedir que o mercado financeiro permita situações de desequilíbrio.

Também o ponto relativo ao dólar ser o centro do SMI não está contemplada dentro da proposta do *mainstream*, o mesmo não ocorrendo com controles de capitais. Ambos estão no núcleo do debate macroeconômico atual, mas, infelizmente, encontram-se deslocados das proposições de reforma ofertadas por economistas dessa corrente. Apesar das publicações do FMI e G20 colocarem os controles dos fluxos de capitais no núcleo da reforma do SMI, ainda não se encontra dentro das propostas de reforma financeira dos ortodoxos a aceitação dessa ferramenta, nem publicações relevantes ressaltando sua importância.

Em contrapartida, é admissível traçar um paralelo entre as preocupações expostas pelas instituições internacionais e as proposições de reforma do SMI oferecidas pela teoria heterodoxa, especialmente a teoria (pós) keynesiana.

O pano de fundo da atual discussão econômica é a preocupação com o desequilíbrio macroeconômico global, polarizado entre os EUA e a China. Dentro desse quadro se encaixam os questionamentos sobre qual deve ser a moeda de reserva internacional apropriada e qual é a importância dos controles dos fluxos de capitais para se evitar a ocorrência de desequilíbrios e futuras crises financeiras. Portanto, como afirma Skidelsky (2010), o problema atual dos desequilíbrios em conta corrente acaba por reproduzir as mesmas dificuldades que derrubaram tanto o padrão ouro quanto o seu sucessor, o SMI de Bretton Woods.

Por conseguinte, a mesma inquietação de Keynes e de Davidson com relação aos SMI vigentes, quando propuseram seus planos, parece sentida hoje pelas principais AM e pelos *policymakers*. Os autores, na ocasião, questionavam principalmente o mecanismo de ajustamento assimétrico decorrente da existência de uma moeda privada como reserva internacional de riqueza e da presença de fluxos de capitais entre as nações; em outras palavras, enquanto os países superavitários se contentassem em manter suas reservas acumuladas na moeda internacional, os países deficitários – não emissores da moeda internacional – estariam sob pressão de ajuste.

A garantia do mecanismo de ajustamento automático para países superavitários e deficitários é o objetivo do plano heterodoxo e parece ser o ponto de partida para os esforços de reequilibrar o balanço mundial, eliminando a bipolaridade entre o superávit chinês e o déficit norte-americano.

Com relação ao papel do dólar como moeda de reserva internacional, a discussão atual aponta para a fraqueza do atual sistema ter como moeda de reserva internacional uma moeda também nacional, soberana a um país, os EUA, que lhe oferece um “privilégio exorbitante”.

O sentido de propor uma diminuição – e substituição – do papel do dólar na economia internacional, enfatizado no pós-crise financeira internacional, está diretamente relacionado aos princípios do *bancor* arquitetado por Keynes em sua ICU, assim como por Davidson em sua IMCU.

Xiaochuan (2009), pivô da retomada dessa discussão, afirmou que,

[...] *theoretically, an international reserve currency should first be anchored to a stable benchmark and issued according to a clear set of rules, therefore to ensure orderly supply; second, its supply should be flexible enough to allow timely adjustment according to the changing demand; third, such adjustments should be disconnected from economic conditions and sovereign interests of any single country* (XIAOCHUAN, 2009, p.1).

Sendo assim, para o autor, seria essencial que a reserva internacional não fosse relacionada a uma nação individualmente e que fosse capaz de manter seu valor ao longo do tempo. Para ele, isso é importante para que se eliminem os riscos de uma moeda baseada no crédito soberano e, também, pelo fato dessa moeda internacional tornar possível a criação e a administração da liquidez global.

Na proposta seminal de Keynes, o *bancor* seria um

[...] padrão monetário internacional autônomo, em que a moeda de reserva internacional, não sendo passível de retenção por parte dos agentes econômicos, possa tanto garantir a liquidez necessária à expansão da demanda efetiva e do comércio mundiais quanto propiciar os recursos suficientes para o financiamento dos desequilíbrios de balanço de pagamento de curto prazo das nações (FERRARI FILHO, 2006, p.23).

Da mesma forma, na proposta de Davidson (2003, p.8) “*the unit of account and ultimate reserve asset for international liquidity is the Internacional Money. All IMCU are held only by central Banks, not by the public, in accounts on the book of the clearing union institution*”.

Por mais que essa discussão vá ao encontro da formulação (pós) keynesiana, no sentido de uma moeda com as características do *bancor*, é preciso perceber que há, dentro das atuais propostas heterodoxas, também outras opções, como uma mudança do padrão monetário em direção ao *euro*, *renminbi* ou qualquer outra moeda nacional. Porém, elas não

seriam suficientes para garantir a estabilidade do sistema, pois o aspecto emblemático dessa possível substituição é a manutenção da condição de moeda soberana para a reserva de valor internacional.

Na falta de uma moeda que seja capaz de representar no curto prazo os objetivos dessa reforma, duas outras propostas se mostram mais coerentes: o uso de uma moeda internacional, tal qual o SDR, ou um menor peso do dólar no comércio internacional, de forma que várias moedas interagiriam entre si e diminuiria o poder de senhoriação dos EUA ou de qualquer que fosse a moeda internacional, bem como ataques especulativos contra a moeda seriam menos desastrosos para o resto da economia, evitando-se situações de insegurança que pudessem levar à insuficiência de demanda efetiva. Essa não era a proposição exata de Keynes, mas os seus objetivos, de alguma forma, dialogam entre si.

Com relação ao controle dos fluxos de capitais, o FMI e o G20 mudaram sua visão e perceberam que o controle proposto por Keynes pode ser benéfico. Quando estava formulando a *Clearing Union*, Keynes advogou que em “*control of capital movements, both inward and outward, should be a permanent feature of the post-war system*” (KEYNES *apud* OBSTFELD E TAYLOR, 2004). O grande problema para Keynes era de que não apenas esses fluxos podem ser desestabilizadores (como foram no período entre-guerras), mas também podem permitir que o desequilíbrio cresça sem limite à medida que os países podem atuar como tomadores de empréstimos no mercado privado (KREGEL, 2010). Também Davidson (2002) sinalizou a ênfase ao controle de capitais, ainda maior do que Keynes, justificada, talvez, pelo fato de Davidson estar elaborando sua teoria em um mundo de globalização financeira em que os prejuízos dos fluxos de capitais voláteis sejam mais visíveis.

É claro que as circunstâncias de hoje são diferentes das dos dias de Keynes, como afirma Skidelsky (2010). A mobilidade de capitais é muito maior do que a imaginada durante a arquitetura de Bretton Woods. Também Keynes não viu surgir um sistema baseado em uma moeda fiduciária, o dólar. Porém, e ainda assim, as suas ideias se mostram bastante relevantes para o atual debate de reestruturação do SMI, principalmente quando os organismos multilaterais passam a aceitar o benefício do controle de capitais.

Assim, quando os autores do FMI afirmaram que “*even when flows are fundamentally sound, it is recognized that they may contribute to collateral damage, including bubbles and asset booms and busts*” (OSTRY *et al*, 2010, p. 4), ou que “*capital controls on certain types of inflows might usefully complement prudential regulations to limit financial fragility and*

can be part of the toolkit” (OSTRY *et al*, 2010, p.20) eles se aproximam bastante da posição (pós) keynesiana. Davidson (2003), expondo as sugestões essenciais de Keynes para a criação de uma entidade internacional, afirma que essa seria desenhada de forma a prevenir crises financeiras ao prover cada nação com a habilidade de monitorar e, se desejável, controlar os movimentos de capitais. O autor afirma que a função primária da regulação desses fluxos seria prevenir mudanças rápidas nas taxas de câmbio, cujas consequências são desastrosas para a economia real.

Dessa forma, tanto para o FMI e o G20 quanto para a proposta de reforma heterodoxa é necessário limitar a ação dos fluxos de capitais, pois eles são inerentemente protagonistas de instabilidade. É bom enfatizar que para Keynes e as proposições apresentadas, não se objetiva eliminar os fluxos de capitais, mas, sim, administrá-lo, de forma que capitais de natureza especulativa, principalmente nas economias emergentes, sejam monitorados, pois eles podem ser disruptivos. Porém, existe espaço para os fluxos de capital estrangeiro produtivo. A grande questão é como essa separação – entre fluxos voláteis e fluxos produtivos – pode ser feita.

Por fim, quando se trata da questão da regulação dos mercados financeiros, ela se apresentou como o ponto forte da proposta de reforma do SMI elaborada pela teoria convencional, de forma que tem sido bastante discutida na maioria dos fóruns internacionais. Porém, a regulação é, também, em última instância, a grande viabilizadora da proposta (pós) keynesiana. Isso porque a necessidade de regulação expõe, claramente, o *trade-off* inerente a economias monetárias empresariais entre especulação e produção, preocupação central das formulações de Keynes.

É possível notar que as três principais questões no debate em curso realizado pelas AM, *policymakers* e instituições supranacionais são amplamente contempladas dentro da proposição de reestruturação do SMI arquitetada pela teoria (pós) keynesiana. Apesar da proposta heterodoxa trazer elementos adicionais, que não entram no debate atual, como a questão de taxas de câmbio administradas, pode-se afirmar que há, no cenário macroeconômico atual, uma convergência para as principais proposições dos heterodoxos, entre elas a ideia da ICU de Keynes e a ICMU de Davidson.

Uma vez que os argumentos acima convergem para a ideia de que a proposta (pós) keynesiana é essencial para garantir a estabilidade das economias monetárias empresariais, bem como apontam para o fato de que há uma convergência entre os alicerces da teoria heterodoxa e as principais medidas apresentadas e discutidas pelos órgãos internacionais, logo

o passo seguinte consiste em saber se existe (ou não) viabilidade de implementação de uma proposta de reforma do SMI em conformidade com a teoria (pós) keynesiana.

4.3 BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE A VIABILIDADE DE ADOÇÃO DA PROPOSTA HETERODOXA

A seção anterior sugeriu como plausível a hipótese do presente trabalho, qual seja: a reforma do SMI deve ser articulada a partir da criação de um *international global maker* – na forma da proposta de Keynes para a ICU ou, em uma versão mais moderada, a ICMU de Davidson –, condição fundamental para estabilizar a dinâmica macroeconômica das economias monetárias empresariais. Dito isso, esta seção se preocupa em fazer algumas breves considerações sobre a viabilidade de adoção dessa proposição, tangenciando a teoria institucional.

Apesar do longo debate que a crise tem proporcionado desde sua eclosão, grande parte das medidas aplicadas é marginal e não aponta, em sua essência, para a adoção de um plano de tal magnitude. Vários autores defenderam a oportunidade histórica que essa crise oferece. Para Weatherston e Goldstein (2010, p.6) “*this historic crisis presents an opportunity –for the first time in many years – for wholesale reform of the international financial architecture.*”

Goldstein (2008, p.13) afirma que

We are starting to get the beginnings of regulatory reform. But frankly I am worried that if we have a quick recovery from the crisis, which of course would be good on other grounds, the fear will dissipate, and we will go back to the same old procedures. So I hope people are at least frightened enough by this crisis to enact some meaningful regulatory reform, and I hope that we will see that, at very latest, next year.

A articulação de uma ousada reforma requer uma instituição que seja coordenada globalmente, um banco central internacional. O estabelecimento de uma nova moeda de reserva internacional, amplamente aceita e com um valor estável pode demorar um longo tempo. Para Xiaochuan (2009) essa iniciativa requer uma visão política extraordinária, além de coragem.

Existem, hoje, duas instituições internacionais capazes, teoricamente, de agir na direção dessa coordenação: o FMI e G20. Roubini (2011) aponta para o fato de que as instituições de Bretton Woods foram construídas para sustentar a hegemonia americana,

sendo essas o FMI, o Banco Mundial e, mais tarde, a Organização Mundial do Comércio. Elas garantiram o comércio e as regras financeiras globais, com o dólar sendo o principal ativo internacional.

Mas, no pós-crise, por um lado, se o império norte-americano se apresenta em um relativo declínio, por outro lado, a China ainda não parece pronta para substituir esse papel, e tampouco o *renminbi* tem essa capacidade. Portanto, para o autor, há, na verdade, um vácuo de poder institucional – chamado por ele de G-0. Assim, aponta que à medida que o G-7 evoluiu para G20 e incorporou membros com diferentes crenças no poder de mercado, no papel das leis e dos direitos de propriedades, o Grupo tornou-se um fórum burocrático em que muita coisa é discutida, porém pouco acordo pode ser realizado. Da mesma forma, o FMI também precisa ser reformado para agir na direção da adoção de um novo plano (nos moldes do Plano Keynes), deixando de ser, em última instância, simplesmente um representante dos interesses dos EUA.

Assim, a maior dificuldade parece ser o fato da reforma supor uma institucionalidade efetivamente internacional e demandar, assim, mudanças institucionais e, não menos importantes, políticas. A questão central parece ser: os países chaves do “SMI” pós-Bretton Woods abririam mão de seu poder econômico e de senhoriagem? Como fazer os EUA e a China arcarem com o peso do desequilíbrio dos seus balanços de pagamento na economia global? Isso envolve, sobretudo, um grande jogo de poder político e de interesse das grandes nações. Como afirma Skidelsky (2010, p.1) *“just as the first Bretton Woods system rested on a “grand bargain” between the US and Britain, so a new Bretton Woods would require an agreement between the leading surplus and the leading deficit country. The challenge to the statesmanship of the US and China is to strike one”*. Dessa forma parece improvável que a reforma nesses moldes seja aceita pelos referidos países.

Na ausência de uma instituição supranacional e de um acordo global dos países para a adoção de uma ampla reforma do SMI, a implementação da proposta (pós) keynesiana parece pouco viável. Entretanto, apesar dela se mostrar mais como um exercício teórico e com claras dificuldades práticas, ela deveria ser considerada um estímulo a se pensar as medidas de coordenação global. Além de reconhecer as principais dificuldades de sua adoção, faz-se necessário, também, identificar os seus elementos essenciais para que se possa avançar na discussão de uma agenda de reforma do SMI mais consistente. Isso porque, por mais que a proposta de cunho (pós) keynesiana não venha a ser adotada, muitos dos seus princípios têm se mostrado relevante hoje, vide os temas incorporados ao debate dos órgãos internacionais.

Ademais, uma revisão completa do SMI parece, apesar de necessária, ainda longe de acontecer, por mais que estejamos nos aproximando de alguns dos seus fundamentos básicos, como o controle dos fluxos de capitais e a regulação do sistema financeiro, que possibilitariam melhorar o problema dos desequilíbrios e permitiriam um desenvolvimento de um SMI mais sólido no longo prazo.

Uma das mudanças na direção de se aproveitar elementos da teoria (pós) keynesiana seria a adoção dos SDRs. Mas, ainda assim, Cooper (2009, p.1) afirma que “*it would take years for the SDR to be accepted across global transactions and reserve*”. Wijnholds (2009, p.1) retoma a mesma problemática sugerida anteriormente: “*what are the chances of adopting a scheme of this kind today? Is the US prepared to go along with a reform of the international monetary system that reduces the dollar’s role?*”

Como a história mostra, a crise de 1929 e os anos de depressão que a acompanharam foram capazes de produzir uma nova Economia, tanto na teoria quanto na prática. Os fundamentos da escola clássica não foram suficientes para impedir que o mundo experimentasse indicadores sociais e econômicos devastadores. Dessa forma, abriu-se espaço para novas formas de se pensar o mercado, as finanças e o papel do Estado. No âmbito das ideias surgiu a macroeconomia de Keynes, fundamental para a recuperação mundial. Na política, acompanhando essa nova doutrina, viu-se erguer as instituições do *New Deal*, uma forma de se atenuar as enormes incertezas existentes na época (MINSKY, 1996). No pós-II Guerra Mundial, o medo de uma nova recessão aos moldes dos anos 1930 fez nascer uma coordenação global entre os países na forma do SMI de Bretton Woods, que possibilitou um crescimento sustentado da economia por quase três décadas.

Como mencionado no primeiro capítulo, muitos economistas apontam semelhanças entre a Grande Depressão e a Grande Recessão. Porém, porque agora temos uma teoria distinta da clássica para nos apoiarmos – “*we have Keynes*” –, a solução para a última crise foi menos dolorosa do que a solução da primeira. Optou-se, de forma prudente, por salvar as grandes financeiras, mitigando, assim, os efeitos de uma crise bancária sistêmica. Os indicadores do mercado financeiro rapidamente se recuperaram, a despeito dos indicadores reais da economia.

Salvar os mercados financeiros mostrou-se necessário e indispensável. Porém, uma consequência distorcida dessa opção parece ter sido o adiamento de uma reforma mais profunda do SMI. A crise de 1929 foi assustadora o suficiente para exigir uma mudança do sistema, enquanto a atual, apesar de identificar o problema dos mercados auto-reguláveis e

auto-suficientes e se apoiar no Estado para sua recuperação, ainda não deu sinais vitais em direção a essa mudança. Algumas mudanças, claramente necessárias, têm sido advogadas, como a questão da administração dos fluxos de capitais, ao passo que mudanças mais profundas indo ao encontro da problemática keynesiana ainda parecem longe de se tornar realidade.

As raízes da teoria institucional dialogam com essa questão. Para Veblen, considerado a matriz do pensamento institucionalista, as instituições são formadas por hábitos, normas e padrões de comportamento. Assim, os hábitos moldam as instituições, ao mesmo tempo em que as instituições também moldam os hábitos. Veblen (1899, p.190) escreveu que “*the situation of today shapes the institutions of tomorrow through a selective, coercive process, by acting upon men’s habitual view of things*”. Esse processo é conhecido como *reconstitutive downward causation*. Segundo Hodgson,

Institutions are enduring systems of socially ingrained rules. They channel and constrain behavior so that individuals form new habits as a result. People do not develop new preferences, wants or purposes simply because “values” or “social forces” control them. Instead, the framing, shifting and constraining capacities of social institutions give rise to new perception and dispositions within individuals. Upon new habits of thought and behavior, new preferences and intentions emerges as a result, shared habits are the constitutive material of institutions, providing them with enhanced durability, power and normative authority. (...) Habits are formed through repeated thoughts or behaviors in a specific type of social setting. Habits are individual neural connections and mechanisms, but they bear a social imprint. Reconstitutive downward causation, from specific social structure to individual, operates by creating and molding habits (Hodgson, 2004, p. 331-332, grifos nossos).

Dessa forma, a parte fundamental da teoria institucionalista – e vebleninana – está no fato de que as pessoas não desenvolvem novas preferências, vontades ou decisões simplesmente porque valores ou forças sociais os controlam.

Também para North (1990), outro expoente da teoria institucionalista, grandes mudanças institucionais ocorrem constantemente na margem, de forma que o quadro institucional é geralmente estável. Essa estabilidade é um produto da dependência da trajetória, de forma que os *policymakers* e os *institution designers* tendem a se estagnar no quadro institucional que criaram e resistir a mudanças que possam tirar deles o poder. Dessa forma, uma vez que as instituições costumam mudar como o resultado de um processo longo e muitas vezes doloroso de adaptação, as mudanças são sustentadas apenas se o sistema de crenças e normas mudarem também.

Diante dessa ideia, propõe-se uma reflexão sobre qual é a capacidade efetiva de uma mudança no SMI ser incorporada via demanda dos indivíduos e do mercado, visto que ela não

viria de uma mudança dos hábitos, mas, sim, de uma decisão coordenada de AM, principalmente no caso da implementação da proposta (pós) keynesiana.

Porém, identifica-se nesse momento histórico, de pós-crise financeira internacional, assim como foi frisado em algumas das considerações acima, um momento de transição, de insatisfação dos indivíduos. Dessa forma, em que medida os hábitos e os desejos das pessoas foram suficientemente alterados durante esse período, a ponto de possibilitar a adoção de medidas não apenas marginais, mas radicais, como as de reforma do SMI? Se for assim, a reforma não seria apenas uma medida de coordenação das autoridades, como uma restrição vinda de cima para baixo, mas seria corroborada pela insatisfação atual dos agentes econômicos.

Dentro do objeto de estudo deste trabalho e com essa breve análise institucionalista, as respostas de política no pós-crise parecem mostrar que talvez os hábitos dos indivíduos não tenham sido alterados, ou seja, não se abalaram o suficiente para demandar das AM uma mudança desse patamar. Da mesma forma, também uma maior coordenação por parte das AM ainda não foi sinalizada, de forma que as estruturas institucionais e políticas remanescentes ainda se mostram bastante sólidas. Acreditando que crises financeiras são recorrentes às economias monetárias empresariais, e exacerbadas pela configuração do atual “SMI”, talvez a atual crise financeira internacional não tenha sido severa o suficiente, como a de 1929, para requisitar as mudanças necessárias no comportamento dos indivíduos e da sociedade como um todo. Ao mesmo tempo as respostas das AM foram brandas o suficiente para permitir que outras crises ocorram. Talvez, a reforma seja, ainda, uma medida reservada para uma nova, e inevitável, crise financeira, caso a reforma heterodoxa, ou seus principais elementos, não sejam adotados.

Por fim, é relevante terminar essa discussão com as palavras de Davidson (2003, p.17):

Some think that this clearing union plan, like Keynes's bancor plan, a half century earlier, is Utopian. But if we start with the defiatist attitude that is too difficult to change the awkward system in which we are trapped, then no progress will be made. Global depression does not have to happen again if our policy makers have sufficient vision to develop this Post Keynesian approach. The health of the world's economic system will simply not permit us to muddle through.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi investigar a necessidade de reestruturação do SMI após a crise financeira internacional, assim como apontar qual o formato mais adequado para essa reestruturação.

O primeiro capítulo buscou inserir a crise financeira internacional de 2008 dentro da configuração do atual SMI e do processo de globalização financeira, assim como analisar os fundamentos da crise, procurando entender suas origens, desdobramentos e lições. Dessa forma, identificou-se a crise como o resultado da inconsistência do atual SMI, baseado no dólar como moeda de reserva internacional, e do aprofundamento dos movimentos de globalização financeira, que deixaram a economia, desde o rompimento dos acordos de Bretton Woods, suscetíveis a recorrentes crises financeiras. O processo de globalização financeira criou um mercado financeiro global, desregulado, que na busca acirrada por lucros, acabou disseminando diversas inovações financeiras. Essas inovações possibilitaram, em última instância, o desenvolvimento da crise e também sua propagação por toda a economia mundial.

A crise demandou, das autoridades monetárias de diversos países, políticas econômicas expansionistas, de forma a evitar a sua propagação e mitigar seus danos. Ao verificar suas lições, constatou-se que os mercados – em especial os financeiros – não são eficientes, não se auto-regulam, nem se auto-equilibram. Por conseguinte, demonstrou-se que a crise indicou que existe espaço para a regulação e para o Estado. Ademais, esclareceu que o processo de globalização financeira não é incontestavelmente benéfico e as implicações sociais e econômicas das crises financeiras são muito mais dramáticas no contexto de globalização. Por fim, sinalizou-se que a crise apontou a necessidade de uma coordenação global para que o mundo consiga se recuperar da crise.

Este primeiro capítulo assinalou, então, que a crise demandou a reforma do atual SMI. O debate sobre a reestruturação e a escolha pela proposição mais adequada foram o objetivo dos próximos capítulos.

O segundo capítulo expôs o debate pós-crise incitado dentro da academia e as diferentes visões das escolas ortodoxas e heterodoxas – em especial a (pós) keynesiana – sobre as razões para a ocorrência da crise e a conseqüente necessidade de reestruturação do SMI.

Indicou-se que, para a visão ortodoxa, a crise ocorreu, em suma, por erros de política macroeconômicas nos EUA e erros de regulação supranacionais, assim como por anos de desequilíbrio macroeconômicos mundiais. Apontam como reforma do SMI a necessidade de uma melhor supervisão e regulação prudencial, permitindo, assim, um bom funcionamento do mercado financeiro, ou seja, dar às instituições financeiras os incentivos socialmente corretos para a assunção do risco.

Por outro lado, mostrou-se que a teoria (pós) keynesiana entende as crises financeiras internacionais não como uma anomalia, mas como um fenômeno intrínseco à uma economia monetária da produção, na qual não existe um *global market maker* capaz de garantir a estabilidade econômica mundial. Essa teoria destaca a formação das expectativas pelos agentes (sujeitas à incertezas) como fundamentais para as decisões de investimento; a crise, ao frustrar essas expectativas dos agentes produziu uma situação de insuficiência de demanda efetiva, gerando queda no emprego e no produto de diversas economias, configurando-se em uma situação de recessão. Para tanto, sugeriu-se que esta teoria aponta para uma revisão completa do atual SMI e sinaliza para uma mudança do sistema em direção à proposta por Keynes em sua *Clearing Union*, ou por Davidson em sua IMCU. O ponto fundamental dessa proposta é a substituição do dólar como moeda de reserva internacional por uma moeda internacional não passível de liquidez pelos agentes privados, emitida por um Banco Central Mundial, sendo esse banco capaz de garantir a liquidez internacional.

O capítulo 3 expôs, inicialmente, o debate em curso nas atuais reuniões e publicações das principais instituições multilaterais. Indicou-se que esse debate se concentra em três pontos fundamentais: o papel do dólar como moeda de reserva internacional, a discussão sobre a legitimidade dos controles dos fluxos de capital e a necessidade de uma regulação financeira coordenada.

A partir disso, a presente dissertação avança ao sugerir que as proposições deste debate dialogam com a visão (pós) keynesiana a respeito da crise e da reestruturação do SMI, sendo possível encontrar os três pontos do citado debate dentro dessa proposta. Em contraposição, a teoria ortodoxa não alcança essas demandas, tratando apenas a questão da regulação. Dessa forma, atendeu-se a hipótese do trabalho, afirmando que a reestruturação do SMI, sustentado nas bases da teoria (pós) keynesiana, é condição necessária para a estabilidade das economias monetárias empresariais.

A questão enfatizada, ainda no terceiro capítulo, é que o mérito da teoria (pós) keynesiana em resgatar a ideia da *Clearing Union* se torna bastante claro em meio a esta crise.

Sendo assim, a proposta de reestruturação do SMI à lá Keynes, se mostra como necessária para estabilizar a atividade econômica e impedir que novas crises ocorram. Mas, o ponto conflitante, identificado por este trabalho, é se a proposta, apesar de necessária, seria, também, suficiente para essa estabilização. Procurou-se tangenciar esta questão inserindo-a brevemente na capacidade institucional da proposta. Sugere-se para futuros trabalhos uma análise fundamentada da viabilidade institucional da adoção da proposta de reforma do SMI sugerida pela escola (pós) keynesians.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. **The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism.** Quarterly Journal of Economics, Cambridge, MA, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALLIANCE OF LIBERALS AND DEMOCRATS FOR EUROPE - ALDE. **The International Financial Crisis: its causes and what to do about it?** Liberal and Democrats Workshop. 27, fev. 2008. Disponível em: http://www.alde.eu/fileadmin/webdocs/key_docs/Finance-book_EN.pdf Acesso em: 10, abr. 2010.
- AMOÊDO, J. D. F. B. **Temas para a Nova Regulamentação do Setor Bancário.** In: A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova Arquitetura Internacional e o Contexto Regulatório Brasileiro. Rio de Janeiro, setembro, 2009. Disponível em: http://www.neoinvestimentos.com.br/download/biblioteca/Reforma_Sistema_Financeiro_Internacional.pdf Acesso em: 11, jun. 2010.
- BAER, M.; CINTRA, M. A. M.; STRACHMAN, E.; TONETO JR, R. **Os desafios à organização de um padrão monetário internacional.** Economia e Sociedade (UNICAMP), Campinas: IE/Unicamp, n. 4, p. 79-126, 1995.
- BCE. **Euro Area Fiscal Policies and the Crisis.** Occasional Paper, No 109, Abril, 2010. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu>. Acesso em: 01, dez. 2010.
- BERGSTEN, F. C **The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis.** Peterson Institute for International Economics. Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, Novembro/Dezembro 2009. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1312> Acesso em: 01, dez. 2010.
- BIBOW, J. **The Global Crisis and the Future of the Dollar: Toward Bretton Woods III?** Working Paper No. 584. New York: Levy Economics Institute of Bard College. 2010.
- BLANCHARD, O. J. **Sustaining a Global Recovery.** Finance & Development, Setembro, 2009, Volume 46, Number 3. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/blanchardindex.htm>. Acesso em: 01, out. 2010.
- BLANCHARD, O. J.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy.** Staff Position Note No.2010/03. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. 2010.
- BLANCHARD, O.; MILESI-FERRETI, G.M. **Global Imbalances: In Midstream.** In: IMF Working Paper, dezembro, 2009.
- BOUGHTON, J. M. **Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System.** IMF Working Paper, 02/52. Washington: International Monetary Fund. 2002.
- BRAINARD, L. **Two Years after the Crisis: The Global Economic Agenda.** Prepared remarks delivered at the event "Two Years after the Crisis: The Global Economic Agenda" julho, 2010. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1632>. Último acesso: 04, Nov. 2010.

CARNEIRO, R. M. **Globalização financeira e inserção periférica**. Economia e Sociedade UNICAMP, Campinas/SP, v. 13, n. 13, p. 57-92, 1999.

CARNEIRO, R. M. **O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidade e riscos**. IE/Unicamp. Publicado nos Textos Avulsos do CECOM, nº 4 agosto, 2010. Disponível em: <http://pt.scribd.com/doc/43778934/Desenvolvimento-pos-crise-Ricardo-Carneiro>. Acesso em: 03, out. 2010.

CARVALHO, F. J. C. **Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: A Teoria De Uma Economia Monetária**. In: Ensaio sobre Economia Política Moderna: Teoria e História do Pensamento Econômico. São Paulo, Marco Zero. 1989.

_____ **Entendendo a Recente Crise Financeira Global**. In: Ferrari Filho, F.; Paula, L. F. (orgs.) I Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, 2008. Disponível em: <http://www.pppe.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>. Acesso em: 07, set. 2009.

_____ **O retorno de Keynes**. Novos Estudos, nº83 março, 2009. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002009000100006&script=sci_abstract. Acesso em: 20, jul. 2010.

CARVALHO, F. J. C.; KREGEL, J. **Crise financeira e déficit democrático**. Rio de Janeiro: Ibase, 2009. Disponível em: [http://www.ibase.org.br/userimages/liv2_ibase_fer_port\[1\].pdf](http://www.ibase.org.br/userimages/liv2_ibase_fer_port[1].pdf). Último acesso: 05, abr. 2010.

CHIN, G.; YONG, W. (2010). **Debating the International Currency System: What's in a Speech?** In: The New Face of Global Finance? World Security Institute (WSI), Washington, DC, Estados Unidos, Vol 6. No.1, 2010.

CLAESSENS S.; DELL'ARICCIA G.; IGAN D.; LAEVEN L. **Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis**. In: IMF Working Paper, fevereiro, 2010.

COLANDER, D.; FÖLLMER, H.; HAAS, A.; GOLDBERG, M.; JUSELIUS, K.; KIRMAN, A.; LUX, T. **The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics**, 2009. Disponível em: <http://ideas.repec.org/p/kie/kieliw/1489.html>. Acesso em: 25, abr. 2009.

CONCEIÇÃO, O. A. C.; FERRARI FILHO, F. **The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics**. Journal of Economic Issues, New York, v. 34, n. 3, p. 579-594, 2005.

COOPER, R. N. **The Future of the Dollar**. Policy Brief 09-21, Peterson Institute for International Economics. 2009.

CORAZZA, G. **Keynes e o nosso tempo: estado, moeda e liberalismo**. In: Fernando Ferrari Filho. (Org.). Teoria Geral: setenta anos depois. 1 ed. Porto Alegre: Editora da UFRGS, p. 61-84, 2006.

CORNFORD, A. (2006). **Basiléia II: O Novo Acordo de 2004**. In: Mendonça, A. R. R.; Andrade, R. P. (orgs.). Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia. Campinas, SP: Unicamp-IE, 2006.

CUNHA, A. M. **A Crise Financeira Global: em busca de um novo Bretton Woods**. In: II

Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2009, Porto Alegre, RS. CD-Room do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Porto Alegre, RS : Associação Keynesiana Brasileira, 2009. v. 1. p. 1-25, 2009.

DAVIDSON, P. **Reforming the world's money.** Journal of Post-Keynesian Economics, Knoxville, v.15, n.2, p.153-79, 1992/93.

_____ **Post Keynesian Macroeconomic Theory.** Aldershot: Edward Elger. 1994.

_____ **Colocando as evidências em ordem:** macroeconomia de Keynes versus velho e novo keynesianismo. In: LIMA, G. T.; PAULA, L. F. e SICSÚ, J. (Orgs.). Macroeconomia Moderna. Rio de Janeiro: Campus, p.35-64, 1999.

_____ **The future of the international financial system.** Journal of Post Keynesian Economics. Paper presented at Conference on the Future of Economics at Cambridge University, September 18, 2003.

_____ **John Maynard Keynes.** In: Great Thinkers in Economics. Palgrave, 2009.

DELONG, J. B. **The wrong financial crisis.** 2008. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2383>. Acesso em: 22, jul. 2010.

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDU, D., GARBER, P. **Internacional Financial Stability,** Deutsche Bank. 2005. Disponível em: <http://econ.ucsc.edu/~mpd/> Acesso em: 04, ago. 2010.

DOW, S. **A teoria monetária pós-keynesiana para uma economia aberta.** In: FERRARI FILHO, F; PAULA, L.F.R. (Org.). Globalização financeira: ensaios macroeconomia aberta. Petrópolis: Vozes, p. 8-105, 2004.

DYMSKY, G. A. **Is Financial Governance Feasible in the Neoliberal Era?** Reflections on the Post-War Evolution of Financial Risk. 2008. Manuscrito.

EATWALL, J.; TAYLOR, L. **Global Finance at Risk.** New York: The New Press, 2000.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital:** uma história do sistema monetário internacional. Tradução Sergio Blum. 34 Ed. São Paulo: 2000.

_____ **Global Imbalances: the blind men and the elephant.** Issues in Economy Policy No.1, janeiro, 2006. Disponível em: <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/policy/KyotoPaper.pdf> Acesso em: 15, ago. 2010.

EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K.H. **A Tale of Two Depressions.** 2010. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> Acesso em: 14, set. 2010.

FARHI, M. **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem.** Revista Economia e Sociedade, Campinas, v.13, p.93-114, dezembro, 1999.

FARHI, M.; PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. **A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional.** In: Ferrari Filho, F.; Paula, L. F. (orgs.) I Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

FERRARI FILHO, F. **Política Comercial, Taxa de Câmbio e Moeda Internacional:** uma

análise a partir de Keynes. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

_____ **The necessity of reforming the international monetary system.** In: Arestis, P.; Oreiro, J.L.; Sobreira, R. (eds.). *The Financial Crisis: policy and implications.* Basingstoke, Palgrave Macmillan, p. 211-232, 2010a.

_____ **The international financial crisis and its effects on South American countries.** 2010b. Manuscrito.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. **Crise financeira e reestruturação do sistema monetário internacional.** *Indicadores Econômicos FEE (Impresso)*, v. 37, p. 113-117, 2009.

FOLHA. **Guerra cambial está se transformando em guerra comercial**, diz Mantega ao "FT" data: 09/01/2011. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/857258-guerra-cambial-esta-se-transformando-em-guerra-comercial-diz-mantega-ao-ft.shtml>. Acesso em: 15, jan. 2011.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. **A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done.** *Cambridge Journal of Economics*, 33, p. 685-702, 2009.

G20. **The G20 Seoul summit: leader's declaration.** Novembro, 2010. Disponível em: http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit_declaration.pdf Acesso em: 11, dez. 2010.

GALBRAITH, J. K. E HALE, T. **Income Distribution and the Information Technology Bubble** LBJ School of Public Affairs. University of Texas Inequality Project, Working Paper 27 janeiro, 2004.

GALBRAITH, James K. **Financial and Monetary Issues as the Crisis Unfolds**, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, n.º 103, 2009.

GOLDSTEIN, M. **The Subprime Credit Crisis: Origins, Policy Responses, and Reforms.** In: Peterson Institute for International Economics, 2008. Disponível em <http://www.iie.com/publications/papers/20080612goldstein.pdf>. Acesso em: 29, set. 2010.

GOLDSTEIN, M.; VERON, N. **Too Big to Fail: The Transatlantic Debate.** Working. In: Peterson Institute for International Economics, Paper Series WP11, janeiro, 2011.

GREENSPAN, A. **Testimony of Dr. Alan Greenspan Committee of Government Oversight and Reform**, outubro, 2008. Disponível em: <http://clipsandcomment.com/wp-content/uploads/2008/10/greenspan-testimony-20081023.pdf>. Acesso: 11, jan. 2011.

_____ **O FED não causou a bolha habitacional.** *Valor Econômico*, p. 05, 12 de março, 2009.

GUTTMANN, R. **Basiléia II: Uma Nova Estrutura para a Regulação da Atividade Bancária Global.** In: Mendonça, A. R. R.; Andrade, R. P. (orgs.). *Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia.* Campinas, SP: Unicamp-IE, 2006.

HELLEINER, E. **Seoul G20 Commentaries.** Novembro, 2010. Disponível em:

<http://www.cigionline.org/publications/2010/11/lasting-legacy-financial-regulatory-reform>. Acesso em: 21, dez. 2010.

HERMANN, J. **Da liberalização à crise financeira americana**: a morte anunciada chega ao paraíso. In: Ferrari Filho, F.; Paula, L.F. (orgs.). Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, p.29-34, 2008.

HODGSON G., M. **Veblen and Darwinism**. International Review of Sociology/Revue Internationale de Sociologie, Cambridge University, Vol. 14, No. 3. 2004.

HUDSON, M. **Why the IMF meetings failed, and the coming capital controls**. Policy Note 2010 /3, New York: Levy Economics Institute of Bard College. 2010.

IMF Survey Online. **Controls on Capital Part of the Policy Mix**. In: IMF Survey online, fevereiro, 2010. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/POL021910A.htm>. Acesso em: 11, dez. 2010.

JOHNSON, S. **Too Big to Fail or Too Big to Save?** Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions. Peterson Institute for International Economics, abril, 2009. Disponível em <http://www.piie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchID=1187>. Acesso em: 15, dez. 2010.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda**. 2 Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

_____ **Activities 1940-1944: shaping the post-War World, the Clearing Union**. London, Macmillan In: The Collected Writings of John Maynard Keynes, v.25, editado por D. Moggridge, 1944/1980.

KNIGHT, F. H. **Risk, uncertainty and profit**. Chicago: Chicago Press University. 1921.

KREGEL, J. **Is This the Minsky Moment for Reform of Financial Regulation?** Working Paper No. 586. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2010.

_____ **Some Simple Observations on the Reform of the International Monetary System**. The Levy Economics Institute of Bard College, a Public Note, 2009/08. 2009.

LOURENÇO, A. L. C. **O pensamento de Hyman P. Minsky**: alterações de percurso e atualidade. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3, p. 445-474, dezembro, 2006.

MALAN, P. **A Coordenação Internacional da Regulação Financeira é Viável?** In: A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova Arquitetura Internacional e o Contexto Regulatório Brasileiro. Rio de Janeiro, setembro, 2009.

MENDONÇA, A. R. M. **Regulamentação Bancária, Gestão de Riscos e Geração da Desordem Financeira**. In: Ferrari Filho, F.; Paula, L. F. (orgs.) I Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. Binghamton, Yale University Press. 1982.

_____ **Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies**. Journal

of Economic Issues 30 (2), p. 357-68, 1996.

MISHKIN, F. S. **Anatomy of a Financial Crisis**. Journal of Evolutionary Economics, n.2, p.115-130, 1992.

MOHAN, R. **Global financial crisis - causes, impact, policy responses and lessons**. 7th Annual India Business Forum Conference, London Business School, Londres, abril, 2009.

MOLLO, M. L. R. **Crise e Deflação de Ativos: por quê?** In: Ferrari Filho, F.; Paula, L. F. (orgs.) I Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change, and Economic Performance**. New York: Cambridge University Press. 1990.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth**. New York: Cambridge University Press, 2004.

OSTRY, J.D., GHOSH, A.R., HABERMEIER, K. F. CHAMON, M., QURESHI, M.S., REINHARDT, D.B.S. **Capital Inflows: The role of Controls**. Staff Position Note No.2010/04. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. 2010.

PAULA, L. F.; ALVES JR, A.; FERRARI FILHO, F. **Post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system**. Journal of Post Keynesian Economics, 22 (2), Winter, p.207-25, 1999-2000.

PRATES, D. M. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa**. In: CARNEIRO, Ricardo et al. **Gestão estatal no Brasil: as armadilhas da estabilização 1995-1998**. São Paulo: Edições Fundap, p.19-69, 2000.

_____ **Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa**. Tese Doutorado em Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

_____ **As Assimetrias do Sistema Monetário Internacional**. Revista Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, maio/agosto 2005.

_____ **O Efeito-contágio da Crise Global sobre os Países Emergentes**. In: Ferrari Filho, F.; Paula, L. F. (orgs.) II Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, 2010.

RODRIK, D. **The death of globalization consensus**. 2008. Disponível em: <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik21/English>. Último acesso: jan/2011.

_____ **The end of an era in finance**. 2010. Disponível em <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik41/English>. Último acesso: jan/2011.

ROUBINI, N. **Our G-Zero World**. 2011. Disponível em: <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini35/English>. Acesso em: 01, fev. 2011.

SADDI, J. **A separação de funções dos bancos**. Valor Econômico, 21/06/2010. Disponível em <http://www.insper.edu.br/noticias/2010/06/23/separacao-de-funcoes-dos-bancos> Acesso em 15, dez. 2010.

SKIDELSKY, R. **Keynes: The Return of the Master**. New York, Ed. Perseus, 2009.

_____. **Keynes, Global Imbalances, and International Monetary Reform, Today**. Rebalancing the Global Economy: In: Claessens, S.; Evenett, S.; Hoekman, B. (eds), A Primer for Policymaking. Disponível em: <http://www.skidelskyr.com/site/article/keynes-global-imbalances-and-international-monetary-reform-today/> Acesso em: 10, jun. 2010.

SOBREIRA, R. **Os Derivativos e a Crise de Crédito**. In: Ferrari Filho, F.; Paula, L. F. (orgs.) I Dossiê da Crise. Curitiba, FIEP/ Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

STIGLITZ, J, WEISS, A, **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. American Economic Review 71, p.393-410, 1981.

STRAUSS-KAHN, D. **Toward a More Stable International Monetary System**. In: Opening Remarks, Lecture and Discussion: "Towards a more stable international monetary system" Washington DC, Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/021011.htm> Acesso em: 10, fev. 2011.

SUBRAMANIAN, A. **Time For Coordinated Capital Account Controls?** 2009. Disponível em: <http://baselinescenario.com/2009/11/18/time-for-coordinated-capital-account-controls/> Acesso em: 15, dez. 2010.

TARULLO, D. K. **Financial Regulation in the Wake of the Crisis**. In: Federal Reserve Board Remarks apresentado no evento do Peterson Institute "Global Financial Regulation Reform in the Wake of the Crisis" Junho, 2009. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20090608a.htm> Acesso em: 01, ago. 2010.

TAVARES, M. C.; MENLIN, L.E. **Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana**. In: TAVARES, M. C; FIORI, J. L. (Orgs.) Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, p. 55-86, 1997.

TAYLOR, J. **Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Maio/Junho, 2010.

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

THE GROUP OF THIRTY (G-30). **Financial Reform: a framework for financial stability**. Washington, D.C., The Group of Thirty, pp.77. 2008. Disponível em: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/policy%20page/G30Report.pdf> Acesso em: 04, fev. 2010.

VEBLEN, T. B. **The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions**. New York: Macmillan. 1899.

WEATHERSTON, D.; GOLDSTEIN, M. **Confronting Asset Bubbles, Too Big to Fail, and Beggar-thy-Neighbor Exchange Rate Policies**. Policy Brief at Peterson Institute for International Economics. Disponível em <http://www.piie.com/publications/pb/pb10-03.pdf> Acesso em: 25, set. 2010.

WHALEN, C. J. **The U.S. Credit Crunch of 2007: A Minsky Moment**. Public Policy Brief,

The Levy Economics Institute of Bard College No. 92, 2007.

WHITE, W. R. **Should Monetary Policy "Lean or Clean"?** Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 34, 2009. Disponível em: <http://www.dallasfed.org/institute/wpapers/2009/0034.pdf>. Acesso: 21, nov. 2010.

WIJNHOLDS, O. **The Dollar's Last Days? 2009**. Disponível em <http://www.project-syndicate.org/commentary/wijnholds1/English>. Acesso em: 03, set. 2010.

WILLIAMSON, J. **Remarks to the Center for Strategic and International Studies**. 2002. Disponível em: <http://www.state.gov/s/d/former/steinberg/remarks/2011/169295.htm> Acesso em: 12, out. 2009.

WRAY, L.R. **Basiléia II e a Estabilidade Financeira**. In: Mendonça, A. R. R.; Andrade, R. P. (orgs.). Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia. Campinas, SP: Unicamp-IE, 2006.

ZHOU XIAOCHUAN. **Reform the International Monetary System**. Março, 2009. Disponível em: <http://www.bis.org/fc.htm>. Acesso em: 22, jan. 2011.