

# **CRISE CAMBIAL, INSTABILIDADE FINANCEIRA E REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA <sup>1</sup>**

*Antonio José Alves Jr.*

Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal Rural  
do Rio de Janeiro

Estrada BR 465 km 7, Seropédica, CEP 23890-000, RJ, Brasil  
*e-mail:* antonioj@unisys.com.br

*Fernando Ferrari Filho*

Departamento de Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul

*e-mail:* ferrari@vortex.ufrgs.br

*Luiz Fernando Rodrigues de Paula*

Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro  
Departamento de Economia, Universidade Candido Mendes – Ipanema

*e-mail:* lfpaula@ax.apc.org

**RESUMO** O presente artigo objetiva analisar os modelos convencionais de crise cambial e apresentar uma proposta alternativa de reforma do sistema monetário internacional. Para tanto, realiza-se uma leitura crítica dos modelos convencionais de crise cambial, especialmente no que se refere aos fundamentos da visão convencional: a aplicação da teoria dos mercados eficientes no funcionamento dos mercados financeiros e a necessidade de microfundamentos *ad hoc* para explicar crises cambiais “irracionais”. A seguir, o artigo desenvolve uma visão pós-keynesiana sobre instabilidade financeira e ataques especulativos em um mundo incerto e de globalização. Por fim, o texto apresenta uma proposta pós-keynesiana para a reforma do sistema monetário-financeiro internacional, com base nas idéias pioneiras de Keynes e nos desenvolvimentos recentes feitos por Paul Davidson.

**Palavras-chave:** modelos de crises cambiais, teoria pós-keynesiana, sistema monetário internacional

**FOREIGN EXCHANGE CRISIS, FINANCIAL INSTABILITY,  
AND INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM REFORM:  
A POST-KEYNESIAN APPROACH**

**ABSTRACT** This paper aims at (i) analyzing conventional currency crises models and (ii) offering an alternative proposal to reform the international monetary and financial system. It presents a critical reading of those conventional models, especially with regard to their fundamentals, i.e. the applicability of the efficient market theory to financial markets and the need of ad hoc microfoundations to explain “irrational” exchange crises. The article then develops a post-Keynesian view of financial instability and speculative attacks in an uncertain and globalized world. Finally, it presents a post-Keynesian proposal to reform the international monetary and financial system on the basis of Keynes’s pioneer ideas and Davidson’s recent developments.

**Key words:** currency crises models, post-Keynesian theory, international monetary system

## 1. INTRODUÇÃO

A internacionalização do sistema financeiro em curso ao longo das últimas décadas tem alterado substancialmente a natureza e os determinantes da dinâmica econômica mundial: a conjugação entre mobilidade internacional de capitais de portfólio, volatilidades das taxas de câmbio e de juros, desregulamentação dos mercados financeiros e inovações financeiras tem, por um lado, limitado a ação das políticas macroeconômicas domésticas e, por outro, sido responsável tanto pelas freqüentes crises de balanço de pagamentos das economias quanto pelos recorrentes ataques especulativos às moedas nacionais. A recente crise monetário-financeira internacional, evidenciada pelas desestabilizações de algumas economias emergentes da Ásia e da economia russa, é uma clara ilustração deste processo.

Diante desse quadro, e na ausência de regras monetárias e cambiais estabilizantes, os instrumentos tradicionais de política econômica tornaram-se crescentemente frágeis para conter os colapsos financeiros em nível internacional, que acabam resultando em crises de demanda efetiva e aumento nos níveis de desemprego. A crise financeira internacional recente — cujo caráter revelou-se cada vez mais sistêmico — gerou um consenso ao redor da necessidade de reestruturação do sistema monetário-financeiro internacional como condição imprescindível para que a economia mundial possa voltar a experimentar períodos de expansão e prosperidade econômica, uma vez que as instituições internacionais remanescentes do que restou do sistema de Bretton Woods, entre as quais o FMI, não têm mostrado capacidade de monitorar e solucionar a crise financeira internacional.

Se há um consenso em torno da necessidade de se reestruturar o sistema monetário internacional, não se pode, contudo, dizer o mesmo em relação aos mecanismos propostos para serem implementados de modo a diminuir a instabilidade dos mercados financeiros e cambiais. Neste particular, considerando que a dinâmica do capitalismo financeiro mundial tem como essência de seu funcionamento as imprevisibilidades dos comportamentos das taxas de juros e de câmbio, que podem exacerbar a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, reflexões acerca da análise pioneira de Keynes podem ser de extrema utilidade para a articulação de um novo sistema monetário-financeiro internacional capaz de superar a atual crise fi-

nanceira internacional e promover o crescimento econômico e o pleno emprego na economia mundial.

Neste contexto, o presente artigo objetiva analisar criticamente os modelos convencionais de crise cambial e explorar uma proposta alternativa relacionada à reforma monetária internacional. Para tanto, retomam-se, em particular, as idéias sobre especulação financeira e reforma do sistema monetário internacional desenvolvidas por Keynes, essencialmente, em *The General Theory of Employment, Interest and Money*, de agora em diante GT, e *Proposals for an International Clearing Union*, bem como desenvolve-se uma proposta pós-keynesiana, elaborada por Paul Davidson, para a reestruturação do sistema monetário-financeiro internacional.

O artigo está estruturado como segue: a seção 2 compara sucintamente as visões convencional e pós-keynesiana no que diz respeito à teoria dos mercados eficientes e à dinâmica especulativa; na seção 3 são desenvolvidas as análises convencionais sobre modelos de crises cambiais, bem como é apresentada uma breve crítica aos modelos convencionais de crises cambiais; na seção 4 é desenvolvida a idéia de atividade especulativa sob a ótica de incerteza não-probabilística; a seção 5 analisa a dinâmica de ataques especulativos no contexto da globalização financeira; na seção 6, após efetuar um breve *survey* de algumas propostas de reordenação da ordem econômica mundial, desenvolve-se uma proposta (pós-) keynesiana de reestruturação do sistema financeiro internacional; e, por fim, a seção 7 apresenta suas conclusões.

## **2. A TEORIA DOS MERCADOS EFICIENTES E A ATIVIDADE ESPECULATIVA: UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA**

Como ponto de partida teórico para o assunto a ser tratado, comparam-se, inicialmente, a visão convencional neoclássica e a abordagem pós-keynesiana no que diz respeito à eficiência dos mercados financeiros e ao papel da atividade especulativa nestes mercados.

A visão convencional tem como *benchmark* de sua análise sobre o funcionamento dos mercados a *hipótese dos mercados eficientes*, que, de acordo com Fama (1980), significa que os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos. Ao adicionar-se a esta teoria a hipótese de

expectativas racionais, está se pressupondo que os agentes econômicos fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos. Deste modo, os sinais de mercado provêm informações suficientes para a previsão dos eventos futuros, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades. Portanto, os agentes baseiam suas posições de mercado no processamento eficiente de toda informação disponível que incide na presente rentabilidade do ativo.

Em tal contexto, o tomador de decisões acredita que uma distribuição de probabilidade objetiva governa os resultados presentes e futuros de mercado. Logo, toda informação relevante sobre os “fundamentos econômicos” existe e está disponível aos participantes do mercado, sendo tais fundamentos o guia primário quando estes formam suas expectativas. Esta informação, por sua vez, é incorporada na base histórica de dados e nos sinais de preços do mercado presente. O preço formado no mercado agrega instantaneamente todas as informações disponíveis existentes, assim como as expectativas dos operadores.

Assim sendo, os agentes, bem informados e agindo em seu próprio interesse, sempre perceberão o futuro sem incorrer em erros persistentes. Em realidade, a rigor, apenas choques aleatórios imprevisíveis e não-correlacionados serialmente podem impedir a previsão perfeita dos eventos. Portanto, os fundamentos de mercado são imutáveis, no sentido de que eles não podem ser alterados pelas ações humanas, e determinam as probabilidades condicionais dos resultados futuros no mercado.

As considerações acima referem-se ao uso do conceito de eficiência no sentido “forte”. É verdade que boa parte da literatura “convencional” trabalha com a hipótese de eficiência no sentido fraco, de acordo com o qual todas as informações derivadas do comportamento passado dos preços dos ativos são em qualquer momento exploradas, gerando a possibilidade de *random walk* a respeito da dinâmica dos preços dos ativos. Todavia, ao invés de derivar esta hipótese a partir da consistência do arcabouço teórico neoclássico — que, como anteriormente assinalado, tem como *benchmark* a teoria dos mercados eficientes —, a literatura convencional opta pela realização do caminho reverso, ou seja, infere-se a existência de um estado de eficiência fraca a partir da evidência de caminhos randômicos. Assim, tudo

o que se pode argumentar é que a forma de eficiência fraca é consistente com esta evidência (Glickman, 1994: 330).

Uma outra tentativa de adequar à evidência empírica a teoria convencional, como mostram Blanchard e Fisher (1989, cap. 5), é a compatibilização da hipótese de expectativas racionais com a ocorrência de “bolhas” nos preços dos ativos financeiros,<sup>2</sup> explicadas pelo jogo de arbitragem financeira, caso em que os mercados deixam de ser eficientes. Bolhas são vistas como situações nas quais os preços dos ativos são inconsistentes com seus valores fundamentais — que são calculados de acordo com as expectativas sobre os retornos futuros do ativo (p. ex., dividendos esperados das ações) —, já que em princípio as interações entre agentes racionais deveriam levar aos preços corretos. Deste modo, a existência de bolhas nos mercados financeiros resulta de desajustes entre os preços dos ativos e seus valores fundamentais, por períodos não-curtos, com preços associados positivamente à sua própria taxa de variação e, a cada momento, a expectativas que se auto-realizam, a despeito de desvios evidentes em relação aos níveis de equilíbrio. Todavia, a teoria de bolhas racionais parece não ter uma explicação consistente sobre a emergência das bolhas, na medida em que estas surgem e se dissolvem de modo imprevisível, uma vez que seu comportamento não depende de algum parâmetro ligado aos determinantes fundamentais dos preços. Assim, a especulação continua um corpo estranho no mundo das expectativas racionais, sendo vista pela teoria neoclássica como uma mera curiosidade teórica e não como uma hipótese provável a respeito do comportamento dos preços dos ativos.<sup>3</sup>

As diferenças eventuais entre os preços de mercado dos ativos e os seus valores fundamentais só podem aparecer como resultado de comportamentos irracionais dos operadores de mercado. Admitindo-se que a teoria de mercados eficientes pode ser aplicada às dinâmicas de quaisquer mercados, a função social dos mercados financeiros passa a ser a de alocar corretamente capital entre as empresas de acordo com as informações confiáveis sobre as taxas de retorno futuro determinadas pelos fundamentos de mercado. De fato, o fenômeno da especulação, de acordo com Stiglitz (1989), estaria associado à existência de “insensatos *noise traders*”, que são investidores curto-prazistas que acreditam saber mais do que o mercado. Os *noises traders* se diferenciam dos “arbitradores” — que são definidos como investidores

que formam totalmente suas expectativas racionais sobre os retornos dos títulos e cuja ação faz com os preços dos títulos sejam levado em direção aos fundamentos do mercado — por serem, em média, mais agressivos e mais propensos ao risco. Sua ação resulta no fato de que nem toda demanda por títulos pode ser resultado de um comportamento racional, mas sim de uma resposta de expectativas ou sentimentos que não são justificados completamente pela informação existente. Assim, “such changes can be a response to pseudo-signals that investors believe convey information about future returns but that would not convey such information in a fully rational model (...). An example of pseudo-signals is advice of brokers or financial gurus” (Shleifer e Summers, 1990: 23).

Contudo, segundo Stiglitz (*ibid.*), apesar das ações dos “insensatos *noise traders*” poderem interferir na alocação eficiente de capital nos mercados financeiros e ampliarem a volatilidade nos preços dos ativos financeiros, a tendência secular dos mercados financeiros, em última instância, acaba sendo determinada pelos fundamentos imutáveis do setor real, anulando, assim, a ação dos especuladores. É possível depreender, a partir daí, que, no longo prazo, os investidores irracionais seriam extintos por força do funcionamento de um mercado eficiente.

Em oposição a esta visão, pós-keynesianos rejeitam a hipótese dos mercados eficientes e de expectativas racionais para explicar o comportamento dos mercados financeiros.<sup>4</sup> Em um mundo incerto, em que fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base informacional sobre a qual se apóiam as decisões humanas sobre acumulação de riqueza é incompleta, as avaliações futuras do mercado são sempre sujeitas a desapontamentos. Como a informação acerca do futuro é limitada, e a relação entre eventos e respostas depende das interpretações feitas pelos operadores de mercado, cada um operando de acordo com suas crenças a respeito do significado que a generalidade dos participantes do mercado atribuem ao evento em questão, os agentes avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes. Neste sentido, se suas expectativas são inseguras, os preços nos mercados financeiros podem flutuar fortemente ou temporariamente repousar em qualquer valor. Isto porque o grau de confiança com que os agentes vêem o futuro costuma flutuar no tempo, em resposta às mudanças nas expectativas formuladas por eles.

Na visão pós-keynesiana o “valor intrínseco” de um ativo, relacionado a valores derivados do desconto apropriado do fluxo de retornos esperados dos ativos, não existe, já que a taxa de desconto varia de acordo com as percepções de risco que se alteram em resposta a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento. Em outras palavras, o “valor intrínseco” ou “fundamental” dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza no sentido Knight-Keynes.<sup>5</sup>

Portanto, para Keynes e pós-keynesianos a atividade especulativa não é uma “anomalia”, explicada pela ação de “insensatos *noise traders*”, mas é uma conseqüência natural da própria forma de operação dos mercados financeiros no mundo real. As expectativas de curto prazo do comportamento do mercado, ao invés dos fundamentos básicos de longo prazo, são vistas como o determinantes-chave do movimento dos preços dos ativos financeiros. Ademais, como será visto adiante, o resultado da ação dos especuladores é ambíguo, porque ao mesmo tempo em que pode ter efeitos reais devastadores sobre a economia, ao criar redemoinhos especulativos, provê liquidez aos ativos financeiros, que é um papel essencial dos mercados financeiros.<sup>6</sup>

### 3. OS MODELOS CONVENCIONAIS DE CRISE CAMBIAL

#### 3.1 A lógica dos modelos convencionais de crise cambial<sup>7</sup>

De acordo com Krugman (1997), a teoria convencional de crise cambial pode ser dividida em dois tipos de modelos: os modelos canônicos de crise cambial e os modelos de segunda geração. Em um trabalho mais recente, Krugman (1998) adiciona uma outra interpretação sobre crises cambiais, com vistas ao entendimento da crise asiática, ou seja, os modelos de terceira geração, que podem, na realidade, ser referidos de forma mais apropriada como modelos de crise financeira.

Os modelos canônicos — desenvolvidos, entre outros, por Krugman (1979) e Flood e Garber (1984) — são a *primeira geração dos modelos de crise cambial*. Segundo estes modelos, a crise cambial, em uma economia com perfeita mobilidade de capitais, resulta de uma inconsistência básica entre políticas domésticas — tipicamente a existência de déficits fiscais financiados por emissão de moeda — e a tentativa de manutenção de uma taxa de câmbio fixa, visto que o governo, por hipótese, dispõe apenas de um esto-



que limitado de reservas para mantê-la. O financiamento da dívida por meio da criação de base monetária acarreta um crescimento do preço sombra da divisa, produzindo uma redução progressiva e gradual das reservas em moeda estrangeira. No momento em que o preço sombra se torna mais elevado do que o valor da taxa de câmbio defendido pelo governo, os especuladores iniciarão um ataque ao estoque de reservas cambiais. Mais especificamente, a origem da crise externa encontra-se no desequilíbrio do setor público que, ao monetizar um déficit fiscal persistente, acaba produzindo um ataque especulativo que resulta em uma fuga de capitais, revelando a inconsistência da política cambial do governo e a tentativa dos investidores de anteciparem um colapso inevitável no câmbio (ou seja, antes que as reservas atinjam um limite inferior), precipitando, assim, a crise do balanço de pagamentos e a desvalorização do câmbio.<sup>8</sup> Portanto, nos modelos de primeira geração a deterioração dos fundamentos é condição necessária e suficiente para a ocorrência de um ataque especulativo.

Os *modelos de crise cambial de segunda geração* — desenvolvidos, por exemplo, por Obstfeld (1994, 1996) — são mais sofisticados do que os modelos canônicos, resultando da mistura destes com o enfoque de jogos de custo/benefício, ao estilo de Barro e Gordon (1983). De acordo com os modelos de segunda geração, o governo escolhe defender (ou não) a taxa de câmbio, tendo que enfrentar, assim, um *trade-off* entre flexibilidade macroeconômica de curto prazo e credibilidade de política econômica no longo prazo. O governo deve ter uma forte razão pela qual gostaria de abandonar sua taxa de câmbio ou defendê-la. A razão pela qual os *policy makers* decidem desvalorizar a taxa de câmbio pode estar relacionada, por exemplo, ao aumento no desemprego devido à rigidez para baixo na taxa de salário nominal, ao passo que o motivo principal que leva as autoridades econômicas a defenderem o regime de câmbio fixo está no fato de que esse é importante tanto para facilitar o comércio internacional e os investimentos quanto para controlar a dinâmica de preços — considerando-se, neste caso, que o país tem uma história de inflação crônica. Deste modo, o jogo leva a uma escolha entre a manutenção da taxa de câmbio fixa (podendo significar inflação menor com desemprego maior) e a desvalorização da taxa de câmbio (inflação maior e desemprego menor). Há uma região crítica dos fundamentos na qual existem equilíbrios múltiplos em decorrência do comporta-

mento discricionário das autoridades monetárias. Os agentes supõem a existência de dois cenários possíveis (com ou sem desvalorização cambial) e a escolha do mesmo é realizada por *sunspots* — eventos circunstanciais que podem gerar a mudança do regime independentemente do fundamento — que determinam o comportamento dos agentes ao afetarem suas expectativas de desvalorização. A mudança do regime cambial assumiria assim a forma de uma profecia auto-realizável. Em síntese, nos modelos de segunda geração a deterioração nos fundamentos é uma condição necessária mas não suficiente para a ocorrência de um ataque especulativo; a condição suficiente é a existência de *sunspots*.

Em outras palavras, a lógica da crise cambial surge do fato de que defender a paridade da taxa de câmbio é muito dispendioso, i. e. irá requerer taxas de juros mais elevadas, se o mercado acredita que a última linha de defesa irá finalmente falhar. Assim sendo, se o *trade-off* entre o custo de manter a paridade da moeda e o custo de abandoná-la é previsível, então os especuladores tentam antecipar-se à desvalorização, o que acaba piorando o *trade-off*, provavelmente, conduzindo a economia para uma desvalorização, antes mesmo que os fundamentos apareçam para fazê-la necessária. Assim, a crise cambial resulta de um conflito entre objetivos domésticos e a manutenção de uma taxa de câmbio fixa (ou semifixa) que pode tornar inevitável um eventual colapso da moeda.

De acordo com a *terceira geração dos modelos de crise cambial* (Krugman, 1998; Calvo e Mendonça, 1996), a crise cambial é vista como uma parte integrante de uma crise geral da economia, em que crises cambiais são pré-anunciadas por crises financeiras.<sup>9</sup> Deste modo, a origem da crise externa está relacionada à ação dos bancos e instituições financeiras, principalmente em um contexto de desregulamentação do sistema financeiro e de existência de garantias implícitas para os empréstimos que os bancos concedem ao setor privado. Assim, a certeza de sustentação das instituições financeiras por parte das autoridades monetárias explica os “empréstimos ruins” feitos pelos bancos. A lógica da análise é a seguinte: o excesso de liquidez no mercado financeiro faz com que os preços dos ativos sejam elevados artificialmente; com o passar do tempo, contudo, os preços dos ativos tendem a cair, uma vez que o retorno esperado dos mesmos é muito baixo; por fim, a crescente fragilidade do sistema bancário, resultante da deterioração dos crédi-

tos bancários, acaba conduzindo a um ataque especulativo, devido ao fato de que o aumento da oferta de moeda válida a corrida especulativa contra a moeda doméstica, causando um pânico financeiro que gera, assim, uma perda de reservas internacionais.

Independentemente das explicações que se possam apresentar sobre a natureza da crise cambial, o que é importante salientar é o fato de que, segundo a teoria convencional, esta ocorre como consequência de uma profecia auto-realizável, causada por um pessimismo que se confirma. Em outras palavras, a crise cambial é essencialmente um resultado de políticas econômicas inconsistentes com a manutenção, no longo prazo, de uma taxa de câmbio fixa. Neste sentido, quando fundamentos tais como o nível de reservas cambiais, a situação fiscal do governo e a fragilidade financeira do país são suficientemente fracos, o país é potencialmente vulnerável a um ataque especulativo.

### **3.2 Uma crítica aos modelos convencionais de crise cambial**

Como foi visto anteriormente, a atividade especulativa é interpretada, de acordo com a teoria convencional, por suposições *ad hoc*. Os especuladores só podem sobreviver se existirem ondas de irracionalidade ou problemas informacionais — explicados pela ação de *noise traders* nos mercados financeiros —, que são atributos de mercados “atrasados”. O problema de se adotarem suposições *ad hoc* é que elas dão à formulação dos modelos tamanha liberdade que geram uma contradição dentro da estrutura de um modelo de equilíbrio geral.

A atividade especulativa somente ocorre no curto prazo pela ação dos *noise traders*, uma vez que a participação de investidores racionais e bem informados leva o mercado a uma tendência de equilíbrio no longo prazo. Especulação, como expressa Stiglitz (1989: 103), “affects how the pie is divided, but does not affect the size of the pie”. Deste modo, tal concepção resulta na existência de uma espécie de axioma da neutralidade da atividade especulativa, uma vez que, ao menos no longo prazo, o tamanho da torta é determinado pelos fundamentos de mercado. Pode-se, assim, extrair uma afirmação que sumariza a visão convencional sobre especulação: *a especulação, atividade essencialmente de curto prazo, não tem efeitos reais e permanentes no equilíbrio de longo prazo da economia.*

Como a teoria convencional presume — a princípio — que os mercados cambiais são eficientes, um ataque especulativo somente ocorre se existe algum tipo de fundamento real de mercado, em geral associado a uma deterioração presente ou previsível nos fundamentos econômicos, como, por exemplo, uma inconsistência ou conflito entre políticas domésticas e a política cambial prevalente. Esses modelos também descrevem crises cambiais que não são determinadas pelos fundamentos, geradas por expectativas racionais auto-realizadas ou por comportamento irracional de “rebanho”, quando uma onda de venda, qualquer que seja a sua causa, é ampliada através de pura imitação. Neste sentido, o ponto a destacar é que os modelos convencionais de crises cambiais têm dificuldade em encontrar boas explicações para as crises cambiais que não sejam determinadas por fundamentos de mercado.<sup>10</sup>

Em um mundo ergódico, em que os fundamentos de mercado determinam as probabilidades condicionais de resultados futuros, a atividade especulativa nos mercados financeiros e cambiais é explicada pela ação irracional de “insensatos *noise traders*”. Krugman (1997), por exemplo, apela para microfundamentos que tornam os mercados ineficientes para explicar a existência de comportamento de “rebanho” ou a possibilidade de crises auto-realizadas, tais como o acesso à informação privada pelos investidores, criando informação assimétrica no mercado cambial, e fundos de investimento gerenciados por agentes profissionais ao invés de diretamente por seus titulares, entre outros. Além de apelar freqüentemente a microfundamentos *ad hoc* para a explicação de crises “irracionais”, a teoria convencional está sempre procurando encontrar uma explicação *ex post* para cada “nova” crise cambial. Para cada nova crise, um novo e, em geral, mais sofisticado modelo é desenvolvido.<sup>11</sup>

#### **4. MERCADOS FINANCEIROS E ATIVIDADE ESPECULATIVA EM UM MUNDO INCERTO**

Uma vez levantados alguns pontos críticos sobre a teoria convencional, procura-se explorar, nesta seção, alguns contornos do que pode se constituir *uma visão pós-keynesiana sobre instabilidade financeira e ataques especulativos em um mundo incerto*. Pós-keynesianos rejeitam o axioma clássico da ergodicidade da teoria de mercados eficientes para explicar o comporta-

mento dos mercados financeiros, visto que, em um mundo incerto, as avaliações futuras do mercado estão sempre sujeitas a mudanças repentinas e violentas.<sup>12</sup> Fundamentos não provêm um guia confiável para o futuro, sendo que o futuro não é calculável e nem é um reflexo estatístico do passado, uma vez que para certos eventos os agentes não possuem adequada informação para construir probabilidades futuras,<sup>13</sup> desde que, como Davidson (1994: 89) aponta, “the decision maker believes that during the lapse of calendar time between the moment of choice and the date(s) of payoff, unforeseeable changes can occur. In other words, the decision maker believes that reliable information regarding future prospects does not exist today”.

Em outras palavras, existe a incerteza, no sentido Knight-Keynes, porque as avaliações futuras de mercado não são previsíveis nem calculáveis por probabilidade. Portanto, a base informacional das decisões econômicas mais importantes é incompleta. Além do mais, os compromissos de longo prazo são irreversíveis, dada a existência de “decisões cruciais”, que são decisões que, uma vez tomadas, alteram irrevogavelmente as condições iniciais nas quais as mesmas foram tomadas (o caso típico são as decisões de investimento). Por tudo isto, as expectativas formuladas nos mercados financeiros não podem se apoiar nos fundamentos do mercado, pela falta de uma base objetiva de julgamento, sob condições de incerteza intratável.

Segundo Keynes (1964), o conhecimento dos agentes acerca dos fatos que governarão o retorno futuro de um investimento é tanto mais precário quanto maior o período a ser considerado. O cenário futuro sob o qual se tem que tomar decisões é inferido a partir de uma *convenção*, cuja essência é admitir que “the existing state of affairs will continue indefinitely (...) [However] we know from the extensive experience that this is most unlikely. The actual results of an investment over a long term of years very seldom agree with the initial expectation” (*ibid.*: 152). Sendo assim, o valor de mercado dos ativos de um ativo de longo prazo se alterará em função das mudanças nesse conhecimento, levando-se em conta que “philosophically speaking, it cannot be uniquely correct, since our existing knowledge does not provide sufficient basis for a calculated mathematical expectation. In point of fact, all sorts of consideration enter into the market valuation which are no way relevant to the prospective yield” (*ibid.*: 152). É por isso que, além das informações e prognósticos sobre o futuro, importa — na ati-

vidade de acumulação de ativos — o *estado de confiança*, que exprime o grau de crença e o compromisso que se tem nos cálculos realizados. Portanto, os mercados financeiros não podem ser considerados tendencialmente eficientes, no sentido de que, “filosoficamente falando”, não há futuro a ser descoberto. Como o futuro é incerto e o estado de confiança dos agentes é subjetivo, existe espaço para a diversidade de opiniões sobre o futuro e oscilações bruscas nos prognósticos. E se existe diversidade de opiniões e mercados organizados para fornecer liquidez aos ativos, abre-se, então, a possibilidade para emergirem atividades especulativas.

Keynes mostrou no capítulo 12 de sua GT que as expectativas dos investidores não são governadas pelos fundamentos reais no longo prazo relacionados ao rendimento prospectivo de um ativo ao longo de vários anos, uma vez que tais informações necessárias à formação das expectativas simplesmente não existem. Em suas próprias palavras, “for most of these persons are, in fact, largely concerned, not with making superior long-term forecast of the probable yield of an investment over its whole life, but with *foreseeing changes in the conventional basis of valuation a short time ahead of the general public*. They are concerned, not with what an investment is worth to a man who buys it ‘for keeps’, but with what the market will value it all, under the influence of mass psychology, three months or a year hence” (*ibid.*: 154-5, grifos nossos). Assim, a especulação — para Keynes — é essencialmente uma atividade de antecipar a psicologia do mundo, já que a chave do sucesso da aplicação em ativos financeiros não é prever os fundamentos futuros dos ativos mas, sobretudo, o movimento dos outros investidores.

A organização dos mercados financeiros, ao mesmo tempo em 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 da riqueza. Contudo, a atividade especulativa pode conduzir as cotações do mercado e gerar instabilidade no valor da riqueza, removendo o atributo de liquidez dos mercados organizados. Em suma, em uma economia monetária de 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.

Neste contexto, a função primária dos mercados financeiros é fornecer liquidez aos ativos, o que envolve a habilidade de comprar e revender ativos em mercados bem-organizados.<sup>14</sup> Como os mercados dão liquidez aos ativos, esta característica facilita o uso desses ativos para o financiamento do investimento, uma vez que eles podem encorajar os poupadores a fornecerem o *fundings* necessário que estimula os empresários a usarem seus recursos em novos projetos de investimento.<sup>15</sup>

Se os especuladores dominam os mercados financeiros, *as práticas de curto prazo determinam a evolução dos preços dos ativos*. A avaliação do mercado de um ativo em qualquer ponto do tempo é determinada simplesmente pelo balanço momentâneo altista ou baixista do investidor, sendo possível que o grau de confiança com que os agentes vêem o futuro flutue no tempo. Em outras palavras, as avaliações no mercado financeiro não têm relação com o valor intrínseco do ativo. Como já assinalado anteriormente, na visão pós-keynesiana tal valor intrínseco não existe ou não é, de qualquer forma, passível de conhecimento. Quando os investidores operam sob incerteza, nenhuma linha simples divisória entre comportamento racional ou irracional pode ser estabelecida (Glickman, 1994).

A atividade especulativa tem um impacto ambíguo sobre os mercados financeiros, porque, embora a liquidez dos mercados financeiros frequentemente o facilite, às vezes impede o curso de um novo investimento. Keynes e pós-keynesianos sustentam que há fortes conexões entre os setores financeiro e real da economia. Uma das conexões é o impacto da atividade especulativa sobre a atividade produtiva, especialmente sobre o investimento. É bem conhecida a passagem da GT em que Keynes (*ibid.*: 159) diz que “the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done”.

Uma vez que os especuladores atribuem importância à liquidez e formam suas expectativas levando em conta as expectativas dos outros agentes com relação ao futuro, uma elevação conjunta na preferência pela liquidez, que é sempre uma possibilidade em uma economia em que o estado de expectativas é uma variável exógena, será transferida aos mercados financeiros através de ordens de venda, que podem ocasionar uma grande queda nos preços dos ativos. Neste contexto, quando o quadro de normalidade é rom-

pido, ou seja, quando a divergência de opiniões sobre a cotação dos ativos desaparece e os agentes econômicos são tomados por um pessimismo ou otimismo exacerbados, os *market makers* têm um papel estratégico em estabilizar os mercados, porque, como operadores residuais, eles atuam contra as “marés” do mercado, como se fossem especuladores que têm informação superior sobre os rumos do mesmo. Se não existem salvaguardas, tais como um emprestador de última instância ou outro tipo de *market maker*, amortecendo as variações nos preços dos ativos, pode haver um colapso no preço das ações quando os agentes econômicos tornam-se mais pessimistas como resultado de uma deterioração no seu estado de expectativas.<sup>16</sup>

Portanto, o mercado financeiro não se constitui por si só em um sistema automático de preços capaz de corrigir tais movimentos. Ao contrário, por fornecer liquidez aos ativos, cria incentivos para liquidações de ativos se uma expressiva maioria dos participantes acreditar que os preços vão cair. Assim sendo, os mercados devem ser organizados de modo a limitar as flutuações nos preços dos ativos. Isto tem sido feito, normalmente, pelo estabelecimento de regras de acesso aos participantes dos mercados financeiros e, principalmente, pela presença de um *market maker* que tenha credibilidade junto aos participantes do mercado. Em outras palavras, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação pode florescer.<sup>17</sup>

## 5. GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E ATAQUE ESPECULATIVO

Keynes, em sua GT, fazendo referência a um dos maiores mercados financeiros do mundo, Nova York, disse que “as the organisation of investment markets improves, the risk of predominance of speculation does, however, increase” (*ibid.*: 158). Este parece ser o caso do aumento, nos dias de hoje, da globalização financeira, pois sob a ação dos *global players* (grandes gerenciadores de fundos), em um mercado mais liberalizado e integrado, a forma de operação dos mercados financeiros converte-se numa espécie de grande cassino global. A alta mobilidade dos capitais na economia contemporânea tem aumentado as transações especulativas em moeda estrangeira. Como assinala Davidson (1997: 671), “even in the absence of reliable information, rapid evaluations of the potentials effects of any event on exchange rates



and hence on portfolio value are essential as rival market participants can move funds from one country to another in nanoseconds with a few clicks on the computer keyboard or a quick telephone call to some international market at any time of day or night”.

Desta maneira, em contraste com os mercados fechados do passado, os fluxos de capital no presente podem ter uma ação disruptiva sobre países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Como observam Eichengreen, Tobin e Wyplosz (1995: 164), “volatility in exchange rates and interest rates induced by speculation and capital flows could have real economic consequences devastating for particular sectors and whole economies”. Aqui emerge o “dilema da globalização”, qual seja: enquanto a globalização dos mercados financeiros aumenta as oportunidades de financiamento do investimento, com a diversificação dos instrumentos financeiros, ao mesmo tempo esta tendência pode ocasionar efeitos econômicos negativos, gerando, assim, um colapso nas decisões de investimento.<sup>18</sup>

Em tal mundo, ataques especulativos gerados por profecias auto-realizáveis podem derrotar a tentativa do governo de sustentar a taxa de câmbio, resultando em uma crise cambial. Nas palavras de Davidson (1997: 671-2), “in today’s global economy any news event that fund managers even suspect that others will interpret as a whiff of currency weakness can quickly become a conflagration spread along the information highway. This results in lemming-like behavior that can be self-reinforcing and self-justifying”. Em um mundo cada vez mais globalizado, a crise do contágio pode ocorrer quando uma queda generalizada nos preços dos ativos de um determinado mercado financeiro provoca a venda de ativos em outro mercado para compensar as perdas no portfólio dos grandes operadores (*global traders*), o que pode acabar causando sucessivos *rounds* de venda de ativos.

Em geral, os ataques especulativos resultam das ações de pessoas e instituições com o uso de uma grande quantia de dinheiro, sustentado pelos bancos do país, para adquirir opções e futuros de câmbio, a uma taxa de câmbio contratual mais baixa do que a taxa que estão esperando para o futuro próximo. A taxa esperada pode ser o resultado de uma análise fundamental, mas pode também resultar da expectativa formulada com respeito ao que os outros especuladores devem estar pensando sobre o comporta-

mento futuro da taxa de câmbio. Assim, de novo, as expectativas e decisões dependerão em grande medida das características específicas de cada mercado. Neste sentido, é necessário conhecer que tipos de regras limitarão ou promoverão o acesso aos mercados financeiros, e a qualidade do *market maker*. Se os especuladores têm livre acesso aos mercados e podem tomar emprestada uma grande quantia na moeda local, então as condições institucionais para o início de um ataque especulativo podem emergir.

Um ataque especulativo pode começar tão logo os especuladores acreditam que alguém pode converter seus recursos em moeda estrangeira e que o governo não é capaz de dar suporte à demanda total por moeda estrangeira. Contudo, é impossível explicar *ex ante* o momento em que um ataque especulativo irá ocorrer, pois, como Keynes apontou, especulação é essencialmente uma atividade subjetiva de antecipar a psicologia do mercado. Além disso, os arranjos institucionais da “era globalizada”, desde o fim do sistema de Bretton Woods, não previnem as economias da ocorrência de ataques especulativos. Um ataque especulativo sobre as reservas de um país é sempre possível em caso de ausência de um poderoso *market maker* e de regras que possam ser usadas para controlar as ações dos especuladores.

A teoria do *mainstream* atribui a crise cambial à inconsistência dos fundamentos econômicos ou a algum tipo de falha informacional no mercado. Crises e volatilidades, em geral, não resultam de variáveis econômicas endógenas, mas de variáveis exógenas. Na visão pós-keynesiana, alternativamente, a presença da incerteza torna possível entender a instabilidade como um fenômeno essencialmente endógeno. Em um mundo global e incerto não se podem entender instabilidade financeira e ataques especulativos como “anomalias”, pois eles são resultados esperados e possíveis que emergem da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global.

## 6. A REFORMA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL<sup>19</sup>

Desde o colapso do sistema de Bretton Woods, no início da década de 1970, o processo de globalização, caracterizado pela crescente mobilidade internacional do capital e pela liberalização financeira, tem alterado substancial-

mente a dinâmica da economia mundial. Além do mais, na ausência de políticas macroeconômicas para estimular o crescimento econômico e limitar os movimentos desestabilizadores dos fluxos de capitais, os fluxos internacionais de capitais especulativos têm criado sérios problemas monetários, como evidenciou a recente onda de crises monetário-cambiais: a crise monetária europeia em 1992/93, a crise do peso mexicano em 1994/95, a crise do Leste Asiático em 1997, a crise russa de 1998 e, ainda, a crise brasileira em 1998/99.

Como foi discutido anteriormente, as crises monetárias internacionais, à luz da teoria pós-keynesiana, resultam da volatilidade intrínseca dos mercados financeiro e cambial que acirram a preferência pela liquidez dos agentes econômicos. Por outro lado, a experiência internacional tem mostrado que as atuais instituições internacionais, entre as quais o FMI, não têm sido capazes de monitorar e solucionar as crises financeiras da economia global.

Diante desse contexto de recorrentes crises financeiras internacionais, tornou-se consensual, tanto entre *policy makers* quanto entre economistas com *approaches* teóricos distintos, que somente uma nova arquitetura monetária internacional será capaz de evitar a instabilidade dos mercados financeiro e cambial e, por conseguinte, enfrentar as crises financeiras internacionais. Se existe um consenso em torno da necessidade de se reformar o sistema monetário internacional para prevenir as referidas crises, infelizmente, contudo, não se pode dizer o mesmo em relação às proposições que têm surgido na agenda de discussão para sua reforma.<sup>20</sup> Dentre as inúmeras propostas que objetivam reestruturar, política e tecnicamente, o sistema monetário internacional, pelo menos quatro concentram atenções no debate acadêmico, quais sejam: (i) *target zones for exchange rates* de Williamson (1987), cuja essência é estabelecer regras e metas que limitem as flutuações das taxas nominais de câmbio, visando, assim, estabelecer uma taxa real de câmbio que possibilite os equilíbrios interno e externo;<sup>21</sup> (ii) *fixed nominal purchasing power parity exchange rate system* de McKinnon (1988), que consiste na criação de áreas monetárias ótimas em que a taxa de câmbio fixa seja alicerçada na paridade de poder de compra das principais moedas internacionais;<sup>22</sup> (iii) *Tobin tax*, elaborada originariamente por Tobin (1978), cuja idéia é a introdução de uma taxa mundial sobre todas as transações cambiais, especialmente as de *hot money*, visando, com isso, coibir a ação

desestabilizadora da especulação financeira sobre as taxas de câmbio; e (iv) *International Money Clearing Union* (IMCU), uma proposta pós-keynesiana apresentada por Davidson (1982, 1994).

É justamente essa última proposta que a presente seção explora, visto que entende-se que a análise pioneira e inovadora de Keynes é um ponto de partida fundamental para a articulação de uma nova ordem monetária internacional que seja capaz de resolver as recorrentes crises financeiras internacionais e promover, ao mesmo tempo, crescimento econômico com pleno emprego em escala mundial. Assim sendo, ao resgatar as idéias e propostas de Keynes sobre o sistema monetário internacional, a teoria pós-keynesiana — subentende-se “davidsoniana” — não somente apresenta críticas consistentes às propostas de Williamson, McKinnon e Tobin,<sup>23</sup> como também tem construído uma interessante proposta de reforma do sistema monetário internacional.<sup>24</sup>

Em vários de seus trabalhos, Keynes discutiu e sugeriu propostas de reestruturação do sistema monetário internacional, seja rejeitando o sistema padrão-ouro como mecanismo internacional de pagamentos, como em *A Tract on Monetary Reform*, de 1923, seja arquitetando uma proposta em torno de um banco central supranacional para regular a liquidez internacional e manter a estabilidade do nível de preços mundial, como em *A Treatise on Money*, de 1930, ou ainda em seu *Proposals for an International Clearing Union*, de 1940. Neste último, Keynes formulou um projeto de institucionalização da coordenação monetária internacional.<sup>25</sup>

Dentre os trabalhos acima, a análise revolucionária de Keynes encontra-se, principalmente, em *International Clearing Union*. Este, portanto, merece uma atenção especial.

A idéia central é que *International Clearing Union* tenha a capacidade de exercer “the substitution of an expansionist, in place of a contractionist, pressure on world trade” (Keynes, 1980: 176). Para tanto, Keynes sugere a criação de um banco central mundial (*International Clearing Union*) emissor de uma moeda internacional (*bancor*) para (i) estabilizar o nível de preços internacional; (ii) regular a liquidez internacional, evitando, assim, pressões tanto inflacionárias quanto deflacionárias na economia mundial; (iii) determinar o valor da taxa de câmbio entre as moedas nacionais e o *bancor*; (iv) fazer com que os custos de ajustamento do balanço de paga-

mentos passem a incidir tanto sobre os países deficitários quanto sobre os superavitários; e (v) controlar os fluxos de capitais de curto prazo, essencialmente especulativos.

É nessa direção que Davidson (1982, 1994) desenvolve uma proposta de reforma do sistema monetário internacional. Partindo de uma taxonomia particular para explicar que a dinâmica monetária em economias abertas pode ser tanto do tipo *unionized monetary system* (UMS) quanto do tipo *non-unionized monetary system* (NUMS),<sup>26</sup> a idéia de Davidson consiste em apresentar um conjunto de pontos necessários para que o UMS possa “(1) to prevent a lack of global effective demand (...); (2) to provide an automatic mechanism for placing a major burden of payments adjustments on the surplus nations; (3) to provide each nation with the ability to monitor and, if desired, to control movements of capital; and finally (4) to expand the quantity of the liquid asset” (Davidson, 1994: 268).

Assim como Keynes, Davidson argumenta que o sistema monetário internacional deve estar centrado nos seguintes pontos básicos: (i) criação de uma moeda internacional (IMCU) para regular a liquidez internacional; (ii) introdução de um mecanismo para permitir que a IMCU fosse “manipulada” tão-somente pelos bancos centrais nacionais; (iii) estabilização do sistema cambial para proteger as taxas de câmbio de ataques especulativos; e (iv) introdução de uma cláusula, *trigger mechanism*, para eliminar os desequilíbrios de balanço de pagamentos, sejam deficitários ou superavitários.<sup>27</sup>

Os pontos (i) e (ii) são as condições para reduzir e/ou evitar que o público mantenha o ativo internacional, IMCU, em seus encaixes reais. Como consequência, as IMCUs seriam tão-somente utilizadas para as transações comerciais e financeiras, evitando, assim, o processo de entesouramento e/ou de preferência pela liquidez dos agentes econômicos. O ponto (iii) é a condição necessária para estabilizar o poder de compra da IMCU a longo prazo. Por fim, o *trigger mechanism* é o instrumento que asseguraria que o “export-import balance is eliminated unleashing significant recessionary forces” (*ibid.*: 272).

Tendo como referência as idéias acima, será que a proposta (pós-) keynesiana cria as condições para alterar a presente lógica da globalização financeira e, por conseguinte, reduzir as incertezas dos agentes, expandindo, assim, a demanda efetiva global? Na falta de uma resposta objetiva, princi-

palmente perante as dificuldades políticas inerentes à implementação de uma proposta de reestruturação do sistema monetário internacional nas condições preconizadas por Davidson, as palavras de Keynes — ao escrever que, se o sistema monetário internacional fosse reestruturado nas bases por ele propostas, então “could use its influence and its power to maintain stability of prices and to control the trade cycle” (Keynes, 1980: 190-1) — talvez possam ser um incentivo para que se tenha um consenso político em torno da reordenação da ordem econômica mundial.

## 6. CONCLUSÃO

Se aceitarmos a idéia de que a liberalização e a integração dos mercados na era global criam problemas para a estabilidade econômica e limitam o crescimento econômico de pleno emprego a longo prazo, então devemos crer que a articulação de uma institucionalidade de cooperação monetária internacional é de fundamental importância para controlar os fluxos de capitais de curto prazo, evitando, assim, que estes possam gerar efeitos reais negativos no sistema econômico. Conforme Davidson (1997: 672) argumenta, “what is necessary is to build permanent fireproofing rules and structures that prevent ‘beauty contest’<sup>28</sup> induced currency fires. *Crisis prevention rather than crises rescues must be the primary long-term objective*”.

De acordo com o modelo de intervenção do FMI, as operações de socorro financeiro aos países que sofrem crises cambiais somente ocorrem depois que estas acontecem, com o propósito de restaurar a confiança dos investidores na economia; quase nada, contudo, é feito para prevenir a crise. Por outro lado, a solução do FMI para os problemas de desequilíbrios externos é assimétrica e recessiva, uma vez que os custos do ajustamento recaem tão somente sobre o país que tem déficit externo.

Por mais que os problemas monetários internacionais contemporâneos sejam mais complexos do que aqueles observados por Keynes anos atrás, o resgate da análise pioneira e inovadora de Keynes acerca da reestruturação do sistema monetário internacional é de extrema utilidade para que possamos entender por que a criação de uma espécie de banco central mundial, com uma moeda internacional própria, pode ser um ponto de partida importante para a construção de um novo arranjo institucional mundial, que

permita a promoção de crescimento econômico com pleno emprego e, ao mesmo tempo, estabilizar o nível de preços a longo prazo.

Indo nesta direção, os autores pós-keynesianos, enfatizando os problemas de volatilidade dos mercados financeiros, têm argumentado que somente uma instituição com suficiente liquidez pode prevenir as crises monetário-cambiais internacionais. Neste sentido, nossos esforços devem estar concentrados na proposta de criação de uma institucionalidade de cooperação monetária internacional, necessária para a redução dos efeitos disruptivos reais da atividade especulativa nos mercados financeiros.

#### NOTAS

1. O apoio do CNPq é reconhecido. Os autores agradecem as sugestões de um parecerista anônimo; o *disclaimer* usual se aplica.
2. De acordo com Stiglitz (1990: 13), uma bolha existe “if the reason that the price is high today is *only* because investors believe that the selling price will be high tomorrow — when ‘fundamental’ factors do not seem to justify such a price”.
3. Não se pretende aqui esgotar a discussão sobre a existência de bolhas de ativos, pois foge ao escopo deste artigo. O que se pretende destacar é apenas que apesar da existência de bolhas poder ser compatível com a hipótese de expectativas racionais, elas são para a teoria convencional um problema de importância secundária, que só pode ocorrer em circunstâncias muito particulares. E esta restrição se deve justamente ao fato de que as expectativas a respeito da rentabilidade futura dos ativos financeiros são feitas com base na hipótese de expectativas racionais, o que gera um paradoxo, já que em princípio os agentes racionais em mercados competitivos com preços flexíveis deveriam levar aos preços corretos, enquanto que a existência de bolhas significa que os indivíduos, de alguma forma, definem o preço “errado” em equilíbrio, e as forças de mercado não o eliminam. Para uma análise crítica dos modelos convencionais de bolhas, ver Canuto e Laplane (1995), Dymiski (1998) e Oreiro (1999).
4. Ver, entre outros, Davidson (1999) e Dimsky (1998).
5. Daí segue que o ponto de partida da abordagem pós-keynesiana com respeito a bolhas consiste em analisar a forma pela qual os agentes econômicos formam as suas expectativas a respeito dos dividendos futuros dos ativos financeiros, em um contexto de incerteza não-probabilística, ou seja, em que o conhecimento que os agentes possuem não lhes permite construir uma distribuição de probabilidade que seja única, aditiva e totalmente confiável para os resultados esperados de suas decisões. Oreiro (1999) elabora uma abordagem pós-keynesiana de bolhas em que estas decorrem, ao mesmo tempo, de um processo endógeno de mudança do “estado de confiança” a respeito das firmas em honrar os seus compromissos contratuais junto aos bancos comerciais e de um aumento contínuo do nível de fragilidade financeira da economia como um todo.

6. A análise pós-keynesiana sobre atividade especulativa, com base em Keynes, é desenvolvida na seção 4.
7. A análise que se segue está baseada parcialmente em Krugman (1997, 1998). Uma boa e detalhada resenha dos modelos convencionais de crise cambial é feita por Rangel (2000, cap. 1). Ver, ainda, Andrade e Silva (1999) para uma tentativa de analisar semelhanças e diferenças entre os enfoques convencionais (novos-clássicos/novos-keynesianos) e a abordagem pós-keynesiana.
8. A principal crítica que se faz a esses modelos é que eles representam a política do governo de forma bastante mecânica, na medida em que o papel do banco central no modelo é passivo. Por exemplo, o banco central não faz uso de uma variedade de instrumentos disponíveis a não ser a intervenção no mercado cambial para defender a taxa de câmbio.
9. Segundo Krugman (1998), a recente crise asiática não pode ser explicada nem pelos modelos de primeira geração nem pelos de segunda geração, pois não havia nos países em crise uma deterioração nos fundamentos econômicos — tais como déficits públicos persistentes — ou ainda algum incentivo para abandonar a taxa de câmbio fixada, de modo a perseguir uma política monetária mais expansionista, mas sim a existência de uma crise financeira que precedeu a crise cambial. Paula e Alves Jr. (1999, seção 5) sustentam que os recentes ataques especulativos sofridos pelo Brasil aproximam-se mais dos modelos de primeira geração em combinação com os efeitos de uma crise de contágio.
10. Note que as críticas feitas aos modelos de bolhas racionais se aplicam também aos modelos de crise cambial. Por isso, não iremos repeti-las nesta seção.
11. A dificuldade da construção de um modelo geral de crise cambial no *mainstream* é enfatizada por Krugman (1997), que sugere que o modo mais eficaz de enfrentar o problema das crises cambiais e dos ataques especulativos é através de modelos particulares, aplicados a casos específicos.
12. Ver, particularmente, Davidson (1997, 1999).
13. Em diferentes trabalhos, Keynes distinguiu incerteza de eventos prováveis, especialmente em relação a decisões envolvendo a acumulação de riqueza e preferência pela liquidez. Por incerteza, ele entendia que “human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on the strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist” (Keynes, 1964: 162-3), o que significa que “there is no scientific basis in which to form any calculable probability whatever. We simply do not know” (Keynes, 1973: 114).
14. De fato, as ações somente constituem uma boa forma de financiar ativos se os detentores das mesmas souberem, ou acreditarem, de antemão que poderão vendê-las quando quiserem. Portanto, é a existência de mercados secundários organizados, entre os quais as bolsas de valores, que faz com que os investidores de mercado compre ações representativas do capital das empresas.
15. Para uma análise do circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*, em uma abordagem pós-keynesiana, ver Studart (1993).



16. Evidentemente existem fortes implicações reais relacionadas a uma queda contínua nos preços dos ativos de renda variável, especialmente sobre o investimento produtivo e a validação da estrutura financeira das empresas. Ver, a respeito, Minsky (1982) e Davidson (1994).
17. Neste sentido, Dymski (1998: 75) afirma que “a emergência ou não de bolha de ativos depende em parte dos mecanismos institucionais da economia para canalizar influxos de poupança e reservas para investimento. E os efeitos de eficiência, equidade e fragilidade da intermediação dependem, por sua vez, do caráter da estrutura bancária”.
18. Uma boa avaliação dos custos e benefícios da globalização pode ser vista em Eatwell e Taylor (2000, cap. 2).
19. A presente seção é uma versão modificada de Alves Jr., Ferrari F<sup>o</sup> e Paula (1999/2000).
20. Eichengreen (1999, cap. 6 e 7) e Taylor (1998), por exemplo, apresentam algumas alternativas teóricas — entre as quais, (i) criação de uma instituição monetária global para regular as relações comerciais e financeiras; (ii) ampliação dos poderes do FMI, subentendendo-se suporte financeiro, para que esse possa exercer a função de *lender of last resort*; e (iii) adoção de práticas mais transparentes e independentes nas relações entre FMI e os países para que os agentes econômicos tomem suas decisões de gastos em um contexto de “certeza” econômica — de reestruturação do sistema monetário internacional que visam prevenir e administrar as crises financeiras internacionais. Eatwell e Taylor (2000) propõem a criação de um World Financial Authority (WEA) para desempenhar, no domínio dos mercados financeiros mundiais, o papel que é desempenhado pelos reguladores nacionais nos mercados domésticos em termos de regulação e supervisão.
21. Por equilíbrio interno entende-se a situação em que a política econômica tem como referência a *non accelerating inflation rate of unemployment* (NAIRU) — isto é, existência de uma taxa mínima de desemprego consistente com a sistemática de controle dos preços —, ao passo que o equilíbrio externo diz respeito à estabilidade do balanço de pagamentos em transações correntes compatível com o ritmo de expansão da atividade econômica.
22. Nas palavras de McKinnon (1988: 102), a idéia é articular “an international gold standard without gold”.
23. Tendo como referência Davidson (1994 e 1997), pode-se argumentar que as propostas de banda de flutuação cambial de Williamson e de áreas monetárias ótimas de McKinnon, ancoradas na *purchasing power parity* das principais moeda internacionais, somente têm consistência em um mundo no qual sejam válidos os pressupostos da teoria quantitativa da moeda, assegurando, assim, a neutralidade monetária, ao passo que a proposta de Tobin de taxaço de todas as transações cambiais, além de elevar os custos dos fluxos comerciais internacionais, é incapaz de resolver o problema da instabilidade financeira quando os fluxos de portfólio especulativo são predominantes na economia mundial, pois, parafraseando Davidson, ela (taxação) é tão-somente “*a sand in the wheels of international finance*”. Ainda em relação à proposta de Tobin, é importante ressaltar que a taxaço das transações cambiais de *hot money* tem sua lógica questionada se ela não for aplicável em *todas* as jurisdições financeiras internacionais.

24. A proposta de Davidson, conforme será observado a seguir, é mais abrangente do que as demais propostas de reestruturação do sistema monetário internacional, uma vez que se constitui de regras que (a) estabilizem os fluxos monetários e cambiais; (ii) controlem os fluxos de capitais especulativos; e (iii) reduzam as assimetrias das relações econômico-financeiras entre os países, observadas em seus balanços de pagamentos.
25. Ver, respectivamente, Keynes (1971, 1976 e 1980). Em Ferrari F<sup>o</sup> (1999), resgata-se as propostas de reforma monetária internacional elaboradas por Keynes.
26. Conforme Davidson (1994, cap. 12), em uma economia aberta de sistema monetário unificado (UMS) os contratos são expressos na mesma unidade monetária, visto que a taxa de câmbio é fixa, ao passo que em uma economia aberta de sistema monetário não-unificado (NUMS) os contratos são expressos em diferentes moedas, devido ao fato de que a taxa de câmbio é flexível.
27. Pela cláusula “mecanismo gatilho” (*trigger mechanism*), os países credores seriam “incentivados” a gastar seus saldos de crédito acumulados no balanço de pagamentos em transações correntes de três maneiras: (i) aumentando seus volumes de importações provenientes dos países membros da IMCU com dificuldades de balanço de pagamentos; (ii) expandindo seus projetos de investimentos diretos nos referidos países; e (iii) transferindo, unilateralmente, recursos para os países deficitários do IMCU.
28. Keynes (1964) utiliza a imagem de um concurso de beleza em que cada pessoa deve escolher o rosto que será escolhido pela maioria como o mais belo, em vez de escolher aquele que acha mais belo, para exemplificar a lógica do especulador, que se preocupa em comprar (vender) antecipadamente as ações que os outros irão querer comprar (vender) no futuro imediato.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES JR., A. J., FERRARI F<sup>o</sup>, F., PAULA, L. F. R. (1999/2000) The 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): 207-25, Winter.
- ANDRADE, J. P., SILVA, M. L. F. (1999) “Divergências e convergências sobre as crises cambiais”. In: G. Lima, J. Sicsú e L. F. R. Paula (orgs.), *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus.
- BARRO, R., GORDON, D. (1983) “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, *Journal of Political Economy*, 91(4): 589-609, August.
- BLANCHARD, O., FISHER, S. (1989) *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge/Massachusetts: MIT Press.
- CALVO, G., MENDONZA, E. (1996) “Mexico's balance of payments crisis: a chronicle of a death foretold”, *Journal of International Economics*, 41: 235-264.
- CANUTO, O., LAPLANE, M. F. (1995) “Especulação e instabilidade na globalização financeira”, *Economia e Sociedade*, 5: 31-60, dezembro.
- DAVIDSON, P. (1982) *International Money and The Real World*. Londres: Macmillan.

- . (1994) *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.
- . (1997) “Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?”, *Economic Journal*, 107(442): 671-86, May.
- . (1999) “Thoughts on speculation and open markets”. In: P. Davidson e P. Kregel (ed.), *Full Employment and Price Stability*. Cheltenham: Edward Elgar.
- DYMSKI, G. (1998) “‘Economia de bolha’ e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky”, *Economia e Sociedade*, 11: 73-136, dezembro.
- EATWELL, J., TAYLOR, L. (2000) *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nova York: New Press.
- EICHENGREEN, B. (1999) *Toward a New International Finance Architecture: A Practical Post Asia Agenda*. Washington: Institute for International Economics.
- , TOBIN, J., WYPLOSZ, C. (1995) “Two cases for sand in the wheels of international finance”, *Economic Journal*, 105(428): 162-72, January.
- FAMA, E. (1980) “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, *Journal of Finance*, 383-423, May.
- FERRARI Fº, F. (1999) “A moeda internacional na economia de Keynes”. In: G. Lima, J. Sicsú e L. F. R. Paula (orgs.), *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus.
- KEYNES, J. M. (1964) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Nova York: Harcourt Brace.
- . (1971) *A Tract on Monetary Reform*. Londres: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume 4).
- . (1973) *The General Theory and After: defence and development*. Londres: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 14, ed. D. Moggridge).
- . (1976) *A Treatise on Money*. Nova York: AMS Press.
- . (1980) *Activities 1940-1944: shaping the Post-War World, the Clearing Union*. Londres: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 25, ed. D. Moggridge).
- KRUGMAN, P. (1979) “A model of balance of payments crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-25, August.
- . (1997) *Currency Crises*. Mimeo.
- . (1998) *What Happened to Asia?* Mimeo.
- MCKINNON, R. (1988) “Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal”, *Journal of Economic Perspectives*, 2(1): 83-103, Winter.
- MINSKY, H. (1982) *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Nova York: M. E. Sharpe.
- OBSTFELD, M. (1994). “The logic of currency crises”, *Cashiers Économiques et Monétaires*, 43: 189-213.

- . (1996) “Models of currency crises with self-fulfilling features”, *European Economic Review*, 40(3/5): 1037-47, April.
- OREIRO, J. L. (1999) “Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana”. In: *Anais do XXVII Encontro Nacional de Economia*, p. 1.653-1.682. Belém: ANPEC.
- PAULA, L. F. R., ALVES JR., A. J. (1999) “Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real”, *Revista de Economia Política*, 19(1): 72-93, jan./mar.
- RANGEL, F. D. (2000) *Crises cambiais, profecias auto-realizáveis e vulnerabilidade externa: uma análise da experiência brasileira recente (1994-99)*. Dissertação de mestrado. Niterói: Programa de Mestrado em Economia da UFF, maio.
- SHLEIFER, A., SUMMERS, L. (1990) “The noise trader approach to finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 19-33, Spring.
- STIGLITZ, J. (1989) “Using tax policy to curb speculative short-term trading”, *Journal of Financial Services Research*, 3(2/3): 101-15, December.
- . (1990) “Symposium on Bubbles”, *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 13-18, Spring.
- STUDART, R. (1993) “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional”, *Revista de Economia Política*, 13(1): 101-18, jan./mar.
- TAYLOR, L. (1998) “Capital market crises: liberalisation, fixed exchange rates and market-driven desestabilisation”, *Cambridge Journal of Economics*, 22(6): 663-76, November.
- TOBIN, J. (1978) “A proposal for international monetary reform”, *Eastern Economic Journal*, 4(3/4): 153-59.
- WILLIAMSON, J. (1987) “Exchange rate management: the role of target zones”, *American Economic Review*, 77(2): 200-4, May.