



FPA | Discute

02

abril de 2014



DESENVOLVIMENTO - vol 2

Expediente

Esta é uma publicação da Fundação Perseu Abramo.

Diretoria Executiva

Presidente

Marcio Pochmann

Vice-Presidenta

Iole Iliada

Diretoras

Fátima Cleide, Luciana Mandelli

Diretores

Joaquim Soriano, Kjeld Jakobsen

Conselho Curador

Hamilton Pereira (presidente), André Singer, Eliezer Pacheco, Elói Pietá, Emiliano José, Fernando Ferro, Flávio, Jorge Rodrigues, Gilney Viana, Gleber Naime, Helena Abramo, João Motta, José Celestino Lourenço, Maria Aparecida Perez, Maria Celeste de Souza da Silva, Nalu Faria, Nilmário Miranda, Paulo Vannuchi, Pedro Eugênio, Raimunda Monteiro, Regina Novaes, Ricardo de Azevedo, Selma Rocha, Severine Macedo, Valmir Assunção

Sumário

- Apresentação, Guilherme Mello	04
- A Internacionalização Recente do Regime do Capital, Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo	05
- Moeda no plano internacional e implicações para economias periféricas, Bruno De Conti	13

Apresentação

Neste segundo volume da série “FPA Discute: Desenvolvimento brasileiro”, o debate se centra no contexto da economia internacional contemporânea e nas possibilidades de desenvolvimento dos países periféricos nesta nova realidade. As transformações recentes no capitalismo mundial impõem uma série de novos desafios para os países que desejam trilhar o caminho do desenvolvimento social e econômico, particularmente no campo do desenvolvimento industrial, dificultado pela ascensão do bloco asiático, e do papel do Estado e da utilização de políticas macroeconômicas, prejudicado pelo crescente volume dos fluxos financeiros e da financeirização dos preços dos principais ativos internacionais, inclusive as taxas de câmbio.

Para discorrer acerca destes temas e de outros desafios, este volume reúne dois textos inéditos de dois economistas da UNICAMP: O primeiro, de autoria do prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, apresenta uma abordagem histórica da recente fase que adentrou o capitalismo internacional, descrevendo a evolução da economia global ao longo do século XX, as experiências bem sucedidas de industrialização (dentre elas o caso brasileiro) e os desafios que a “macroeconomia da globalização” impõe a todo e qualquer projeto de desenvolvimento atualmente. O segundo artigo, de autoria do prof. Dr. Bruno de Conti, trata o atual regime macroeconômico do ponto de vista teórico, alimentando a discussão acerca das dificuldades de se implementar uma política econômica ativa, que permita controlar o patamar e volatilidade da taxa de câmbio e de juros em uma economia internacional altamente desregulada, financeirizada e hierarquizada como a atual.

Espera-se que estes artigos publicados neste segundo volume reforcem o debate já aberto no primeiro “FPA Discute: desenvolvimento”, quando se abordou o conceito de desenvolvimento e os diversas modalidades de desenvolvimentismo observadas ao longo da história brasileira e presentes no debate econômico recente. Com esta base teórica e histórica assentadas, os próximos volumes da série deverão se debruçar sobre análises e propostas concretas para aprofundar o desenvolvimento econômico e social brasileiro, seja através de mudanças e/ou ajustes nas políticas macroeconômicas, seja através da adoção de novas políticas iniciativas voltadas para o desenvolvimento do setor produtivo.

A Internacionalização Recente do Regime do Capital

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

O capitalismo realmente existente revela sua natureza mais profunda, aquela já desvelada por Marx e Engels no Manifesto Comunista. “A burguesia não pode existir sem revolucionar constantemente os meios de produção e, portanto, as relações de produção e com elas o conjunto das relações da sociedade...Revolução permanente nas condições de produção, distúrbios ininterruptos de todas as condições sociais, permanente incerteza e agitação é o que distingue a era burguesa de todas as demais.”

Marx e Engels escreveram isso em 1848, antes das escaladas industriais dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão confirmarem suas suspeitas sobre o papel da concorrência “universal” na expansão do regime do Capital. Extasiados diante da potência revolucionária e “progressista” do capitalismo em seu ímpeto de mercantilização universal, Marx e Engels não anteciparam o papel crucial dos Estados Nacionais e da luta interimperialista na “deformação” dos mercados e das condições da concorrência que determinaram o declínio da Inglaterra. Desde meados do século XIX, as economias retardatárias da Europa e da América do Norte se desenvolveram primeiro, sob o livre-comércio patrocinado pelos interesses da haute finance abrigados na City. Depois, nas tres últimas décadas dos Oitocentos, sobretudo a partir da Grande Depressão iniciada nos anos 70, os latecomers cresceram à sombra do protecionismo e das regras monetárias do padrão ouro.

Na segunda metade do século XX, a expansão mundial do capitalismo sob a hegemonia americana mudou a divisão internacional do trabalho e o esquema centro-periferia proposto pela hegemonia inglesa. A economia continental norte-americana, desde o século XIX, sustentou o crescimento na expansão de seu mercado interno e subsidiariamente na diversificada pauta de exportações. Dotada de exíguo grau de abertura, mas grande produtora e exportadora de manufaturas, matérias primas e alimentos, a economia dos Estados Unidos tinha no comércio exterior um mecanismo de ajuste que facilitava sua expansão acelerada.

O espaço econômico internacional, na posteridade da Segunda Guerra Mundial, foi construído a partir do projeto de integração entre as economias nacionais proposto pelo Estado americano e por sua economia. A hegemonia dos Estados Unidos foi exercida mediante a expansão da grade corporação americana e seus bancos. Na posteridade da reconstrução econômica da Europa, resposta competitiva da grande empresa europeia - a rivalidade entre os sistemas empresariais - vai promover o investimento produtivo cruzado entre os Estados Unidos e a Europa e a primeira rodada de industrialização fordista na periferia. Durante a chamada “era dourada”(1947- 1973) a expansão do comércio internacional envolveu, sobretudo, o intercâmbio de bens finais de consumo e de capital entre os parceiros do Atlântico Norte.

A revolução chinesa e da guerra da Coréia, abriram espaço para o estilo de desenvolvimento asiático. Entrariam no jogo do desenvolvimento o Japão e, mais tarde, a própria Coréia e Taiwan, com seus respectivos sistemas empresariais.

“O estilo de desenvolvimento asiático” foi inaugurado pelo Japão, que emergiu como potência econômica, já nos anos 60, e disseminou-se para a Coréia e Taiwan, protagonistas de notável desempenho nas décadas de 70 e 80. Os dirigentes e a tecnocracia destes dois países inspiraram-se no desempenho de seu vizinho, o Japão, que, uma década antes, já nos anos 50, graças à Guerra da Coréia, tinha conseguido livrar sua economia das reformas liberais do General MacArthur.

Qual era, na verdade, o projeto americano para o Japão? Desmontar os grandes conglomerados, “ocidentalizar” a economia, tornando-a mais próxima do modelo anglo-saxão de economia de mercado.

Os asiáticos valeram-se, sem dúvida, das circunstâncias históricas e geopolíticas da Guerra-Fria. A Coréia do Sul e Taiwan foram beneficiadas pela condição de postos avançados do Ocidente, numa área crítica para o embate entre as duas grandes potências e a competição entre os dois sistemas.

O êxito do Japão e dos tigres asiáticos, como Coréia e Taiwan, não pode ser explicado apenas pelas “virtudes econômicas” dos seus modelos. Também é óbvio que as condições geopolíticas foram cruciais: ofereceram a oportunidade para as transformações requeridas, sem, no entanto, abrir mão das práticas e instituições que marcaram a administração de suas economias.

Os Estados Unidos fizeram vista grossa para o nacionalismo econômico que se afirmava na Ásia. Aceitaram as estratégias de crescimento acelerado que contemplavam políticas industriais protecionistas, fortes incentivos às exportações. Sempre em nome da liberdade, foram absorvidas e absolvidas todas as violações possíveis e

imagináveis às boas regras do livre mercado. A tolerância americana incluía a abertura dos seus mercados para a invasão, primeiro, dos produtos japoneses e, depois, dos coreanos e taiwaneses.

Na América Latina “desenvolvimentista” este surto de expansão foi acompanhado de instabilidades políticas engendradas nos bastidores da Guerra Fria e na resistência das oligarquias locais ainda comprometidas com as relações econômicas e de dominação do modelo primário exportador.

O Brasil valeu-se de políticas nacionais de industrialização que, no âmbito doméstico, trataram de promover a “internacionalização” da economia, ou seja, a repartição de tarefas entre as corporações multinacionais, as empresas estatais e os empreendimentos privados nacionais, os dois últimos encarregados de produzir os bens intermediários e matérias primas semi-processadas.

Nos 50 anos que terminaram no início da década dos 80, a economia brasileira cresceu de forma acelerada e sofreu notáveis transformações, transitando do modelo primário exportador para a etapa industrial. O ethos do desenvolvimento nasceu da percepção- das camadas empresariais nascentes, do estamento burocrático-militar, de algumas lideranças intelectuais e do proletariado em formação- de que o objetivo de aproximar o país das formas de produção e de convivência não poderia ser alcançado através da simples operação das forças naturais do mercado.

É inteiramente falso, no entanto, atribuir um papel hegemônico a estas forças ditas progressistas na definição dos rumos do desenvolvimento. O projeto de industrialização foi sendo construído através de alianças políticas, regionais e de classe que não só atraíram os interesses mais retrógrados e reacionários para o bloco desenvolvimentista, mas também selaram compromissos com as forças do internacionalismo capitalista. Essa etapa terminou na crise do dólar de 1971 e na decretação unilateral da inconvertibilidade da moeda americana à razão de 35 dólares por onça troy de ouro.

A história da economia mundial, desde meados dos anos 40, não pode ser contada sem a compreensão das peripécias do dólar em seu papel de moeda de faturamento nas transações internacionais e de ativo de reserva universal. No imediato pós-guerra, sob a égide de Bretton Woods, o poder do dólar conversível sustentou três processos simultâneos: 1) o déficit na conta de capitais, produto da expansão dos gastos militares e do investimento direto no mercado europeu em recuperação garantiu o abastecimento da liquidez requerida para o crescimento do comércio mundial; 2) daí, a reconstrução dos sistemas industriais da Europa e do Japão; e 3) a industrialização de muitos países da periferia, impulsionada pelo investimento produtivo direto em conjugação com políticas de desenvolvimento nacional.

Os desequilíbrios crescentes do balanço de pagamentos americano levaram à breca o sistema de convertibilidade e taxas fixas de Bretton Woods, ao impor a desvinculação do dólar em relação ao ouro em 1971 e a introdução das taxas de câmbio flutuantes em 1973.

Os libertários saíram da tumba, ressuscitados pelos miasmas da “estagflação” do final dos anos 60 e início dos 70. A partir de perspectivas teóricas distintas, os espectros do mercadismo, passaram a rondar o chamado “consenso keynesiano”. Para eles, as proezas da “era dourada” revelaram-se um doloroso engano. Engano que fez prosperar o famigerado populismo econômico, uma forma per-versa de politização à outrance da economia. Parafraseando Eric Hobsbawm, a recomendação dos conservadores era dar “adeus a tudo àquilo” e, com urgência empreender as reformas necessárias para restabelecer o funcionamento dos verdadeiros mecanismos econômicos, os únicos aptos a garantir a liberdade do indivíduo e pro-mover a estabilidade e o crescimento a longo prazo.

Na visão liberal-conservadora, os propósitos de proteger o cidadão contra os azares e as incertezas do mercado terminariam por suscitar efeitos contrários aos pretendidos. Apesar das diferenças analíticas e de método, Hayek e Friedman sustentavam que os “anos gloriosos” estavam fadados inexoravelmente ao fracasso em sua insana tentativa de interferir nos movimentos “naturais” dos mercados. As políticas monetárias acomodatórias, combinadas com pactos “corporativistas” entre as classes sociais e grupos de interesses, levaria inevitavelmente ao baixo dinamismo e à inflação crônica e elevada.

Logo depois, os novo-clássicos, escorados na hipótese das expectativas racionais, reforçaram as tropas do reformismo liberal. Expediram uma sentença condenatória ainda mais dura contra a intervenção do Estado, ao proclamar a ineficácia das políticas fiscal e monetária em sua vã pretensão, assim diziam, de limitar a instabilidade cíclica e promover o crescimento da economia.

Os governos logo haveriam de aprender: os agentes racionais que povoam os mercados sabem exatamente qual é a estrutura da economia e, usando a informação disponível, são capazes de antecipar sua evolução provável. Não se deixam enganar, nem por um momento, pelo velho truque de estimular a atividade econômica com

os anabolizantes nominais da política monetária leniente. Caso insistam nessa prática, políticos e burocratas voluntaristas, em vez de mais empregos, conseguirão apenas mais inflação, salvo na hipótese improvável de que possam surpreender e tapear permanentemente os sagazes agentes privados, implacavelmente racionais.

No início dos anos 80, turma da economia da oferta dizia ainda mais: a sobrecarga de impostos sufocava os mais ricos e desestimulava a poupança, o que comprometia o investimento e, portanto, reduzia a oferta de empregos e a renda dos mais pobres. As práticas neo-corporativistas, diziam eles, criavam sérias deformações “microeconômicas”, ao promover, deliberadamente, intervenções no sistema de preços, nas taxas de câmbio, nos juros e nas tarifas. Com o objetivo de induzir a expansão de setores escolhidos ou de proteger segmentos empresariais ameaçados pela concorrência, os governos distorciam o sistema de preços e, assim, bloqueavam os mercados em sua nobre e insubstituível função de produzir informações para os agentes econômicos. Tais violações das regras de ouro dos mercados competitivos culminavam na disseminação da ineficiência e na multiplicação dos grupos “predadores de renda”, que se encastelavam nos espaços criados pela prodigalidade financeira do Estado.

Para acrescentar ofensa à injúria, os mercados de trabalho, castigados pela rigidez nominal dos salários e por regras políticas hostis ao seu bom funcionamento – como a do salário mínimo – não podem mais exprimir o preço de equilíbrio deste fator de produção, por meio da interação desembaraçada das forças da oferta e da demanda.

Em matéria financeira, a teoria dos “mercados eficientes” pretendia ensinar que todas as informações relevantes sobre os “fundamentais” da economia estão disponíveis em cada momento para todos os participantes dos mercados que avaliam os títulos de dívida e os direitos de propriedade. A ação racional dos agentes, diante das informações existentes, seria capaz de orientar a melhor distribuição possível dos recursos entre os diferentes ativos. Essa teoria procurava afirmar que, em condições competitivas, não podem existir estratégias “ganhadoras” capazes de propiciar resultados acima da média.

A regeneração do papel do dólar como standard universal foi efetivada mediante uma elevação sem precedentes das taxas de juros, em 1979. O fortalecimento do dólar, como moeda de reserva e de denominação das transações comerciais e financeiras, está na raiz das profundas alterações na estrutura e na dinâmica da economia mundial. A reabilitação do padrão-dólar deu novo impulso à redistribuição da capacidade produtiva na economia mundial e estimulou a movimento de fusões e aquisições dos anos 80 e ampliou os desequilíbrios nos balanços de pagamentos entre os EUA, a Ásia e a Europa, bem como o avanço da chamada globalização financeira.

Assim, depois da crise de hegemonia e de “produtividade” dos anos 70 do século passado, a “expansão americana” retomou a iniciativa. Nestas condições, os EUA foram capazes de atrair capitais para os seus mercados e dar-se ao luxo de manter taxas de juros moderadas. Esse fenômeno se acentuou nos anos 90 e propiciou a emergência de tres processos correlacionados: 1) o maciço influxo de capitais para os Estados Unidos, a despeito do déficit em conta corrente. 2) a acumulação de reservas nos países asiáticos, como contrapartida da ampliação dos déficits em conta corrente dos EUA; 3) a espantosa expansão do crédito e a inflação de ativos nas economias centrais.

O “modelo asiático” em sua forma atual tem uma relação simbiótica com as transformações financeiras e organizacionais que deram origem às novas formas de concorrência entre as empresas dominantes da tríade desenvolvida, Estados Unidos, Europa e Japão. As andanças da nova concorrência responderam, sim, às políticas liberalizantes dos anos 80. E, em sua resposta, o movimento da grande empresa realizou o projeto de reconfiguração do ambiente internacional. A metástase do sistema empresarial da tríade desenvolvida – particularmente dos Estados Unidos e do Japão – determinaram uma impressionante mutação nos fluxos de comércio. Não se trata apenas de reafirmar a importância crescente do comércio intra-firmas, mas de destacar o papel decisivo do “global sourcing”, fenômeno que está presente, sobretudo, nas estratégias de internacionalização das cadeias de fornecedores que, desde a década dos 90, beneficiaram as economias asiáticas, a China em particular.

A nova concorrência engendrou simultaneamente: 1) a centralização do controle, mediante as ondas de fusões e aquisições observadas desde os anos 80; e 2) a nova distribuição espacial da produção, ou seja, a internacionalização das cadeias de geração de valor. Centralização do controle e descentralização da produção: esse movimento de dupla face afetou a natureza e a direção do investimento direto em nova capacidade, reconfigurou a divisão do trabalho entre produtores de peças e componentes e os “montadores” de bens finais e, como já foi dito, alterou as participações dos países nos fluxos de comércio. O propósito da competição entre os grandes blocos de capital é o de assegurar simultaneamente a diversificação espacial adequada da base produtiva da grande empresa e o “livre” acesso a mercados.

A globalização significa sobretudo a generalização e a intensificação da concorrência protagonizadas pela grande empresa transnacional. As estratégias de localização da corporação transnacional moderna foram acompanhadas de significativas mutações morfológicas: constituição de empresas-rede, com concentração das funções de decisão e de inovação e terceirização das operações comerciais, industriais e de serviços em geral.

As mudanças nas formas de concorrência promoveram a “contestação” das estruturas oligopolistas “estabilizadas” que regularam a concorrência entre os anos 50 e 80, na era do “fordismo”. Entre as décadas dos 40 e dos 70 do século passado, o padrão de concorrência estava fundado na estabilidade das estruturas de mercado oligopolizadas e caracterizado pela produção padronizada, tecnologia codificada, busca da integração vertical, aversão à cooperação.

Os oligopólios eram “concentrados”, no caso de produtos homogêneos, como siderurgia e outros insumos básicos ou diferenciados, no caso de bens duráveis de consumo. Essas estruturas oligopolistas estavam “defendidas” por fortes barreiras tecnológicas, financeiras e comerciais que dificultavam a entrada de novos concorrentes.

A esse modelo de concorrência correspondia uma estrutura organizacional burocrática, rigidamente hierárquica, fruto da separação entre propriedade e controle, fenômeno que começa a ocorrer nas três últimas décadas do século XIX.

As transformações ocorridas nas últimas décadas deram origem a fenômenos correlacionados e aparentemente contraditórios: 1) uma nova etapa de “centralização” da propriedade e do controle dos blocos de capital, mediante a escalada dos negócios de fusões e aquisições alentados pela forte capitalização das bolsas de valores nos anos 80, 90 e 2000, a despeito de episódios de “ajustamento” de preços”; 2) a “terceirização” das funções não-essenciais à operação do core business, o que aprofundou a divisão social do trabalho e propicia a especialização e os ganhos de produtividade.

A grande empresa que se lança às incertezas da concorrência global necessita cada vez mais do apoio de condições institucionais e legais que a habilitem para a disputa com os rivais em seu próprio mercado e em outras regiões. Elas dependem do apoio e da influência política de seus Estados Nacionais para penetrar em terceiros mercados (acordos de garantia de investimentos, patentes, etc.), não podem prescindir do financiamento público para suas exportações nos setores mais dinâmicos, não devem ser oneradas com encargos tributários excessivos e correm o risco de serem deslocadas pela concorrência sem o benefício dos sistemas nacionais de educação e de ciência e tecnologia.

O novo paradigma empresarial acentua sobremaneira a importância destas vantagens. Entre elas devemos destacar: a) processos cumulativos de aprendizado (learning by doing na produção flexível, no desenvolvimento de produtos); b) economias de escala dinâmicas (ganhos de volume associados ao tempo e ao aprendizado); c) estruturação de redes eletrônicas de intercâmbio de dados que maximizam a eficiência ao longo das cadeias de agregação de valor (economia de capital de giro – sobretudo minimização de estoques, de custos de transporte e armazenagem); d) novas economias de aglomeração (centros de compras e de assistência técnica e formação de polos de conhecimentos técnicos e gerenciais); e) economias derivada da cooperação tecnológica e do co-desenvolvimento de produtos e processos.

Esta concepção de políticas de competitividade coloca no centro das preocupações a indução das sinergias baseadas no conhecimento e na capacidade de resposta à informação. O novo papel das políticas estruturais deve estar concentrado na indução da cooperação, na coordenação dos atores. Não se trata de “escolher vencedores”, mas de criar condições para que os vencedores apareçam.

As transformações financeiras e organizacionais recentes acompanharam as mudanças na estratégia de localização espacial das empresas dominantes. Particularmente significativas são as reorientações na direção do investimento direto estrangeiro e suas consequências sobre a divisão internacional do trabalho.

A abertura da economia ao investimento estrangeiro - tais como absorção de tecnologia, adensamento de cadeias industriais, crescimento das exportações - dependeram fundamentalmente das políticas nacionais. Dentre os emergentes, cresceu mais e exportou ainda melhor quem conseguiu administrar uma combinação favorável entre câmbio real competitivo e juros baixos, acompanhada da formação de redes domésticas entre as empresas integradoras e os fornecedores de peças, componentes, equipamentos, sistemas de logística.

Como já foi dito, a mudança na configuração espacial da indústria foi marcada por um intenso processo de centralização do capital produtivo manufatureiro à escala mundial e acompanhada de um grande esforço das corporações transnacionais para concentrar suas estratégias na “atividade principal” (core business).

As consequências dessas transformações não são triviais. A centralização do controle capitalista na grande corporação deu lugar à “exteriorização” dos segmentos produtores de peças, componentes e bens finais sob o comando “inteligente” da chamada “empresa integradora”, responsável pelas concepções estratégicas. Esse movimento barateou enormemente os custos e aumentou a eficiência dos sistemas da produção manufatureira. É importante sublinhar que a “economia industrial da globalização” não teria avançado sem as inovações nas tecnologias de informação e de comunicações e sem as importantes transformações na logística, sobretudo na generalização dos containers. Esses fatores foram decisivos para encurtar os tempos de rotação e de circulação do capital produtivo.

O mundo presencia um cataclismo na divisão internacional do trabalho. A Ásia se torna formidável produtora e processadora de peças e componentes baratos (sem exclusão dos bens finais de consumo e de capital). Conforma-se uma mancha manufatureira, grande importadora de matérias primas, que pulsa em torno da China, reintegrada ao circuito capitalista desde as reformas do final dos anos 70.

Há quase três décadas a China executa políticas nacionais de industrialização ajustadas ao movimento de expansão da economia “global”. As lideranças chinesas perceberam que a constituição da “nova” economia mundial passava pelo movimento da grande empresa transnacional em busca de vantagens competitivas, com implicações para a mudança de rota dos fluxos do comércio. Os chineses ajustaram sua estratégia nacional de industrialização acelerada às novas realidades da concorrência global.

A experiência chinesa combina o máximo de competição – a utilização do mercado como instrumento de desenvolvimento – e o máximo de controle. Entenderam perfeitamente que as políticas liberais recomendadas pelo Consenso de Washington não deveriam ser “copiadas” pelos países emergentes. Também compreenderam que a “proposta” americana para a economia global incluía oportunidades para o seu projeto nacional de desenvolvimento. Assim controlaram as instituições centrais da economia competitiva moderna: o sistema de crédito e a política de comércio exterior, aí incluída a administração da taxa de câmbio. Os bancos públicos foram utilizados para dirigir e facilitar o investimento produtivo e em infraestrutura.

Como é de conhecimento geral, a China sustenta um saldo positivo elevado com os Estados Unidos. Mas seu déficit é crescente com o resto da Ásia e com os demais parceiros comerciais. O bloco industrializado da Ásia, articulado em torno da China, funcionou e ainda funciona como uma engrenagem de transmissão entre a demanda gerada nos países centrais e a oferta das economias “exportadoras de recursos naturais”.

A rápida industrialização da China e dos países do Sudeste Asiático deslocou uma fração importante da demanda global para os produtores de matéria primas e alimentos.

Mas o Brasil e a América Latina ficaram praticamente à margem do processo de reestruturação das cadeias globais de valor. Logo após sua adesão ao Nafta, México avançou alguns pontos em sua participação no valor agregado global, mas desde o início dos anos 2000 perdeu rapidamente posição para a China e seus vizinhos asiáticos. Antes e depois da estabilização de 1994, o Brasil não conseguiu levar adiante o crescimento e diferenciação de sua estrutura industrial. Antes do Plano Real, a crise aguda de balanço de pagamentos e a ameaça da hiperinflação afastaram o país das estratégias de migração e reorganização da grande empresa transnacional. Depois da vitória contra a inflação, a valorização do real, além de reanimar a vulnerabilidade externa, desfavoreceu a participação brasileira nas cadeias produtivas globais, sobretudo nos setores em que ocorriam com mais intensidade as transformações estruturais e tecnológicas mencionadas acima. Entre os setores em que nosso “afastamento” é mais flagrante podemos citar: infraestrutura de telecomunicações, infraestrutura de telecomunicações móveis, PCs, computadores portáteis, TVs plasma e LCD, câmeras digitais, componentes eletrônicos.

Nos últimos dois anos o desempenho da indústria brasileira foi decepcionante. O biênio se encerrou com um declínio de aproximadamente 2%: um pífio crescimento de 0,6% em 2011 e uma queda de 2,7% em 2012. Assim mesmo que se realizem em 2013 as expectativas de um crescimento mais alentado de economia brasileira, em torno de 3,5% - a indústria manterá uma média bastante insatisfatória no triênio.

O comportamento decepcionante da indústria, sobretudo o da indústria manufatureira, deita raízes em fatores externos e internos, nenhum deles com solução à curto prazo.

No âmbito externo, como foi dito, as duas últimas décadas presenciaram alterações de grande monta na distribuição espacial das cadeias manufatureiras. Isso não significa que as empresas transnacionais tenham deixado de buscar o mercado brasileiro e o Mercosul. Mas a motivação do investimento é claramente a atração exercida pelo mercado interno ou pelas perspectivas de uma maior integração do mercado sul-americano. Na maioria dos casos, o Brasil participa das cadeias globais na ponta final do processo produtivo. É bom esclarecer que do

nosso ponto de vista, a participação nas cadeias envolve uma dinâmica peculiar entre exportações e importações: produzir para exportar tanto quanto importar para produzir.

Há muito tempo o Brasil está afastado do movimento de reestruturação produtiva e empresarial que atende pelo nome de globalização. Esse afastamento tem início na segunda metade dos anos 70 do século passado quando o Brasil escolheu os setores básicos e tradicionais para mover o seu processo de avanço industrial. Nos últimos quarenta anos o país fez adições marginais à estrutura manufatureira com baixa capacidade de inovação e de integração às cadeias.

A modernização restringida – em condições de sobrevalorização cambial e completa ausência de políticas industriais ativas – implicou num aumento brutal da importação de bens de capital e o abandono da nossa própria indústria de equipamentos. Essa alta dependência das importações passou a ser estrutural, e manifesta-se na produção corrente, mesmo em condições de baixo crescimento.

Na verdade, a década de 90 caracteriza-se por uma desindustrialização, entendida como a redução do coeficiente de valor agregado interno sobre o Valor Bruto da Produção e como liquidação de postos de trabalho. Rompidos os nexos interindustriais das principais cadeias de produção, hoje a estrutura industrial brasileira pode ser comparada a uma nebulosa em que se sobressaem algumas grandes e médias empresas em cada setor, com parte da estrutura de apoio globalizada. Assim é possível entender por que a modernização empresarial dos anos 90 levou ao enfraquecimento estrutural da indústria manufatureira.

Como já foi dito, isto ocorre há décadas. As políticas que se baseiam simplesmente na abertura às importações não podem ser consideradas bem sucedidas para a integração da economia brasileira. Tampouco serão exitosas as políticas baseadas na proteção pura e dura. Nas atuais condições de evolução da economia mundial, o Brasil pode e deve ampliar seus acordos de comércio, a começar pela integração regional.

Nas negociações comerciais, como o fazem os emergentes bem sucedidos, é fundamental valorizar a posição do Brasil e de seu potencial importador como forma de impulsionar sua capacidade exportadora.

As vantagens da China e de seus parceiros asiáticos não estão asseguradas. Não há repouso no capitalismo. Depois da crise de 2008 e de suas conseqüências, os países que perderam posição na disputa competitiva da manufatura – sobretudo os Estados Unidos – acenam com uma nova rodada de inovações, aquelas que seriam classificadas de “poupadoras de mão de obra” pelos sábios que ainda utilizam funções de produção.

O economista chefe da General Electric, Marco Annunziata e Keneth Rogoff preconizam a iminência de um intenso movimento de automação baseado na utilização de redes de “máquinas inteligentes”. Nanotecnologia, neurociência, biotecnologia, novas formas de energia e novos materiais formam o bloco de inovações com enorme potencial de revolucionar outra vez as bases técnicas do capitalismo. Todos os métodos que nascem dessa base técnica, não podem senão confirmar sua razão interna: são métodos de produção destinados a aumentar a produtividade social do trabalho em escala crescente. Sua aplicação continuada torna o trabalho imediato cada vez mais redundante. A autonomização da estrutura técnica significa que a aplicação da ciência torna-se o critério dominante no desenvolvimento da produção.

O jogo da grande empresa é jogado no tabuleiro em que a mobilidade do capital impõe conjuntamente a liberalização do comércio, o controle da difusão do progresso técnico (leis de patentes etc..) e o enfraquecimento da capacidade de negociação dos trabalhadores. Assim, as “novas” formas de concorrência escondem, sob o diáfano véu da liberdade, o aumento brutal da centralização do capital, a concentração do poder sobre os mercados, a enorme capacidade de ocupar e abandonar territórios e de alterar as condições de vida das populações.

A Macroeconomia da Globalização

Observada em sua configuração macro, a economia pode ser concebida como grande painel de balanços inter-relacionados. Os balanços dos bancos, empresas, famílias, governos e setor externo registram, em cada momento, os resultados das decisões de financiamento e de gasto tomadas privadamente por cada um dos participantes do jogo do mercado. As decisões privadas de gasto apoiadas no crédito (e, portanto, no endividamento) são as variáveis independentes que determinam a criação de empregos e, portanto, a formação da renda. Assim, na

medida em que o pagamento de salários e as compras entre as empresas criam o fluxo de renda agregada da economia, as operações de débito-crédito modificam a distribuição dos estoques de direitos sobre a riqueza e, portanto, a situação patrimonial dos protagonistas. Na fase ascendente do ciclo, o fluxo de lucros, a poupança das famílias e as receitas do governo cuidam de garantir o serviço e estabilidade do valor das dívidas e dos custos financeiros. As poupanças decorrentes do novo fluxo de renda constituem o funding do sistema bancário e do mercado de capitais. Estes últimos, em sua função de intermediários, promovem a validação do crédito e da liquidez (criação de moeda) “adiantados” originariamente pelos bancos para viabilizar os gastos de investimento e de consumo.

Iniciada no segundo semestre de 2007 e acelerada no infausto episódio da quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, a crise ofereceu a alguns analistas- como Krugman, Roubini, Michel Aglietta, Martin Wolf e Cláudio Borio – a oportunidade de avançar na compreensão das transformações ocorridas nas relações entre inovações financeiras, financiamento dos gastos de consumo das famílias e de investimento das empresas e geração de renda e emprego na economia globalizada.

O economista Claudio Borio do BIS (Banco de Compensações Internacionais) desvelou a verdade que a maioria dos analistas comprometidos com a banca se esforça por esconder sob a rica tapeçaria de seus inefáveis saberes. Na gênese, desenvolvimento e configuração do ciclo financeiro que culminou na crise está o fluxo bruto de capitais privados, sobretudo os transacionados entre a Europa e os Estados Unidos. A interpenetração financeira suscitou a diversificação dos ativos à escala global e, assim, impôs a “internacionalização” das carteiras dos administradores da riqueza.

No ciclo de expansão financeira internacionalizada, combinaram-se: 1) métodos inovadores de “alavancagem” financeira; 2) valorização dos ativos imobiliários; 3) migração da produção manufatureira para os países de baixo custo da mão de obra; 4) a ampliação das desigualdades; 5) a insignificante evolução dos rendimentos população assalariada; 6) a degradação dos sistemas progressivos de tributação.

A lenta evolução dos rendimentos acumplicou-se à vertiginosa expansão do crédito para impulsionar o consumo das famílias. Amparado na “extração de valor” ensejada pela escalada dos preços dos imóveis, o gasto dos consumidores alcançou elevadas participações na formação da demanda final em quase todos os países das regiões desenvolvidas. Enquanto isso, as empresas dos países “consumistas” cuidavam de intensificar a estratégia de separar em territórios distintos a formação de nova capacidade e a captura dos resultados.

No período de euforia, as grandes empresas deslocaram sua manufatura para as regiões em que prevaleciam baixos salários, câmbio desvalorizado e alta produtividade. Americanos e europeus correram para a Ásia e os alemães, mesmo frugais, saltaram para os vizinhos do Leste. Destas praças, exportaram manufaturas baratas para os países e as regiões de origem ou de sua influência. Embalados pela expansão dos gastos das famílias, realizaram lucros e acumularam caixa (em geral nos paraísos fiscais). O deslocamento das empresas americanas cavou alentados déficits em conta corrente na economia territorial da pátria-mãe. Já os alemães, a despeito da movida para o Leste Europeu, financiaram os gastos que produziram os enormes déficits em conta corrente dos vizinhos da Eurolândia.

O mundo não convergiu para o regime de taxas flutuantes. Muito ao contrário: a coexistência entre regimes de taxas de câmbio flutuantes e taxas administradas ou fixas tornou-se a marca registrada da economia mundial. O número de países que adotou a “âncora” no dólar ou numa cesta de moedas aumentou consideravelmente. Depois da crise asiática, as economias da região, particularmente a China, retomaram as estratégias exportadoras com forte acumulação de reservas e medidas bastante pragmáticas de controle de capitais. Diante da enxurrada de capitais empenhados na arbitragem com taxas de juros e na especulação descaimada com suas moedas, desenvolvidos e emergentes lutam para evitar a formação de bolhas de crédito e tratam de obviar os efeitos indesejados e nefastos da valorização cambial.

A entrada da China e de outros emergentes como protagonistas importantes no comércio internacional de manufaturas promoveu um forte movimento deflacionário, contribuindo para a estabilidade de preços no âmbito da economia global. Os preços das commodities permaneceram subjugados até o final da década de 2000. Depois disso a situação mudou. Na posteridade da crise, os preços das commodities passaram a responder elasticamente aos impulsos da demanda chinesa e, sobretudo, aos excessos de liquidez engendrados pelas ações dos bancos centrais das economias desenvolvidas.

A queda do investimento na formação da demanda agregada dos países centrais foi mais do que compensada pela

aceleração desse componente do gasto nos emergentes asiáticos. O balanço global registra, portanto, a criação generalizada de capacidade produtiva excedente, particularmente nos setores de alta e média tecnologia afetados pela concorrência internacional.

Quando os motores reverteram, acionados pela queda nos preços dos imóveis e pela desvalorização dos ativos financeiros associados ao consumo, escancarou-se um estoque de endividamento “excessivo” das famílias, calculado em relação aos fluxos esperados de rendimentos e à derrocada do valor das residências. Afogadas nas sobras de capacidade à escala global, as empresas cortaram ainda mais os gastos de capital. Aliviadas da carga de ativos podres graças à ação dos bancos centrais, as instituições financeiras acumularam reservas excedentes, mas hesitam em emprestar até mesmo às suas congêneres. Entre a queda das receitas, a ampliação automática das despesas e o socorro aos bancos moribundos, os déficits fiscais aumentaram, engordando as carteiras dos bancos com a dívida dos governos. Já os desequilíbrios em conta corrente dos balanços de pagamentos não andam nem desandam.

Nos últimos três anos, as famílias com equity negativo e as empresas sobrecarregadas de capacidade correm para os confortos da liquidez e do reequilíbrio patrimonial. Os países e as regiões se engalfinham: uns para reverter os déficits externos, outros para manter seus superávits. Os governos ensaiam políticas de austeridade fiscal. Tais decisões são “racionais” do ponto de vista microeconômico e virtuosas sob a ótica da gestão das finanças domésticas, mas perversas para o conjunto da economia. Se todos pretendem cortar gastos, realizar superávits e se tornar líquidos ao mesmo tempo, o resultado só pode ser a queda da renda, do emprego e o crescimento do “peso” das dívidas cujo “valor” está fixado em termos nominais. É paradoxo da desalavancagem, também conhecido como o inferno das boas intenções, cujas chamas crepitam no conhecido, mas sempre descuidado território das falácias de composição. Se bem interpretadas, as falácias poderiam nos aconselhar a discernir os fundamentos macroeconômicos da microeconomia.

Moeda no plano internacional e implicações para economias periféricas¹

*Bruno De Conti*²

A economia capitalista não pode ser compreendida senão como uma economia monetária. Apesar de às vezes negligenciados, os estudos sobre a moeda são absolutamente cruciais, não apenas para o avanço da teoria, mas também para a compreensão da dinâmica econômica dos distintos países. Em especial, há três particularidades da moeda que merecem ser ressaltadas: i) a moeda é um instrumento central de poder; ii) a moeda é o ativo líquido par excellence de uma economia; iii) a moeda possui duas facetas, uma interna (relativa aos bens nacionais) e outra externa (relativa às demais moedas nacionais).

Adicionalmente, é preciso perceber que as distintas moedas nacionais não podem ser estudadas de forma isolada, no interior de cada economia nacional. Sobretudo no contexto de globalização financeira, deve-se olhar para essas distintas moedas sobre um cenário que é internacional, o que torna os estudos bastante complexos, mas extremamente interessantes. Fazem-se necessárias, portanto, pesquisas aprofundadas sobre a interação das moedas nesse âmbito internacional, seus efeitos sobre as finanças globais e, finalmente, sobre as economias nacionais.

Essa interação entre as moedas realiza-se sob a égide do Sistema Monetário Internacional (SMI). Ao longo da história, o SMI tem sido constantemente alterado, como resultado das mudanças na economia mundial e também, numa relação de bi-causalidade, como catalisador dessas mudanças. De toda maneira, o que quer que aconteça ao SMI, a primeira das particularidades supracitadas da moeda continua evidente e é absolutamente central para a determinação das características do sistema vigente. Como antecipado, a moeda é um instrumento de poder. Mais ainda: moeda é poder. Por um lado, se o emissor de uma moeda é poderoso em sua relação com os outros agentes da economia, terá condições de estimular, de alguma maneira, o uso de sua moeda por esses outros agentes; por outro lado, quanto mais essa moeda for utilizada, maior será o poder de seu emissor, numa espécie de círculo virtuoso (ou vicioso...). As distintas formas que assumiu o SMI ao longo do tempo são a prova incontestável dessa asserção. No que diz respeito às regras e instituições (as características formais do SMI), mas também ao arranjo tácito das moedas à sombra desse sistema. Inicialmente, deve-se destacar que as moedas nacionais não são todas usadas em âmbito internacional. Em segundo lugar, é notório que mesmo entre as moedas que possuem um uso internacional, algumas delas possuem uma importância maior do que as demais. Em geral, pode-se inclusive atribuir a uma dessas moedas o papel de moeda-chave do sistema. Nota-se, assim, que o SMI é sempre hierarquizado, ainda que essa hierarquia seja mutável ao longo do tempo³.

Nos séculos XII e XIII, os Países Baixos tinham uma posição central na economia mundial, sobretudo no que concerne ao comércio internacional, de forma que o guilder holandês era a moeda mais importante do SMI. No século XIX e início do XX, o Reino Unido foi o centro econômico global e a libra esterlina tornou-se a principal moeda da economia mundial. Após as duas grandes guerras do século XX, os Estados Unidos já estavam consolidados como a principal potência mundial e o dólar passou a ocupar a posição central do SMI, lugar que ocupa até hoje. Esses processos de modificação do SMI são muito lentos e bastante interessantes, já que refletem e reforçam (simultaneamente) as correlações de poder entre os países. Na outra extremidade do espectro, estão os países cujas moedas não são usadas em escala internacional – a maioria dos países do mundo.

Vê-se, portanto, que o estudo de uma economia monetária deve contemplar também o uso internacional das moedas, já que esse uso gera poder, com importantes implicações sobre as economias nacionais. Não por acaso, numerosas autoridades nacionais⁴ declaram recorrentemente seu desejo de reduzir a utilização internacional do

1. Texto baseado na tese de doutorado do autor e em artigos dela derivados

2. Professor do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON) do mesmo Instituto.33, n. 2 (131), abr/jun 2013.

3. Belluzzo & Almeida (2002) destacam que o SMI teve sempre um caráter hierarquizado.

4. E.g. Nicolas Sarkozy (ex-presidente da França), Guido Mantega (Ministro da Fazenda do Brasil) e Zhou Xiaochuan (presidente do Banco Central chinês).

dólar ou de erigir uma moeda supranacional⁵. Há inclusive autores que defendem que a crise financeira iniciada em 2007 foi consequência da hegemonia do dólar, que permitiu o endividamento exacerbado das famílias e setor público estadunidenses e causou os desequilíbrios globais verificados⁶.

Vê-se, portanto, que o estudo de uma economia monetária deve contemplar também o uso internacional das moedas, já que esse uso gera poder, com importantes implicações sobre as economias nacionais. Não por acaso, numerosas autoridades nacionais declaram recorrentemente seu desejo de reduzir a utilização internacional do dólar ou de erigir uma moeda supranacional. Há inclusive autores que defendem que a crise financeira iniciada em 2007 foi consequência da hegemonia do dólar, que permitiu o endividamento exacerbado das famílias e setor público estadunidenses e causou os desequilíbrios globais verificados.

A segunda particularidade da moeda, mencionada acima, diz respeito a seu grau de liquidez. Como proposto por Keynes (1936), a moeda é o ativo líquido por definição de uma economia nacional. Para a detenção de outros ativos financeiros, os agentes exigem um prêmio para compensar a iliquidez do ativo; esse prêmio é a taxa de juros que remunera o ativo. Quando transacionadas em âmbito internacional, as distintas moedas nacionais (e os títulos denominados nessas moedas) possuem também diferentes graus de liquidez, de forma que as taxas de juros que lhes são imputadas são também diferentes, refletindo essa diferença de liquidez. A abertura financeira crescente determina que as taxas de juros dos distintos países sejam cada vez mais conectadas e, ademais, calculadas em relação ao ativo mais líquido da economia mundial. Assim, os países possuem diferentes taxas de juros para seus títulos e também diferentes graus de autonomia para a condução de sua política monetária. Se um país central muda sua taxa básica de juros, pode forçar outros países a seguirem-no. Nota-se, então, que a compreensão do posicionamento internacional das moedas ilumina as discussões relativas às taxas de juros e à política monetária conduzida em cada país.

Por fim, a terceira das particularidades da moeda mencionadas acima diz respeito à dupla face de seu valor, a saber, a interna e a externa. Para os negócios internacionais, sua face externa é evidentemente a mais importante e ela se refere à taxa de câmbio em relação às outras moedas. Trata-se de um preço essencial para toda economia, já que impacta na inflação, nos preços relativos, na competitividade externa, etc., e cuja dinâmica guarda estreita relação com o posicionamento das moedas no SMI.

Consequentemente, os estudos sobre uma economia nacional ficam extremamente enriquecidos quando contemplam análises relativas ao uso internacional das moedas e à configuração do SMI; os impactos dessa configuração sobre as taxas de juros dos títulos denominados nas distintas moedas e sobre a autonomia das políticas monetárias nacionais; e os efeitos dessa configuração sobre a dinâmica das taxas de câmbio. Neste artigo, serão estudados justamente esses três aspectos, num esforço por estabelecer a conexão entre eles. Retoma-se, assim, a hipótese de que a configuração do SMI possui importantes implicações sobre as taxas de câmbio e de juros dos distintos países do globo e, em decorrência, sobre suas políticas econômicas (Belluzzo & Carneiro, 2003; Carneiro, 1999 e 2008; Prates, 2002).

1. Moeda e poder: a configuração do Sistema Monetário Internacional

De acordo com a análise de Aglietta (1986), a economia mundial nunca teve uma moeda internacional, entendida pelo autor como uma moeda emitida e gerida por uma instituição supranacional, para ser utilizada em âmbito global. Mas, ainda que não se possa falar propriamente de uma moeda internacional, os intercâmbios globais estão associados ao uso internacional de certas moedas nacionais. Entretanto, se todas as moedas fossem utilizadas no cenário global, a situação seria caótica e ineficaz, já que “a moeda tem a natureza de um bem coletivo e sua utilidade aumenta com o incremento do número de pessoas que a utilizam” (De Grauwe, 1999). Se todos os países exigissem o uso de sua própria moeda para os intercâmbios internacionais, haveria, evidentemente, uma incompatibilidade. Assim, da mesma maneira que uma moeda facilita as trocas em âmbito nacional, no plano mundial a escolha de uma (ou algumas) moeda(s) de referência foi essencial para o desenvolvimento dos intercâmbios globais. Portanto, se de um lado os intercâmbios internacionais poderiam engendrar um espaço monetário internacional

5. UNCTAD (2009) defende o uso dos Direitos Especiais de Saque (DES) como a moeda reserva mundial.

6. E.g. Stevens (2009, p. 7): “the global currency asymmetry between reserve currency nations and non-reserve currency nations has played an important part in the global imbalances that confront the contemporary financial system”.

fracionado, já que as diversas moedas nacionais tendem a adquirir um uso internacional, o que se nota por outro lado é que essa tendência é superada por outra força maior (de ordem política e econômica) que determina que somente algumas moedas sejam utilizadas em âmbito internacional⁷. Ao fim, erige-se uma estrutura hierarquizada entre elas, visto que não desempenham o mesmo papel no cenário mundial.

Algumas moedas, portanto, ainda que emitidas com o propósito precípuo de serem utilizadas no interior de um determinado país, transpõem as fronteiras nacionais e adquirem uso internacional. Essa utilização das moedas no plano internacional (e, conseqüentemente, as transações monetárias em âmbito supranacional) é pautada pelo conjunto de regras que determina o modo de funcionamento do sistema monetário internacional, a saber, os regimes cambiais vigentes, a infraestrutura concernente (sobretudo os mercados cambiais) e as instituições envolvidas (Bancos Centrais, Fundo Monetário Internacional, etc.).

Prates (2002) propõe que os três eixos básicos de um sistema monetário internacional são o regime cambial, o grau de mobilidade de capitais e a forma da moeda internacional. No período em que a economia mundial era regulada pelo Acordo de Bretton Woods – 1945 a 1971/73 –, havia regras claras e impostas a todos os países signatários com relação a esses três eixos, já que as taxas de câmbio eram fixas em relação ao dólar⁸; a moeda americana ocupava, portanto, o papel de moeda-chave do sistema; e a mobilidade de capitais era restrita. Com o fim do Acordo, os países passam a ter autonomia – ao menos do ponto de vista formal – para escolherem seu regime cambial e o grau de abertura de sua conta financeira⁹, de forma que não há mais um padrão único, como aquele verificado anteriormente¹⁰. Há uma característica do sistema monetário internacional, contudo, que, apesar de algumas mudanças, continua sendo verificada após o fim do Acordo de Bretton Woods: seu caráter hierarquizado. O dólar continua sendo a moeda-chave do sistema e a maioria das moedas nacionais não desempenha suas funções clássicas em âmbito internacional.

Não há estatísticas consolidadas sobre o uso internacional das distintas moedas para o conjunto de suas funções, mas alguns dados são bastante ilustrativos sobre o cenário atual e estão sistematizados na tabela 1, abaixo¹¹:

Tabela 1: Uso internacional das moedas, dados selecionados (% do total)

Moeda	Giro nos mercados cambiais globais ¹	Reservas internacionais ²	<i>Bonds e notes</i> internacionais ³
Dólar EUA	87	61,9	39,2
Euro	33,4	23,8	44,1
Iene	23	3,8	2,8
Libra esterlina	11,8	3,8	7,8
Franco suíço	5,2	0,3	1,5
Dólar australiano	8,6	-	1,2
Dólar canadense	4,6	-	1,3
Outras moedas	26,4	6,3	2,1

Fonte: Foreign exchange and derivatives market activity 2010 e 2013 (BIS); Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (FMI).

¹ Dados para abril/2013; visto que as transações cambiais envolvem duas moedas, a soma das participações é de 200%.

² Dados para o segundo trimestre de 2013.

³ Dados para abril/2010.

7. Aglietta (1979).

8. As taxas de câmbio eram fixas, mas com cláusulas de ajustamento na eventualidade de desequilíbrios fundamentais no balanço de pagamentos dos países signatários. Após os ajustes nos primeiros anos do pós-guerra, contudo, elas foram praticamente fixas. Para maiores detalhes, ver Eichengreen (2000).

9. “Abertura financeira” refere-se à eliminação (ou redução) de barreiras à mobilidade dos fluxos financeiros através das fronteiras nacionais.

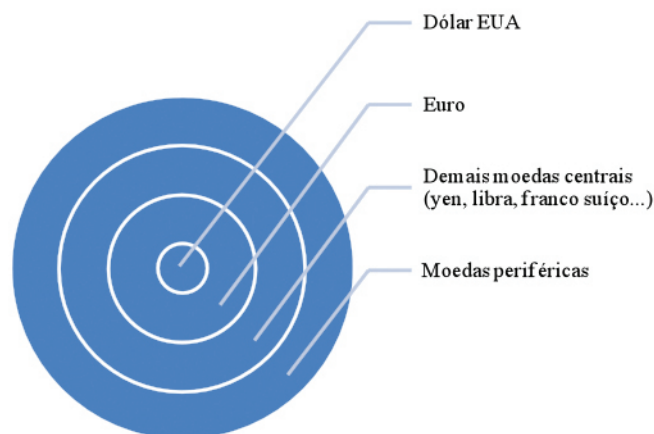
10. Na prática, existe uma pressão por parte dos países centrais e das instituições multilaterais defendendo a adoção de regimes de flutuação cambial e a abertura das contas financeiras. A desobediência em relação a essas recomendações não significa, no entanto, sanções por parte do FMI, como ocorria na vigência de Bretton Woods. Diante da crise internacional deflagrada pelos *subprimes*, inclusive, essa pressão pela abertura financeira foi bastante reduzida e as instituições multilaterais têm até admitido a possibilidade do uso de controles de capitais por parte dos ditos países emergentes (e.g. FMI, 2010).

11. Para uma apresentação mais abrangente sobre o uso internacional das moedas, no desempenho de suas distintas funções, ver De Conti, Prates & Plihon (2013).

É evidente, portanto, que nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional e que mesmo entre aquelas que o são, sua importância relativa é bastante heterogênea. Não há dúvidas de que apesar das mudanças recentes no SMI, derivadas essencialmente do surgimento do euro, o dólar continua sendo a moeda mais utilizada na esfera internacional (sobretudo nas funções de meio de pagamento; unidade de conta, uso público; e reserva de valor, uso público); Aglietta & Landry (2007, p. 144) propõe, inclusive, que o SMI atual pode ser caracterizado como um “semi-padrão dólar”. Em seguida, posiciona-se o euro, com importância crescente desde sua criação, sobretudo no exercício privado das funções reserva de valor e unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o iene, a libra esterlina e – um pouco abaixo – o franco suíço, o dólar australiano e o dólar canadense, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além dessas, percebe-se que outras moedas podem eventualmente apresentar uso internacional, mas em caráter absolutamente marginal (ou mesmo excepcional).

Cohen (1998), Prates (2002), Carneiro (2002), dentre outros, propõem que justamente em função da capacidade ou incapacidade de exercerem suas funções em âmbito internacional¹², as diferentes moedas nacionais podem ser ordenadas, explicitando o caráter hierarquizado do SMI. Com base nos dados analisados acima, propõe-se que o SMI atual apresenta a seguinte hierarquia:

Figura 1: A hierarquia do atual Sistema Monetário Internacional



Fonte: De Conti (2011), baseado em Prates (2002) e Carneiro (2002).

De acordo com essa classificação, portanto, são estabelecidos quatro elos no SMI atual: i) ao centro, o *dólar americano*, a moeda-chave do sistema; ii) a seguir, o *euro*, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas ainda sem atingir o *status* do dólar; iii) em um terceiro elo, as demais *moedas centrais*, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; iv) por fim, o grupo que se denomina aqui como de *moedas periféricas*, a saber, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional – a não ser em caráter excepcional¹³.

12. Cohen (1998) sugere que a hierarquização do sistema monetário internacional deve levar em conta a capacidade das moedas de exercerem suas funções em âmbito internacional, mas também na esfera nacional, já que algumas moedas frágeis deixam de fazê-lo – sobretudo a função reserva de valor. Essa consideração é certamente importante, até mesmo porque o grupo das moedas periféricas é bastante heterogêneo, mas foge ao escopo deste trabalho, que procura avaliar apenas o uso internacional das moedas.

13. Prates (2002) e Carneiro (2002) propõem a divisão do sistema monetário internacional em três grupos de moedas, de acordo com o desempenho de suas funções clássicas em âmbito internacional. No centro está o dólar; em um segundo nível, se encontram as moedas que exercem algumas de suas funções em âmbito internacional, mas com menor importância (as moedas chamadas pelos autores de “convertíveis”); e, enfim, as moedas ditas “inconvertíveis”, que não desempenham nenhuma de suas funções em âmbito internacional. Para evitar ambiguidades, não são utilizados, neste trabalho, os termos “convertibilidade” e “inconvertibilidade” no sentido utilizado por esses autores, embora a ideia geral seja a mesma, a saber, que a hierarquia das moedas é determinada pelo desempenho de suas funções em âmbito internacional. Além disso, esses autores colocam o euro no grupo de “moedas convertíveis”, enquanto optou-se aqui por diferenciá-lo das demais moedas centrais, em função da importância de seu uso no cenário internacional, notadamente nas funções reserva de valor e unidade de conta, para agentes privados. Uma análise mais detalhada poderia ter dividido o grupo das “moedas periféricas” em subgrupos, já que há algumas moedas que possuem um uso regional, ou seja, nos países vizinhos ao país de emissão. Contudo, esse uso regional é ainda marginal e não cria diferenças expressivas na demanda por essas moedas e na dinâmica das taxas de câmbio e juros dos países periféricos, não sendo importantes, portanto, para os objetivos deste artigo.

Em uma economia nacional, a moeda é geralmente imposta pelo Estado, segundo a lógica do *fiat money*¹⁴. Gozando de soberania sobre o território nacional, o Estado emite a moeda, determina por lei sua aceitação e as regras de seu curso, realiza pagamentos e recolhe taxas, multas e impostos nessa moeda. Para as transações internacionais, por sua vez, nenhuma moeda é explicitamente imposta, até mesmo porque inexistente a figura de um Estado supranacional com tal alçada de poder. Desse modo, as diversas moedas nacionais são – ao menos potencialmente – passíveis de utilização internacional.

Todavia, como visto acima, são poucas as moedas que exercem suas funções clássicas em âmbito internacional, caracterizando um SMI nitidamente hierarquizado. Se, por um lado, essa hierarquia fica clara, por outro lado, os motivos por trás da escolha das moedas utilizadas para os negócios mundiais não são tão evidentes e são encontradas diferentes tentativas de explicação para essa determinação.

Embora não haja consenso, sugere-se, neste artigo, que os aspectos essenciais na determinação do uso internacional de uma moeda são¹⁵:

- i) *tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial*: economias grandes e com alto grau de integração comercial e financeira com os demais países do globo têm – em geral – sua moeda utilizada em âmbito internacional, em função do volume dos fluxos de recursos que recebem e enviam a outros países e – talvez até como elemento mais importante – do volume do estoque de ativos que detêm interna e externamente e que acaba estimulando a formação de estoques nessa mesma moeda por parte dos agentes estrangeiros;
- ii) *poder geopolítico*: capacidade dos países, em meio à correlação de forças em âmbito internacional, de impor suas preferências sobre as dos demais, ou seja, de impingir – ainda que de maneira implícita – o uso de sua moeda na esfera internacional;
- iii) *voluntarismo político*: uso do poder geopolítico para deliberadamente incentivar o uso internacional de sua moeda; vale destacar, porém, que o voluntarismo político em si não é condição suficiente para a internacionalização das moedas, já que está submetido às condições geopolíticas vigentes.

Para além dos aspectos discutidos acima, há ainda uma questão essencial a ser destacada, não com relação à determinação do uso internacional de uma moeda, mas com relação a sua manutenção. Trata-se da existência de um forte componente de inércia e de histerese¹⁶, que faz com que a situação do SMI se mantenha durante longo tempo, ainda que os determinantes tenham se alterado (Miotti et al., 2008; Pouvelle, 2006). A hegemonia do dólar, por exemplo, só foi estabelecida de forma efetiva no pós-Segunda Guerra, décadas depois da consolidação dos Estados Unidos como a principal potência do planeta. De acordo com Aglietta & Landry (2007), “foram necessárias duas guerras mundiais e os sobressaltos da grande depressão que resultou no repúdio ao padrão-ouro para que a libra esterlina fosse destronada pelo dólar”.

Essa inércia é fruto de um *path dependence* ligado às externalidades, economia de escala e efeitos de rede promovidos pelo uso das moedas que já têm uma circulação internacional, e também às convenções que se estabelecem e levam tempo para mudar. Salvo no caso improvável de uma complexa concertação internacional para a transformação integral do *status quo*, é evidente, portanto, que os atores ou países que quiserem utilizar moedas alternativas em âmbito internacional sofrerão a perda dos efeitos (positivos) de rede e de escala, o que reduz o estímulo às transformações e contribui à inércia e à histerese verificadas¹⁷.

A despeito dessa inércia, fica claro, portanto, que os poderes geopolítico e geoeconômico são essenciais para a determinação do uso internacional das moedas¹⁸. Ao mesmo tempo, é também nítido que o uso internacional de

14. Embora essa seja uma proposição aceita por boa parte dos economistas (e.g. Knapp, 1905; Lerner, 1943; Goodhart, 1998), ela não é consensual. Orléan (2002) questiona o papel criador da moeda pelo Estado, sugerindo que ele pode contribuir para a consolidação de uma moeda, mas que sua ação não é nem necessária, nem suficiente para essa criação monetária. Para uma análise sobre a teoria cartalista da moeda, ver Aggio & Rocha (2009).

15. Para a análise detalhada que conduz à conclusão sobre os determinantes do uso internacional das moedas, ver De Conti, Prates & Plihon (2013).

16. Fenômeno relativo à manutenção dos efeitos após o desaparecimento das causas.

17. Descrevendo o que chama de “custo de transição” (*switching cost*), Tavlas (1998) afirma que para alavancar o uso internacional de uma moeda é preciso inicialmente convencer os outros atores a fazerem o mesmo.

18. De acordo com Strange (1996), poder, em âmbito internacional, é a capacidade que um país tem de colocar suas preferências acima das preferências dos demais. Para interessantes análises sobre a relação entre moeda e poder, ver Aglietta & Orléan (1984) e Fiori & Tavares (1997).

uma moeda confere ao seu emissor ainda mais poder. Estabelece-se então, um círculo de retroalimentação que concede “privilégios exorbitantes”¹⁹ aos países emissores de moedas centrais e limitações importantes aos países emissores de moedas periféricas. Esse ponto ficará mais claro nas seções seguintes, que tratarão das implicações da hierarquia monetária sobre as taxas de juros, a política econômica e as taxas de câmbio dos países emissores de moedas periféricas.

2. O posicionamento no SMI e a dinâmica das taxas de juros

Em uma economia monetária capitalista, a incerteza é intrínseca ao próprio sistema. Ao mesmo tempo em que importantes decisões de gasto são tomadas com os olhos no futuro, esse futuro é, mais do que desconhecido, incognoscível. Nesse contexto, os agentes preferem deter seus ativos na forma mais líquida possível e, para abrirem mão dessa liquidez, cobram uma remuneração. Por meio desse raciocínio, Keynes (1936) sugere que a taxa de juros é justamente o preço pela renúncia à liquidez; dito de outra forma, é o prêmio que deve ser pago por um ativo, em função de sua iliquidez²⁰.

Em função da possibilidade de circulação internacional de capitais, torna-se necessário transferir esse raciocínio para a esfera internacional. As moedas nacionais são líquidas no interior de suas economias. Mas no plano internacional, será que todas as moedas do globo possuem o mesmo grau de liquidez? É evidente que não. A seção 1 mostrou a hierarquia monetária, que se manifesta igualmente no grau de liquidez das distintas moedas. As moedas centrais são inquestionavelmente mais líquidas do que as periféricas, já que podem exercer poder imediato de compra em âmbito internacional²¹. Destarte, as moedas periféricas são líquidas nos territórios nacionais nos quais são emitidas, mas não são líquidas sob a ótica internacional. De fato, no âmbito nacional, as moedas nacionais são o ativo líquido por excelência e nenhum outro ativo apresenta o mesmo grau de liquidez. Da mesma forma, no âmbito internacional, as moedas que são usadas como moedas, possuem uma liquidez que lhes é própria, e que as moedas periféricas não possuem. As moedas centrais, que desempenham suas funções clássicas em âmbito internacional, possuem nesse cenário internacional uma liquidez inerente, enquanto as moedas periféricas não são detentoras dessa liquidez, que é própria das moedas com uso internacional.

Em determinados momentos, os agentes internacionais dispõem-se a investir em ativos denominados em moedas periféricas. No entanto, seguindo o raciocínio acima, é necessário que esses ativos ofereçam um rendimento elevado, para compensar sua iliquidez. Destarte, as taxas de juros desses títulos deverão oferecer um prêmio pela iliquidez em suas duas dimensões, quais sejam: i) o menor grau de liquidez do título em relação à moeda na qual está denominado (a moeda periférica do país emissor do título); ii) o menor grau de liquidez desta moeda periférica em relação às moedas centrais (e, notadamente, em relação à moeda-chave do SMI, que constitui o ativo líquido por excelência do sistema). Percebe-se, então, que a hierarquia do SMI determina que os títulos denominados em moedas periféricas terão taxas de juros superiores àqueles denominados em moedas centrais.

É evidente que as taxas de juros dos títulos emitidos pelos distintos países não refletem exclusivamente essas dimensões da liquidez, já que inúmeros outros aspectos devem ser levados em conta (trajetória cambial esperada, risco soberano, aspectos políticos, etc.)²². O ponto que se quer destacar é apenas que a hierarquia monetária determina a priori que os países periféricos tenderão a ter taxas de juros maiores que os centrais e esse fenômeno não guarda relação direta com os fundamentos macroeconômicos do país ou com as características e a institucionalidade dos mercados. Trata-se de um aspecto estrutural, ligado ao SMI, sem possibilidade de ser resolvido por políticas nacionais²³.

19. Expressão de Eichengreen (2011).

20. E não o prêmio pela postergação de um gasto, como proposto pelos clássicos. Para detalhes, ver Keynes (1936).

21. Para uma apresentação mais completa da relação entre uso e liquidez das moedas, ver De Conti (2011).

22. Essa reflexão não justifica, portanto, o elevadíssimo patamar das taxas de juros brasileiras. Justifica que as taxas de juros dos países periféricos tendam a ser maiores do que aquelas dos países centrais; mas o tamanho desse diferencial dependerá de inúmeras outras razões.

23. Ao menos no curto prazo.

Mas as implicações da hierarquia monetária não se restringem apenas ao patamar das taxas de juros, mas também aos seus movimentos. Se as taxas de juros incluem o prêmio que os agentes exigem pela renúncia à liquidez, elas refletem, para usar a clássica expressão keynesiana, sua preferência pela liquidez. Mas essa preferência pela liquidez não é estática ao longo do tempo. Pelo contrário, ela é constantemente alterada, em função do contexto econômico vigente. Em certos momentos, os agentes econômicos se dispõem a investir em ativos menos líquidos, em busca de rendimentos mais elevados – momentos caracterizados na literatura como de “apetite pelo risco”. Havendo, porém, qualquer alteração nas expectativas, esses agentes abandonam rapidamente esses ativos, procurando refugiar-se novamente nos ativos mais líquidos.

Entretanto, essas estratégias de realocação de portfólio não são tomadas de forma individual. Como indicado por Keynes, os agentes tendem a seguir convenções, ampliando ou reduzindo sua propensão a investir em ativos menos líquidos de acordo com a média do comportamento dos demais agentes. Tratam-se, portanto, de movimentos coletivos e, no contexto de globalização financeira, internacionais. Esses movimentos refletem, portanto, alterações na preferência pela liquidez do conjunto dos investidores internacionais. Se essa preferência pela liquidez no plano internacional se altera, os ativos que não são líquidos em âmbito internacional devem oferecer um prêmio ainda maior para compensar sua iliquidez. Ou seja, as taxas de juros que remuneram esses ativos devem ser aumentadas, para mitigar o movimento de abandono desse ativo. Reconfigurando-se um ambiente de expectativas otimistas, com queda da preferência internacional pela liquidez, as taxas de juros dos países periféricos podem novamente ser reduzidas. Nota-se, portanto, que as taxas de juros dos ativos denominados em moeda periféricas tendem a oscilar com grande intensidade, conforme o estágio dos ciclos internacionais de liquidez²⁴. Ademais, como sugere Carneiro (2008), em países com taxas de juros historicamente altas, essas oscilações para cima ou para baixo tendem a ser também elevadas (variações proporcionais ao próprio patamar dos juros), fazendo com que a amplitude das oscilações tenda a ser também maior do que nos países centrais.

Percebe-se, ao fim, que em países emissores de moedas periféricas, as taxas de juros tendem a ser: i) mais elevados do que nos países centrais; ii) mais subordinadas às oscilações dos ciclos internacionais de liquidez. No que diz respeito, portanto, ao patamar e às variações da taxa de juros, a conclusão óbvia é que a autonomia de política monetária dos países periféricos é constrangida pelo posicionamento de suas moedas na hierarquia monetária.

3. O posicionamento no SMI e a dinâmica das taxas de câmbio

Chegando enfim à última das características essenciais da moeda apontadas na Introdução deste artigo, é importante perceber que a moeda é uma unidade de referência para toda a economia. Referência em relação aos preços internos, mas também às demais moedas do globo. Essa segunda dimensão de referência é manifesta pela taxa de câmbio das distintas moedas e é importantíssima para a economia – tida, por vezes, como o mais importante dos preços macroeconômicos (Bresser-Pereira, 2007), por seu impacto sobre inflação, competitividade, preços relativos, etc. É importante perceber que a dinâmica da taxa de câmbio também guarda estreita relação com a hierarquia monetária, explicitada na seção 1 deste artigo. Senão, vejamos.

As moedas centrais são demandadas em âmbito internacional para desempenharem as funções clássicas da moeda. As moedas periféricas, por sua vez, não sendo moedas em âmbito internacional, são demandas exclusivamente como ativos financeiros, passíveis de oferecer altas rentabilidades ou elevada valorização. O posicionamento das moedas no SMI determina, portanto, o perfil da demanda por essas moedas: as moedas centrais são demandadas como moedas, enquanto as moedas periféricas são demandas como ativos financeiros.

Não há, portanto, uma “demanda cativa”, em âmbito internacional, pelas moedas periféricas e pelos ativos nelas denominados. Essa demanda tem um caráter preponderantemente especulativo, surgindo com intensidade nos momentos de “apetite pelo risco” da economia internacional, mas desaparecendo com a mesma intensidade quando ressurge um ambiente de “aversão ao risco” ou de “fuga para a qualidade” por parte dos investidores globais.

24. Para detalhes sobre os ciclos internacionais de liquidez, ver Biancarelli (2007).

Dito de outra forma e usando os conceitos apresentados na seção precedente, em momentos de otimismo da economia internacional, os agentes estão dispostos a investir em ativos que não possuam liquidez internacional, desde que tenham mercados minimamente líquidos e ofereçam rentabilidade que compense essa baixa liquidez. Mas em momentos de elevação da preferência pela liquidez dos agentes internacionais – por razões possivelmente alheias aos países em questão – a liquidez desses mercados não é mais suficiente para manter a demanda pelos ativos periféricos, havendo um retorno súbito aos ativos detentores por excelência de liquidez internacional. Esse abandono dos ativos que não são denominados nas moedas centrais implica fuga de capitais dos países periféricos e, ainda que os fluxos de capitais que entram e saem dos países emergentes sejam residuais em comparação com o montante total do capital internacional em circulação, seus efeitos potencialmente desestabilizadores sobre os mercados de câmbio e de capitais domésticos são significativos, já que em relação à dimensão desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é pequeno – configurando o que Prates (2002) chama de assimetria financeira. A relação entre os fluxos de capitais financeiros e o giro dos mercados cambiais é radicalmente maior nos países periféricos, evidenciando o peso do capital especulativo sobre o total do capital estrangeiro investido nesses países²⁵.

Além da elevada proporção da demanda especulativa sobre o total da demanda pelas moedas periféricas (e ativos nela denominados), há ainda uma especificidade que faz com que essa especulação contribua com a instabilidade cambial: a ação especulativa nos países periféricos, contrariamente ao proposto por Friedman (1953), é quase sempre pró-cíclica e não estabilizadora²⁶. A principal razão é que o “comportamento de manada” é a ação racional dos agentes em um ambiente marcado pela incerteza (Keynes, 1936; Davidson, 2002). Não se pretende dizer com isso que não há incerteza nos países centrais, já que ela é inerente ao sistema capitalista. Entretanto, nos países centrais o grau de confiança nas expectativas, a profundidade dos mercados financeiros e o histórico de uma instabilidade menor do que aquela percebida nos países periféricos faz com que a atitude dos investidores se revista, às vezes, de um caráter menos especulativo. Nos países periféricos, por sua vez, em função do histórico de instabilidades, da falta de informações suficientes sobre a economia em questão, ou simplesmente da perspectiva de lucros excepcionais, os especuladores tendem a adotar, nos momentos de instabilidade, um comportamento que, ao invés de reconduzir a taxa de câmbio ao seu nível pré-crise, acentua sua variação. Ou seja, como as moedas periféricas não são líquidas em âmbito internacional, a elevação de sua taxa de câmbio provoca rapidamente uma baixa de sua demanda, que contribui ainda mais com esse movimento de depreciação da moeda. Do outro lado da operação, verifica-se uma tendência ao aumento da demanda pelas moedas centrais, como resultado de sua apreciação – ou da queda de suas taxas de câmbio. Ao fim, portanto, a hierarquia monetária exacerba a amplitude das variações das taxas de câmbio das moedas periféricas²⁷.

Destarte, os fluxos de capitais, que apresentam grande mobilidade em âmbito internacional, têm uma instabilidade acentuada nos países periféricos, em função da alternância dos movimentos internacionais de *feast or famine*²⁸. Tendo em conta a importância desses fluxos para as economias em questão e a supremacia adquirida pela conta financeira no estágio atual do capitalismo, essa instabilidade dos fluxos de capitais gera pressão no sentido de uma grande volatilidade das taxas de câmbio desses países. Existem países, inegavelmente, que conseguem enfrentar essa pressão e manter suas taxas de câmbio estáveis; mas existem outros – talvez a maioria –, que não logram impedir essa volatilidade²⁹.

25. Nos países centrais também há demanda especulativa por suas moedas, mas ela é proporcionalmente menos relevante, já que há também uma importante demanda “cativa” ou transacional. Esse capital volátil, portanto, causa menos impacto sobre os mercados cambiais. De Conti (2011) mostra que a relação entre os fluxos financeiros e o giro dos mercados cambiais é expressivamente maior nos países periféricos, em relação aos centrais.

26. Isso não significa que a especulação nos países centrais seja sempre anti-cíclica, mas apenas que o caráter pró-cíclico é mais evidente nos países periféricos. Nos países centrais, é mais comum que haja um “ponto de reversão”, a partir do qual os agentes agirão no sentido de interromper o movimento verificado na taxa de câmbio; nos países periféricos, no entanto, os agentes tendem a agir no sentido de dar continuidade ao movimento verificado.

27. “Como moedas não são bananas, em particular a moeda reserva, a sua demanda aumenta como decorrência direta da sua valorização. Ou seja, para todos aqueles que têm ativos nas demais moedas, particularmente naquelas inconvertíveis, a resposta à valorização da moeda reserva é um aumento da sua procura. O inverso ocorre com as moedas menos líquidas cuja desvalorização relativa produz uma redução da demanda” (Belluzzo & Carneiro, 2003, p. 3).

28. Termo usado originalmente pelo FMI como referência à volatilidade dos fluxos internacionais de capital, ora abundantes, ora escassos (e.g. FMI, 2003, p. 4).

29. Depois das crises financeiras dos anos 1990, inúmeros países periféricos adotaram uma estratégia de obtenção de elevados superávits comerciais. Grande parte desses países, no entanto, aprofundou o processo de abertura financeira, de forma que mesmo contando com superávits na balança de transações correntes e volumosas reservas internacionais, eles não são imunes aos momentos de reversão dos fluxos de capital financeiro e às importantes variações cambiais associadas.

Mas não é apenas a volatilidade dos fluxos de capitais que cria essa tendência nos países periféricos a uma elevada volatilidade das taxas de câmbio. Mudanças na psicologia dos mercados podem conduzir a uma alteração nas taxas de câmbio sem que os fluxos de capitais oscilem. Isso ocorre quando – por um motivo qualquer – alteram-se as taxas de câmbio futuras e, através de mecanismos de arbitragem, as taxas de câmbio à vista também são impactadas³⁰. Geralmente são mudanças no prêmio de liquidez, nos riscos percebidos das diferentes moedas e títulos ou nas expectativas com relação às taxas de juros, que dão origem a uma convenção, por parte dos agentes, quanto a uma alteração futura na taxa de câmbio. Inicia-se, então, um processo que guarda um forte componente de profecia auto-realizável, já que os agentes adotam posições no mercado futuro que, alterando a cotação futura de determinada moeda, alteram também – via arbitragem – suas taxas de câmbio a vista. Considerando que nos países periféricos o horizonte expectacional é mais instável (ou percebido como tal, pelos agentes internacionais), essas alterações nas taxas de câmbio sem relação direta com o fluxo real (físico) de divisas entrando ou saindo do país também podem ser uma relevante fonte de instabilidade para a taxa de câmbio³¹. Como não são moedas em âmbito internacional, as moedas periféricas – e os títulos nelas denominados – são encaradas apenas como ativos passíveis de valorização ou de geração de elevados rendimentos. A expectativa de variação cambial e a “volatilidade” dessas expectativas, portanto, fazem parte da estratégia dos agentes para a aquisição e manutenção da moeda e ativos periféricos e contribuem com a volatilidade efetiva das taxas de câmbio.

Defende-se aqui, portanto, que a tendência à volatilidade das taxas de câmbio periféricas está ligada, sobretudo, à volatilidade dos fluxos de capitais que se direcionam a tais países, mas também a algo que se pode denominar “volatilidade das expectativas” com relação às moedas periféricas, ambas ligadas à condição periférica das moedas em questão. Ademais, além de mais voláteis, as taxas de câmbio dos países periféricos apresentam amplitudes maiores de variação e não possuem limites máximos, podendo atingir subitamente valores outrora inimagináveis.

Nota-se, destarte, que, seja por intermédio dos fluxos de capital, no mercado à vista, seja pelas expectativas e convenções que se formam nos mercados futuros (com impacto subsequente nas taxas à vista), essa conformação dos ciclos internacionais de liquidez tem impactos profundos sobre a movimentação das taxas de câmbio dos países periféricos. Ao fim, pode-se dizer que os ciclos de liquidez geram nesses países verdadeiros “ciclos cambiais”³² – as tendências a apreciação ou depreciação das moedas periféricas dependem geralmente mais do cenário internacional de liquidez do que dos fundamentos da economia local.

4. Considerações finais

Como visto, o estudo da moeda de seus atributos é essencial para a compreensão da economia capitalista. Mais do que isso, a análise da interação entre as distintas moedas nacionais, sob a égide do Sistema Monetário Internacional, proporciona importantes aprendizados para a compreensão dos preços macroeconômicos dos países e das possibilidades de condução de política econômica.

O artigo propõe que as taxas de câmbio e juros dos países periféricos possuem particularidades em relação àquelas dos países centrais: i) as taxas de juros são, em geral, mais elevadas e mais voláteis nos países periféricos do que nos centrais; ii) as taxas de câmbio dos países periféricos **tendem** a ser mais voláteis e sujeitas a “ciclos cambiais”, configurados a partir dos ciclos de liquidez internacional³³.

De acordo com a análise aqui realizada, essas particularidades guardam uma relação estreita com a hierarquia do Sistema Monetário Internacional, mais especificamente, com o status das distintas moedas no cenário internacional. As moedas utilizadas em escala global possuem uma liquidez que lhes é própria e que não é apresentada pelas moedas que não têm um uso internacional. Com isso, a demanda por essas moedas periféricas apresenta características diferentes daquela associada às moedas centrais, de forma que a atitude dos agentes globais diante dessas

30. Para análises sobre o mecanismo de arbitragem, ver Farhi (1998) e Rossi (2012).

31. A ocorrência dessa dinâmica depende, evidentemente, do grau de desenvolvimento e de permissividade do mercado futuro no país em questão.

32. Para detalhes sobre a conformação desses “ciclos cambiais”, ver De Conti, Biancarelli & Rossi (2013).

33. Ainda que essa tendência seja combatida em alguns países, por meio de medidas de administração cambial.

moedas e, conseqüentemente, os fluxos de capitais que se direcionam aos distintos países e as posições assumidas nos mercados futuros com relação a essas moedas são também diferenciados. Ao fim, configuram-se as especificidades supracitadas no que concerne à dinâmica das taxas de câmbio e juros dos países periféricos.

A constatação dessas especificidades e de seu vínculo com a hierarquia monetária revela dificuldades para as economias periféricas que são de ordem estrutural, transcendendo a alçada de poder das políticas nacionais. Essa percepção, porém, não deve ser encarada como um decreto taxativo de insucesso econômico. O importante, é que cada país saiba diferenciar os entraves que podem ser enfrentados, daqueles que devem ser contornados ou somente respeitados. De forma associada, é absolutamente necessário que cada país esteja atento às suas questões domésticas, para evitar ou minimizar os impactos negativos dessa dinâmica que se configura a partir de um SMI hierarquizado. Entende-se aqui que algumas questões domésticas são subordinadas às questões internacionais, principalmente nos países periféricos. No entanto, isso não significa que as questões internas devam ser ignoradas; ao contrário, elas são muito importantes para a determinação do desempenho econômico e da possibilidade de desenvolvimento dos distintos países.

As questões de ordem interna relevantes para as discussões aqui realizadas são principalmente as formas de condução das políticas cambial e monetária, o grau de abertura financeira e as regras relativas aos mercados cambiais. Em primeiro lugar, é evidente que a estabilidade das taxas de câmbio, nos países periféricos, deve ser buscada ativamente pelas autoridades monetárias, já que não será jamais o resultado normal (ou natural) dos mercados. Em segundo lugar, os países que possuem uma abertura financeira mais parcimoniosa são menos suscetíveis à volatilidade dos fluxos de capitais, o que os torna mais capazes de buscar a supramencionada estabilidade das taxas de câmbio e, também, de ter uma política monetária mais autônoma. Em terceiro lugar, a liberalização dos mercados cambiais pode acentuar os problemas, já que no caso das moedas que não possuem a liquidez que é própria das moedas com uso internacional, esse esforço para criar um mercado líquido estimula a especulação, gerando efeitos nocivos sobre a economia local (principalmente sobre as taxas de câmbio)³⁴.

Ao invés de liberalizar os mercados, é preciso que as autoridades monetárias sejam capazes de fornecer a contrapartida necessária aos agentes, mantendo a liquidez do mercado cambial, mas sem torná-lo vulnerável aos movimentos especulativos e desestabilizadores. Para tanto, faz-se necessário o acúmulo de reservas internacionais, estratégia que vem sendo seguida por muitos países periféricos. Ademais, para reduzir a suscetibilidade desses países às vicissitudes dos ciclos de liquidez internacional é recomendável a imposição de certas modalidades de regulação sobre a conta financeira e sobre os mercados futuros. São exemplos de medidas importantes para que os países em questão, cientes da complexidade de sua condição periférica, possam reduzir sua vulnerabilidade e as restrições de política econômica que lhe são impostas³⁵. Reconhecendo, porém, que a origem desses problemas passa sobretudo por questões ligadas à Economia Política Internacional, o que torna os esforços para superá-los mais difíceis de se colocar em prática, mas certamente mais eficazes.

34. A liquidez que é própria das moedas com uso internacional não pode ser criada pelo mero aumento da liquidez dos mercados cambiais, já que decorre da hierarquia do Sistema Monetário Internacional. Para uma reflexão mais aprofundada sobre a liquidez em âmbito internacional e seu caráter estrutural, ver De Conti (2011).

35. Essas duas medidas já são praticadas por alguns países periféricos. Os casos de China e Índia são provavelmente os mais representativos, mas mesmo no Brasil há políticas que caminham nessa direção.

5. Referências bibliográficas

- AGGIO, G. O. & M. A. ROCHA (2009) *Dois momentos para a teoria cartalista da moeda – De Knapp a Goodhart*. Revista EconomiA, Brasília (DF), v. 10, n. 1, p. 153-168, jan/abr 2009.
- AGLIETTA, M. (1979) *La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique*. Revue économique. Volume 30, n°5, 1979. pp. 808-844.
- _____. (1986) *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte.
- _____. & Y. LANDRY (2007) *La Chine vers la superpuissance*. Paris : Economica.
- _____. & A. ORLÉAN (1984) *La violence de la monnaie*. Paris : Editions Edile Jacob.
- BELLUZZO, L. G. M. (1997) *Dinheiro e as transfigurações da riqueza*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, p.151-193.
- _____. & J. S. G. ALMEIDA (2002) *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida ao impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- _____. & R. M. CARNEIRO (2003) *O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas*. Suplemento 1 do *Boletim Política Econômica em Foco*, IE/Unicamp, maio/ago 2003.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. & P. DEUSY-FOURNIER (1994) *La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973*. In : *Économie Internationale*, n°59, 3e trimestre 1994.
- BIANCARELLI, A. M. (2007) *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. (2007) *Macroeconomia da Estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. Editora 34, São Paulo.
- CARNEIRO, R. M. (1999) *Globalização financeira e inserção periférica*. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p.58-92.
- _____. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp.
- _____. (2008) *Globalização e inconvertibilidade monetária*. In: *Revista de Economia Política*, vol. 28, n° 4(112), pp.539-556.
- COHEN B. J. (1998) *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press.
- DAVIDSON, P. (2002) *Financial markets, Money and the real world*. Cheltenham: Edgard Elgar.
- DE CONTI, B. M. (2011) *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese de doutoramento: Unicamp e Université Paris XIII.
- _____.; BIANCARELLI, A. M. & P. L. ROSSI (2013) *Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minskyan approach*. Anais do Congrès de l'Association Française d'Économie Politique, Bordeaux.
- _____.; PRATES, D. M. & D. PLIHON (2013) *O Sistema Monetário Internacional e seu caráter hierarquizado*. In: CINTRA, M. A. M. & A. R. A. MARTINS (2013) *As transformações no Sistema Monetário Internacional*. Brasília: IPEA.
- DE GRAUWE, P. (1999) *La monnaie internationale*. Bruxelles : De Boeck Université.
- ECB (2008) *International role of the euro*. ECB publications, July 2008.
- EICHENGREEN, B. (2000) *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Ed.34.
- _____. (2011) *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press.
- FARHI, M. (1998) *O futuro no presente: um estudo dos derivativos financeiros*. Tese de doutoramento: IE/Unicamp.

- _____. (1999) *Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem*. In: Economia e Sociedade, n.13. Campinas, pp. 93-114, dez. 1999.
- FAUGÈRE, J. & C. VOISIN (1993) *Le système financier et monétaire international: crises et mutations*. Paris: Nathan.
- FMI (2010) *IMF Board of Governors approves major quota and governance reforms*. IMF, Press release n° 10/477, December 16/2010.
- _____. (2003) *Global financial stability report - Market developments and issues*. World economic and financial surveys. Washington, march 2003.
- FRIEDMAN, M (1953) *The case for flexible exchange rates*. In: FRIEDMAN, M. Essays in positive economics. Chicago: University of Chicago Press.
- GOODHART, C. A. E. (1998). *Two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas*. European Journal of Political Economics, 1, 407-32.
- KEYNES, J. M. (1930) *Treatise on money*, vol.2 – The Applied Theory of Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VI. London: MacMillan, 1971.
- _____. (1936) *The general theory of employment, interest and money*. 14. ed. London: MacMillan, 1964.
- KNAPP, G. F. (1905). *The State Theory of Money*. San Diego: Simon Publications, 2003.
- LAGO, I. M.; DUTTAGUPTA, R. & R. GOYAL (2009) *The Debate on the International Monetary System*. IMF Staff Position Note, November 11, 2009.
- LERNER, A. P. (1943). *Functional finance and the Federal debt*. Social Research, 10.
- MIOTTI, L; PLIHON, D & C. QUENAN. (2002) *The dollar, the euro and exchange rate regimes in Latin America*. Jean Monnet/ Robert Schuman Paper Series, Vol. 1 No. 10, November 2002.
- ORLÉAN, A. (2002) *La monnaie contre la marchandise*. Contribution au numéro spécial de *L'Homme*, intitulé « Questions de monnaie », n°162, avril-juin 2002, 27-48, sous la direction de Stéphane Breton.
- POUVELLE, C. (2006) *Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux*. Bulletin de la Banque de France, n° 147, Mars 2006.
- PRATES, D. M. (2002) *Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Tese de doutoramento. Campinas: IE/Unicamp.
- _____. & R. P. ANDRADE. (2013) *Exchange Rates Dynamics in a Peripheral Monetary Economy*. Journal of post-Keynesian economics. Armonk, NY : Sharpe, Vol. 35, 2013, 3, p. 399-416.
- ROSSI, P. L. (2010) *O mercado internacional de moedas, o carry trade e as taxas de câmbio*. Observatório da economia global. Textos avulsos, n°5, out/2010.
- _____. (2012) *Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem*. Tese de doutoramento: IE/Unicamp.
- STEVENS, J. (2009) *Reserve currency dilemma - The paradox of parochial concerns*. Standard Bank, Economics international insights, july/2009.
- STRANGE, S. (1996) *The retreat of the state. The diffusion of power in the world economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Org.) (1997) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, p. 15-24.
- TAVLAS, G. (1998) *The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro*. Finance and development, june 1998, pp. 46-49.
- UNCTAD (2009) *Trade and development report*. New York and Geneva: United Nations Publications.



F U N D A Ç Ã O

Perseu Abramo

Partido dos Trabalhadores

<http://www.fpabramo.org.br>