

Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes¹

Paul Davidson

Introdução

No modelo clássico, em que os agentes prevêm o futuro com previsão perfeita ou, pelo menos, podem estabelecer previsões estatisticamente confiáveis sem erros persistentes (isto é, expectativas racionais), atividades de mercado especulativas podem ser justificadas como estabilizadoras. Quando, por outro lado, o futuro econômico é incerto (não-ergódico), os agentes de hoje “sabem” que não podem prever acontecimentos futuros com segurança. Hicks (1979: vii) argumentou que, se os economistas querem construir modelos que reflitam comportamentos do mundo real, os agentes nesses modelos precisam “saber que simplesmente não sabem” o que irá acontecer no futuro.

No mundo incerto em que vivemos, portanto, as pessoas não podem confiar em dados de mercado históricos ou atuais para prever preços futuros com perfeita segurança (isto é, na falta de instituições confiáveis que assegurem mercados *spot* organizados, não pode existir uma âncora confiável para preços de mercado futuros). Em um mundo como este, não apenas as atividades especulativas podem ser altamente desestabilizadoras em termos de preços de mercado futuros, como também a volatilidade desses preços futuros *spot* pode ter conseqüências reais custosas para a renda real agregada da comunidade. Isso tornou-se mais evidente que nunca com as maquinações dos mercados de câmbio, desde o fim da era Bretton Woods, de taxas de câmbio fixas.

Eichengreen, Tobin, & Wyplosz (1995) reconheceram os elevados custos reais potenciais de atividades econômicas especulativas desestabilizadoras que podem ocorrer se os governos permitirem mercados de câmbio flexíveis irrestritos. Sugerem, também, que os mercados de câmbio se tornaram cenário de uma série de ataques especulativos às principais moedas.

Aproximadamente, ao mesmo tempo em que o artigo de Eichengreen, Tobin, & Wyplosz foi publicado, a crise do peso mexicano de 1994/95 eclodiu, causando problemas ao dólar americano. Nos mercados

(1) Traduzido do inglês por Maria Clara Paixão de Sousa. Revisão técnica de Otaviano Canuto.

financeiros internacionais, onde a imagem é freqüentemente mais importante que a realidade, o peso arrastou o dólar consigo em sua queda durante o final do inverno e o início da primavera de 1995, enquanto o marco alemão e o yen japonês pareciam ser os únicos portos seguros para os administradores de fundos de portfólio.

Administradores de fundos de portfólio em busca de rendimentos e de “portos seguros” podem movimentar fundos de um país para outro em milésimos de segundos, com uns poucos toques nos teclados de seus computadores. Na economia global atual, qualquer centelha de fraqueza de uma moeda torna-se um incêndio deflagrado através da supervia da informação. Alan Greenspan, Presidente do *Federal Reserve*, foi citado no *New York Times* como tendo declarado que “o México tornou-se a primeira vítima... do sistema financeiro internacional” que permite ao *hot money* de portfólio circular pelo mundo “com rapidez muito maior”. Poderão as economias reais do século XXI suportar ainda mais vítimas desse novo sistema financeiro internacional?

Se, inicialmente, os principais Bancos Centrais não lançam mão de recursos suficientes para intervir de forma a extinguir efetivamente qualquer foco de incêndio em especulações com moedas, a publicidade resultante equivale, por outro lado, a gritar “fogo” dentro de um teatro. O pânico daí conseqüente piora a situação e os bancos centrais cujas moedas são consideradas paraísos de segurança podem perder qualquer interesse em uma reação coordenada contra o inferno crescente.

O que preocupa Tobin e seus aliados é que, com mercados financeiros internacionais interligados eletronicamente e uma economia global interconectada, há uma forte possibilidade – que até mesmo os defensores de mercados de capital internacional livres têm começado a admitir – de que os fluxos de portfólio de *hot money* possam ter efeitos imensamente perturbadores na economia real.

Neste mundo real em que vivemos, teóricos pragmáticos como Tobin e seus aliados estão implicitamente argumentando que, em vista da possibilidade de mudanças especulativas de portfólio, os custos sociais de taxas de câmbio livremente flexíveis superam, em muito, os benefícios sociais. Conseqüentemente, há lugar para alguma forma de intervenção governamental no mercado de câmbio. Por outro lado, a teoria econômica ortodoxa tradicionalmente defende os mercados com taxas de câmbio irrestritas, por supor que os benefícios sociais de tais mercados superem os custos sociais da interferência governamental. Os teóricos do *mainstream* costumam chegar a essa conclusão tipicamente por confundirem o conceito de especulação com o conceito de arbitragem. Sendo esse último sempre

uma força estabilizadora, a ortodoxia insiste em que aquele primeiro também seja sempre um fator estabilizador.

Se os custos sociais de mercados de câmbio livres superam os benefícios sociais, o que se faz necessário, nesta economia global com mercados financeiros interligados por computadores, não é um sistema em que os Bancos Centrais realizam intervenções ad hoc enquanto aquilo que Greenspan denomina o “novo sistema financeiro internacional” consome a economia real. O que se faz necessário é que sejam inseridas, no sistema internacional, regras antiincêndio permanentes e estruturas que previnam incêndios de moedas induzidos pelas aparências. *Prevenir crises, e não remediá-las, deve ser o principal objetivo de longo prazo.* Se os países desenvolvidos não juntarem suas forças em um sistema de prevenção de incêndios de moedas, eles se enfraquecerão, isoladamente, em uma reedição da crise do mercado financeiro internacional da Grande Depressão.

Pessoas racionais não consideram uma violação dos direitos civis a proibição da entrada de indivíduos armados em um avião. Ou ainda, ninguém acharia que as liberdades individuais estão sendo aviltadas, se a sociedade proíbe qualquer pessoa de entrar em um cinema munida de um coquetel *molotov* em uma mão e uma caixa de fósforos na outra – mesmo se a pessoa garantir que não pretende explodir o cinema. No entanto, em nome do livre mercado, os administradores de fundos podem imaginar um coquetel *molotov* explodindo e gritar “fogo!” nos populosos mercados financeiros internacionais, sempre que a “imagem” de um possível incêndio lucrativo os impelir a tanto.

Há cinqüenta anos, Keynes reconheceu o que os melhores e mais brilhantes economistas apenas começam a reconhecer hoje: precisamente que, “nenhum país pode ... permitir com segurança a fuga de fundos (*hot money*) ... Da mesma forma, nenhum país pode receber com segurança ... esses fundos (de portfólio) que não podem ser usados com segurança para investimento fixo” (Keynes, 1980:25).

Tobin retomou esse tema keynesiano e defendeu a prevenção de incêndios na forma de “areia nas rodas dos mercados de câmbio internacionais”, isto é, da cobrança de uma taxa sobre a movimentação de fundos de uma moeda para outra. (Isto seria o equivalente a taxar o indivíduo munido do coquetel *molotov* na platéia do cinema, ao invés de bani-lo.) Eichengreen, Tobin, & Wyplosz também exploraram a possibilidade de serem estabelecidos depósitos compulsórios livres de juros ou outras exigências de capital (criando, portanto, uma taxa de “custo de oportunidade”) para “desencorajar aventuras de curto prazo, mas não o investimento de longo prazo” (Greenway, 1995:160).

Um debate publicado entre Eichengreen, Tobin & Wyplosz (1995); Garber & Taylor (1995) e Kenen (1995) não focalizou a racionalidade econômica em termos favoráveis a taxas como a de Tobin (ou a qualquer forma de intervenção governamental). Ao contrário, Garber & Taylor levantaram a questão da exequibilidade de uma taxa de transação cambial, enquanto Kenen se concentrou, especificamente, nos controles de capital e nas razões pelas quais ele os considera impossíveis neste momento. Pouco se discutiu sobre a racionalidade teórica de quaisquer controles.

Por outro lado, Keynes, que fazia distinção entre as razões especulativas da preferência pela liquidez e a demanda por investimento real ligada à eficiência marginal, analisou esse problema detalhadamente nos anos 40 e concluiu, como sugere a citação acima, que um sistema de proibição direta de fluxos internacionais de *hot money* se faria necessário. Com o auxílio da fórmula desenvolvida a seguir, é fácil entender porque Keynes chegou a essa conclusão.

1. A incerteza do capital e os fluxos especulativos

Para que qualquer ativo seja considerado um estoque líquido de valor ao longo do tempo, ele deve poder ser prontamente renegociável em um mercado *spot* bem organizado e regulado. A instituição do *market maker* é condição necessária para a existência de mercados *spots* bem organizados e regulados (Davidson, 1972:64-71). Como o preço de mercado *spot* de qualquer ativo líquido nesse mercado pode variar com o tempo, os poupadores que estão estocando direitos sobre recursos precisam considerar a possibilidade de uma apreciação ou depreciação no preço de mercado *spot* em uma data futura, na qual o portador desejar liquidar seu ativo. Esse ganho ou essa perda potenciais de capital são obtidos ao se subtrair o preço *spot* atual ($p_s^{t_0}$) do preço *spot* esperado em uma data futura ($p_s^{t_1}$) em que o ativo será revendido. Se $(p_s^{t_1} - p_s^{t_0}) > 0$, espera-se um ganho de capital ao se manter a posse do ativo até T_1 ; se $(p_s^{t_1} - p_s^{t_0}) < 0$, espera-se uma perda de capital.

A possível perda de capital na escolha de qualquer ativo líquido é compensável pelos ganhos futuros (q) que podem ser obtidos ao se manter a posse do ativo por um período de tempo líquido, com custos de manutenção (c) a que se incorre ao se manter a posse do ativo. Tanto q como c tendem a aumentar no período em que se está de posse do ativo. Existem também custos transacionais (T_s) a que se incorre na compra e também na revenda de um ativo líquido. Esses custos transacionais são, geralmente, independentes do intervalo de tempo em que a posse do ativo líquido for

mantida. No entanto, eles normalmente aumentam a uma taxa inversamente proporcional ao aumento do valor do ativo.

Se uma dívida imprevista vier a vencer no futuro imediato, os custos transacionais envolvidos na obtenção e posterior liquidação de uma posição podem facilmente sobrepujar qualquer entrada líquida de renda ($q-c$) resultante da manutenção do ativo por um período de tempo tão curto que o ganho (ou a perda) de capital se torna, provavelmente, desprezível. É, portanto, normal que se prefira separar reservas na forma da moeda na qual as obrigações contratuais de médio prazo vencerão, para cobrir as obrigações previstas e também possíveis obrigações imprevistas (Hicks, 1967).

Quanto mais incerto parecer o futuro, maior será a possibilidade de dívidas imprevistas virem a vencer. Portanto, será tanto mais desejável minimizarem-se os custos de transação estocando-se poupança na forma de moeda ou de outro ativo de curto prazo seguro denominado na moeda do estabelecimento contratual. Isto alivia nossos medos de nos tornarmos ilíquidos se algum imprevisto ocorrer no período.²

Os poupadores consideram detestável a perda de capital e sedutor o chamariz do ganho de capital. Seja q a renda futura que se espera receber pela manutenção de uma *security* financeira por um período de tempo e c os custos de carrying, onde q e c são ambos denominados na moeda específica do emissor do ativo financeiro. Suponhamos que moedas estrangeiras e ações e bônus denominados em moedas estrangeiras são incluídos na escolha de ativos a serem incluídos em qualquer portfólio.

Se, para um ativo líquido específico, o administrador do portfólio esperar

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - T_s > 0 \quad (1)$$

então o administrador é um *bull* (altista). Se for esperado que

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - T_s < 0, \quad (2)$$

então o administrador dos fundos é um *bear* (baixista). No caso mais simples, por exemplo, se $(q-c)$ menos T é igual a zero, tem-se que:

$$[p_s^{t1}/p_s^{t0}] > 1 \quad (3)$$

se a pessoa é um *bull*, enquanto que se

(2) Os custos transacionais (da manutenção de ativos líquidos alternativos), em sentido amplo – isto é, incluindo o receio de mudanças rápidas imprevisíveis nos preços *spot*, ou a operação em um mercado *spot* débil, onde nenhuma instituição agirá como comprador e vendedor residual – são fundamentais na determinação da magnitude das transações e das demandas precautórias e especulativas por moeda, no período de renda corrente. Se todos os ativos fossem instantaneamente vendáveis sem quaisquer custos, não seria nunca necessário manter “moeda improdutiva” em vez de um ativo produtivo, a não ser pelo milésimo de segundo necessário antes que fosse preciso saldar um compromisso contratual que viesse a vencer. No mundo real, a magnitude dos custos efetivos da movimentação entre ativos líquidos e o meio de pagamento contratual está relacionada ao grau de organização do mercado *spot* e à existência de instituições financeiras que “fazem” mercados *spot* e, dessa forma, asseguram razoável viscosidade momento-a-momento nos preços *spot*.

$$[p_s^{t1}/p_s^{t0}] < 1 \quad (4)$$

a pessoa é um *bear*.

Se o investidor estiver lidando com sua própria moeda doméstica, não há renda líquida futura $[(q - c) = 0]$, não há ganho ou perda de capital $[(p_s^{t1} - p_s^{t0}) = 0]$, e não há custos transacionais $[T_s = 0]$.

Em um sistema de taxa de câmbio flexíveis, os administradores de fundos estimarão a renda futura esperada mais ganho ou perda de capital para todas as *securities* líquidas domésticas ou estrangeiras. Para facilitar a exposição, na análise de decisões de portfólio em um contexto de economia aberta envolvendo diversos países, vamos incluir as perdas e ganhos de capital esperados pelo administrador dos fundos para cada *security* (nos termos da moeda em que a *security* está denominada) na magnitude de $(q - c)$. Assim, o termo $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$ pode ser reservado para o efeito *ceteris paribus* de uma mudança esperada na taxa de câmbio *spot*. Dessa forma, além dos ganhos (ou perdas) de capital esperados e de todos os custos de transações (T_s) associados à compra e à venda de um ativo líquido, incluindo o custo usual da conversão de moedas, mudanças esperadas na taxa de câmbio precisam também ser consideradas quando se for decidir qual ativo líquido internacional será mantido.

Obviamente, o administrador de portfólio optará por movimentar seu dinheiro na direção dos ativos que espere produzir os valores positivos mais altos na desigualdade (1) e por vender os ativos que tenham perspectivas de rendimento negativo na desigualdade (2).

Na teoria econômica ortodoxa, quando as taxas de juros estão equalizadas, se ativos financeiros similares denominados em moedas diferentes são substitutos perfeitos, assume-se que o termo $(q - c)$ para essas *securities* seja igual, em vista do estado da expectativa sobre os câmbios futuros diante da taxa atual. Nessas circunstâncias estilizadas, o fluxo internacional especulativo de *hot money* ocorrerá sempre que houver, *ceteris paribus*, uma mudança súbita no sentimento quanto ao valor esperado da taxa de câmbio *spot* futura em relação à taxa corrente, isto é, quanto à avaliação que o administrador de portfólio fizer sobre as mudanças do termo $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$.

Se um ou mais administradores de portfólio, que controlem somas de portfólio significativas, mudarem repentinamente suas expectativas em relação a taxas de câmbio futuras, pode ocorrer um imenso movimento de fundos de um país para outro. Uma vez ocorrido um fluxo internacional de fundos significativo, outros administradores de fundos podem ser impelidos a mudar suas expectativas de $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$ até que:

- (1) as reservas estrangeiras do banco central do país do qual o *hot money* está saindo estejam quase exauridas.³ Então, o país não consegue manter um mercado de taxa de câmbio regulado. Conseqüentemente, administradores de fundos retardatários não conseguem converter, prontamente, seus títulos em ativos estrangeiros, ou
- (2) o país cujas reservas estão sendo esgotadas eleva sua taxa de juros (isto é, o termo $q-c$) até poder compensar o ganho de capital potencial esperado $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$, ou
- (3) os bancos centrais intervêm deliberadamente no mercado de câmbio, na tentativa de mudar as expectativas do setor privado em relação a $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$, ou
- (4) adiciona-se alguma forma de taxação para elevar o valor do termo T_s para compensar o aumento esperado nos ganhos de capital advindos de uma mudança na taxa de câmbio, ou
- (5) introduz-se, com sucesso, alguma forma de proibição direta de fluxos de portfólio de *hot money*.

A taxa de Tobin está relacionada ao item (4), onde os governos usam a taxação na tentativa de interromper fluxos especulativos de *hot money*. A crença por trás da taxa de Tobin é a de que a adição de uma taxa marginal elevará os custos sociais até que estes coincidam com os benefícios sociais, de modo que as decisões privadas se tornem socialmente ótimas. Ao se usarem as relações equacionais acima, porém, é possível demonstrar-se que a magnitude, usualmente sugerida, de uma “taxa de Tobin” ou de outra taxa de capital de “custo de oportunidade” similar elevará apenas marginalmente o custo da especulação. Conseqüentemente, uma taxa de Tobin interromperá a especulação sobre movimentos relativamente pequenos da taxa de câmbio (independentemente do horizonte de tempo do administrador dos fundos), mas terá um impacto significativamente maior em termos de estancamento do comércio internacional real. Em outras palavras, a taxa de Tobin é incapaz de resolver o problema quando fluxos de portfólio especulativos se tornam conflagrações grandes e significativas, ao passo que ocasionam custos privados altos e permanentes (ultrapassando os custos sociais) para fluxos comerciais internacionais reais.

A “taxa de 0,5%” usada por Eichengreen, Tobin, & Wyplosz (1995:164) para ilustrar a discussão é igual a 1% de uma transação de *round trip*. Portanto, a relação para determinar-se o perfil de um investidor enquanto *bull* (ou *bear*) requer a avaliação dos seguintes termos:

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - (x)(p_s^{t1} + p_s^{t0}) - T_s$$

onde (x) é igual à magnitude do nível da taxa de Tobin. Se

(3) Em mercados de taxas de câmbio flexíveis, o banco central costuma oferecer apoio em câmbio estrangeiro para bancos privados (comerciais) que “fazem” o mercado em câmbio estrangeiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, (7): 3-27, dez. 1996.

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - (x)(p_s^{t1} + p_s^{t0}) - T_s > 0 \quad (5)$$

a pessoa é um *bull*, enquanto que se

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - (x)(p_s^{t1} + p_s^{t0}) - T_s < 0 \quad (6)$$

o administrador de portfólio é um *bear*. Quando

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - (x)(p_s^{t1} + p_s^{t0}) - T_s = 0 \quad (7)$$

o agente não é *bull* nem *bear* e não se envolverá em atividades especulativas.

As equações de (5) a (7) demonstram que, dados os valores de $(q-c)$ e T_s , a taxa de Tobin aumenta apenas discretamente o diferencial entre o preço *spot* futuro esperado e o preço *spot* corrente, antes que sejam produzidas reações especulativas altistas ou baixistas.

Se supusermos o caso mais simples em que $(q - c) = T_s$, se

$$[p_s^{t1}/p_s^{t0}] > [1 + x/ 1-x] \quad (8)$$

a pessoa é um *bull*, enquanto que fluxos especulativos altistas nunca seriam produzidos mesmo se o p_s^{t1} esperado fosse maior que p_s^{t0} até o ponto em que

$$[p_s^{t1}/p_s^{t0}] = [1 + x/ 1-x] \quad (9)$$

Assim, por exemplo, se a magnitude da taxa de Tobin for de 0,5%, o preço *spot* futuro esperado deve ser, pelo menos, 1,1% mais alto que a taxa de câmbio *spot* corrente,⁴ para fazer com que o agente se disponha a especular com qualquer moeda estrangeira.

Enquanto houver a expectativa de que o preço *spot* sofra uma mudança, *ceteris paribus*, de muito mais que 1,1%, durante qualquer período de tempo em que haja uma taxa de Tobin de 0,5%, os fluxos especulativos ainda têm um rendimento positivo significativo. Conseqüentemente, uma taxa de Tobin que represente menos de 100% do ganho de capital esperado (em uma *round trip*), dificilmente impedirá a circulação de *hot money*.

Sempre que ocorre uma corrida especulativa contra uma moeda, podem ser esperadas mudanças dramáticas nessa moeda. Por exemplo, o peso mexicano caiu aproximadamente 60% no inverno de 1994/95. Teria sido necessária uma taxa de Tobin de mais de 23% para interromper a onda especulativa que ocasionou a crise do peso. Na melhor das hipóteses, a taxa de Tobin pode desacelerar a febre especulativa quando são esperadas mudanças pequenas na taxa de câmbio.

Os grãos de areia de uma taxa de Tobin podem representar a última gota na quebra de administradores de portfólios pequenos, já que os custos de transação normais (T_s) de transações estrangeiras são essencialmente regressivos. Se, além dos grandes custos transacionais regressivos, os especuladores muito pequenos se depararem com mais uma taxa (de Tobin)

(4) Ou 1,1% mais alto que a expectativa de taxa de câmbio *spot* futura do agente na ausência da taxa, se o agente exige um prêmio de risco.

proporcional, muitos deles poderão ser afastados do mercado. Nas movimentações de somas maiores, porém, os custos de transações normais encolhem rapidamente até ficarem reduzidos a uma proporção desprezível da transação total. Nos mercados financeiros desimpedidos de hoje, mesmo indivíduos que dispõem de quantias de portfólio pequenas podem juntar-se a fundos mútuos que podem especular com moedas estrangeiras; é, portanto, improvável que a taxa de Tobin restrinja mesmo pequenos investidores – que sempre podem juntar-se a um fundo mútuo grande para reduzir o impacto dos custos transacionais totais de modo suficiente para reduzir a taxa de Tobin restante à relativa insignificância, quando a febre especulativa estiver alta.

Por fim, há uma regra prática que sugere que, no atual sistema de taxas de câmbio flexíveis, existem cinco transações normais de *hedging* em cada comercialização real de mercadorias finais, enquanto são duas as transações desse gênero em cada fluxo especulativo nas finanças internacionais. Se essa proporção estiver correta, mesmo que apenas aproximadamente, uma taxa de Tobin de 0,5% poderia implicar a cobrança de uma taxa de até 2,5% sobre transações normais de fluxos comerciais reais, comparada a uma taxa especulativa de *round trip* de 1%. Pareceria então que uma taxa transacional de Tobin poderia jogar grãos de areia maiores nas rodas do comércio internacional real que nas dos fluxos especulativos de *hot money*. Uma taxa de Tobin de 0,5% poderia ser equivalente à instituição de uma tarifa universal de 2,5% sobre todas as mercadorias e serviços comercializados na economia global.⁵

Independentemente de questões sobre a exequibilidade da instituição de uma taxa de Tobin ubíqua, portanto, propostas no sentido de aumentarem-se os custos transacionais marginais no câmbio estrangeiro, por meio de uma taxa de Tobin ou de uma taxa de custo de oportunidade sobre capital pequena e factível, provavelmente não irão prevenir os frenesis alimentados pela especulação, que provocam ataques sobre as principais moedas e suas vizinhas econômicas, embora possam vir a produzir um prejuízo muito maior no comércio internacional de mercadorias e serviços.

Foram considerações como essas que levaram Keynes a sugerir a proibição direta de todo fluxo internacional significativo de portfólio por meio da criação de um banco central Supranacional e de seu Plano Bancor. Neste estágio de desenvolvimento econômico e de integração econômica global, no entanto, um banco central supranacional não é politicamente factível. Conseqüentemente, o que se deveria tentar atingir seria o objetivo

(5) Mesmo que a proporção de 5 para 1 superestime o número de transações comerciais reais comparadas a fluxos especulativos, à medida que houver algum múltiplo, existe a possibilidade de a taxa de Tobin causar maior impacto sobre os fluxos comerciais que sobre os fluxos especulativos.

mais modesto de obter-se um acordo internacional entre os países do G-7. Para que fosse economicamente eficaz e politicamente factível, tal acordo, ao mesmo tempo em que incorporasse os princípios econômicos fundados por Keynes em seu Plano Bancor, não deveria exigir de qualquer país o abandono do controle sobre os sistemas bancários e políticas fiscais locais. Keynes introduziu um método engenhoso de proibição direta de fluxos de *hot money* através de um sistema “Bancor”, com taxas de câmbio fixas (mas ajustáveis) e um mecanismo de gatilho para fazer com que uma parte maior do ônus, decorrente da eliminação dos déficits de conta corrente, recaísse sobre os países com excedentes. É possível atualizar a proposta de proibição de Keynes para as circunstâncias do século XXI. Na próxima seção, será proposto um sistema assim. Além disso, esse sistema será do maior interesse para todos os países, pois facilitará o pleno emprego global sem o perigo da importação de pressões inflacionárias dos parceiros comerciais.

Não há espaço suficiente neste artigo para debater todas as propostas alternativas possíveis para a prevenção de incêndios na especulação com moedas. Espero, entretanto, fazer com que a consciência do público se volte para os tremendos benefícios reais potenciais que podem ser atingidos, ao estabelecerem-se instituições de prevenção de incêndios na especulação com moedas, em vez de simplesmente confiar-se na intervenção para apagar o incêndio – tal como a sugestão de um Fundo de Emergência financiado pelos países do G-7 e administrado pelo FMI – ou na política do *laissez-faire* sobre os mercados internacionais de capital que pode provocar incêndios em moedas. Incêndios capazes de consumir as economias reais do mundo livre. Precisamos reconhecer a possibilidade bastante real de que não há porto seguro quando uma moeda importante é atacada.

2. A era de ouro do desenvolvimento econômico

Os anos de Bretton Woods foram uma era de prosperidade econômica global insuperável. A economista Irma Adelman, da Universidade da Califórnia, caracterizou o período Bretton Woods como uma “Era de Ouro do Desenvolvimento Econômico... uma era de crescimento econômico sustentado sem precedentes nos países desenvolvidos e em desenvolvimento”. A Tabela 1 apresenta as evidências estatísticas nas quais Adelman baseou sua conclusão sobre nossa era econômica dourada.

Embora não tenhamos estatísticas confiáveis para o PIB per capita antes de 1700, pode-se afirmar que, provavelmente, desde os tempos bíblicos até a Renascença, o padrão de vida médio no mundo evoluiu pouco

a cada ano ou mesmo a cada geração. A melhoria dos padrões de vida globais teve início com o desenvolvimento do capitalismo mercantilista durante o período da Renascença na Europa. Entre 1700 e 1820 (ver Tabela 1), a fatia per capita do bolo econômico aumentava a uma taxa anual de 0,2%. Portanto, se o cidadão médio vivia aproximadamente 45 anos, seu padrão de vida elevava-se em menos de 10%, de seu nascimento até sua morte.

Tabela 1
PIB Real (Taxa de crescimento anual)
(%)

Anos	PIB real per capita Países da OCDE		
1700-1820	0,2		
1820-1913	1,2		
1919-1940	1,9		
1950-1973	4,9		
1973-1981	1,3		
	Principais países industriais	Novos países industrializados	Países em desenvolvimento
1973-1990	2,5	3,5	-0,1
	PIB real total		
		Países da OEDC	Países em desenvolvimento
1950-1973		5,9	5,5
	PIB real per capita		
		Países da OEDC	Países em desenvolvimento
1950-1973		4,9	3,3

Os padrões de vida começaram a elevar-se substancialmente no início do século XIX. O período da Revolução Industrial foi verdadeiramente revolucionário. Nos anos de 1820/1913, os padrões de vida anuais elevaram-se 10 vezes mais rapidamente que no século precedente, a uma taxa composta de crescimento anual de 1,2%, ano após ano. O aumento médio na produtividade do trabalho foi quase 7 vezes maior que nos 100 anos anteriores. A renda per capita dos países avançados mais que triplicou em menos de 100 anos. Não admira que esse período seja freqüentemente retratado, na literatura ocidental, como a era do crescimento do homem comum.

Durante o período de 1820/1913, o volume das exportações mundiais aumentou trinta vezes, ao serem criados uma economia e um sistema financeiro globais com uma taxa de câmbio fixa sob um padrão-ouro-libra esterlina. A taxa de crescimento durante a Era de Ouro de Bretton Woods, entretanto, foi quase o dobro daquela correspondente ao

Economia e Sociedade, Campinas, (7): 3-27, dez. 1996.

pico prévio de crescimento dos países industrializados durante a Revolução Industrial (de 1820 a 1913). O crescimento anual da produtividade do trabalho entre 1950 e 1973 foi mais que o triplo maior que a da Revolução Industrial. Além disso, entre 1950 e 1973, o PIB real per capita nos países desenvolvidos (ou da OCDE) cresceu 2,6 vezes mais rapidamente que no período entre-guerras.

A resultante prosperidade do mundo industrializado foi transmitida para os países menos desenvolvidos através do comércio internacional, da ajuda externa e do investimento estrangeiro direto. De 1950 a 1973, o crescimento anual do PIB per capita em todos os países em desenvolvimento foi de 3,3%, o que representa quase o triplo do crescimento experimentado pelos países em industrialização durante a Revolução Industrial. O bolo do PIB dos países menos desenvolvidos (PMDs) aumentou a uma taxa quase igual à dos países desenvolvidos, respectivamente 5,5% e 5,9%, mas o maior crescimento populacional dos PMDs causou um menor crescimento da renda per capita.

Em comparação, os indicadores econômicos dos sistemas de taxa flexível no entre-guerras e desde 1973 são desanimadores. A taxa de crescimento dos principais países desenvolvidos desde 1973 representa, aproximadamente, a metade daquela correspondente ao período Bretton Woods, e não é muito melhor que aquelas experimentadas no século XIX e início do século XX. Além disso, os países da OCDE têm sofrido com taxas de desemprego persistentemente mais elevadas e, particularmente durante os anos 70, surtos inflacionários recorrentes. O contraste com os PMDs desde 1973 é ainda mais alarmante, diante da renda per capita anual em declínio. Os melhores desempenhos desde 1973 pertencem aos países em desenvolvimento recente ao longo da Borda do Pacífico, mas mesmo com seu “milagre econômico”, o crescimento da renda per capita é significativamente menor que o experimentado pelos países industriais entre 1950 e 1973.

Por fim, devemos observar que, durante o período Bretton Woods, houve melhores indicadores gerais de estabilidade do nível de preços do que durante o período pós-1973, ou no entre-guerras, ou mesmo sob o padrão-ouro internacional.

3. A lição que deveria ter sido aprendida

O que podemos concluir desses fatos? Em primeiro lugar, sistemas de taxa de câmbio fixa estão associados a um desempenho econômico global melhor que sistemas flexíveis. Em segundo lugar, durante o período pós-

guerra até 1973, o desempenho econômico global foi nada menos que espetacular. Excedeu o notável desempenho da revolução industrial e do sistema de taxas de câmbio fixas do padrão-ouro. Essa experiência de uma “era de ouro” sem paralelos exigiu a combinação de um sistema de taxas de câmbio fixas com um outro princípio civilizador, o de que os países credores precisam aceitar uma parcela maior da responsabilidade pela resolução dos desequilíbrios de pagamentos internacionais persistentes que possam ocorrer. Em terceiro lugar, o período Bretton Woods foi uma era econômica notavelmente livre de crise.

Desde o colapso de Bretton Woods, por outro lado, a economia global tem caminhado, aos tropeços, de uma crise global para outra. O crescimento econômico por todo o globo diminuiu significativamente, enquanto o aumento populacional global ameaça reduzir os padrões de vida. O número de bocas a serem alimentadas ameaça crescer mais rapidamente que o PIB global. A economia tornou-se, mais uma vez, uma ciência lúgubre com suas nuances malthusianas.

Em vez de trazer os benefícios utópicos prometidos pela economia conservadora, o Sistema pós-Bretton Woods gerou uma crescente crise monetária internacional. Já em 1986, a colunista do *New York Times*, Flora Lewis, observou que líderes do governo e dos negócios reconhecem que “as questões do comércio, da dívida e das taxas de câmbio estão entrelaçadas”. Lewis alertou que o mundo está em um rumo que levará à calamidade econômica, porém “ninguém quer manifestar-se e ser acusado de estabelecer o pânico...a avaliação mais sóbria é a de que o melhor a fazer agora é ganhar mais tempo para que os ajustes impeçam uma quebra... os tomadores de decisão não tomarão medidas sensatas até que sejam forçados a tanto por uma crise”.

O atual sistema internacional de pagamentos não é adequado para a economia global. O *The Financial Times* de Londres e a *The Economist*, outrora aguerridos defensores do atual sistema de taxas flutuantes, reconheceram que esse sistema é um fracasso e foi vendido à opinião pública e aos políticos através de propaganda enganosa.⁶ Porém, nenhum líder está conclamando uma revisão completa de um sistema que é muito pior que aquele abandonado em 1973. Ninguém tem a coragem de manifestar-se publicamente e sugerir que a filosofia conservadora, que tem

(6) A revista *The Economist* (6 jan. 1990) observou que a década de 80 ficará registrada como aquela em que “a experiência com moedas flutuantes fracassou”. Quase dois anos antes (17 fev. 1987), o *Financial Times* admitiu que “as taxas de câmbio flutuantes, como agora parece evidente, foram vendidas com base em previsões falsas... elas traziam uma promessa bastante ilusória de maior autonomia nacional... (mas) quando as políticas macro são inconsistentes e quando o capital pode ser movimentado globalmente, não se pode confiar que as taxas flutuantes mantenham as contas correntes equilibradas.”

controlado nossos assuntos econômicos por décadas, é uma receita para o desastre econômico.

4. A responsabilidade de resolver desequilíbrios comerciais internacionais em uma comunidade global civilizada: o exemplo do Plano Marshall

Durante a Segunda Guerra Mundial, a capacidade produtiva da Europa foi devastada. Terminada a guerra, os europeus necessitavam de grandes quantidades de produtos importados para alimentar-se e para reerguer suas fábricas e cidades. Nos anos de 1946 e 1947, os europeus consumiram quase toda sua poupança anterior à guerra (suas reservas estrangeiras) para pagar importações originárias dos Estados Unidos, o único país que dispunha de capacidade produtiva.

Sob qualquer sistema monetário internacional conservador convencional, uma vez exauridas suas reservas, os europeus teriam que aceitar o ônus do ajuste “apertando seus cintos”, isto é, reduzindo sua demanda por importações à quantidade ínfima que conseguissem obter com exportações ou tomando dólares emprestados para pagar pelas importações. O *Catch 22*⁷ dessas alternativas era:

- Os Europeus não conseguiam produzir o suficiente para alimentar sua população. Dizer a uma pessoa faminta que aperte seu cinto não apenas é uma sugestão incivilizada, mas também impõe uma condição impossível. Se o necessário “aperto de cintos” tivesse sido levado a cabo, como resultado o padrão de vida dos europeus ocidentais, arrasado pela guerra, teria sido ainda mais deprimido. Isto teria induzido revoluções políticas na Europa, sem falar na recessão nas indústrias exportadoras dos Estados Unidos.
- Durante a Grande Depressão, os ganhos com exportação europeus foram tão baixos que a maioria de suas dívidas internacionais não foram pagas. Considerando essa experiência e o fato de que no pós-guerra suas indústrias estavam em ruínas e incapazes de produzir exportações suficientes para pagar o serviço de suas dívidas, os bancos americanos não concederiam os imensos empréstimos de que necessitavam os europeus. Era também óbvio que qualquer empréstimo direto por parte do governo dos Estados Unidos não poderia ser pago.

Como estratégia civilizada para evitar o caos político e econômico que teria provavelmente ocorrido na Europa, os Estados Unidos ofereceram-

(7) *Catch 22* é uma situação em que é impossível fazer uma coisa até que a próxima seja feita, mas é impossível fazer a segunda até que a primeira esteja feita – portanto, em que é totalmente impossível agir; algo como um beco sem saída (N.da T.).

se para pagar pelos potenciais déficits comerciais europeus (de importações sobre exportações), que se fariam necessários para a reconstrução da Europa, através do Plano Marshall e de outros programas de ajuda. O Plano Marshall, essencialmente, permitiu que estrangeiros comprassem produtos exportados pelos Estados Unidos sem desembolsar seus últimos vinténs de poupança de reservas estrangeiras nem contrair dívidas que não pudessem ser pagas em um futuro previsível. Através do Plano Marshall e de outros programas de ajuda, os Estados Unidos mostraram uma atitude civilizada para com a comunidade global como um todo.⁸

Se os Estados Unidos tivessem deixado os países deficitários se ajustarem ao vasto desequilíbrio comercial emergente através da redução de importações, ocorreria que:

- os padrões de vida dos habitantes da Europa e da Ásia teriam sido substancialmente menor, e
- os Estados Unidos teriam derrapado em direção a uma recessão ainda maior, pois a demanda pelos produtos de sua capacidade industrial excedente teria sido muito pequena.

O Plano Marshall e os programas de ajuda militar e econômica estrangeira em larga escala deram grandes quantias de dólares americanos a estrangeiros – gratuitamente, para que pudessem comprar produtos americanos. O resultado foi que:

- os cidadãos estrangeiros e americanos foram imensamente beneficiados. Os estrangeiros usaram o dinheiro para comprar as mercadorias americanas necessárias para reconstruir suas economias e alimentar seu povo. Os americanos ganharam mais empregos e obtiveram mais renda com as exportações para esses estrangeiros; e
- com sua generosidade, os Estados Unidos revigoraram, enriqueceram e fortaleceram a comunidade internacional para grande benefício econômico de todos os países fora da Cortina de Ferro.

O Plano Marshall doou um total de US\$13 bilhões em quatro anos. (O que seria equivalente, em 1994, a US\$139 bilhões). Essa “doação” representava 2% *por ano* do PIB dos Estados Unidos. Entretanto, os consumidores americanos não sofreram com isto. No primeiro ano do Plano Marshall, o PIB real per capita dos EUA foi 25% maior que em 1940 (o último ano de paz). O nível de emprego e o PIB per capita cresceram de forma contínua entre 1947 e 1957, com os fundos de ajuda estrangeira financiando demanda adicional por exportações americanas. Essas exportações eram produzidas pelo emprego de trabalhadores americanos que; de outra forma; teriam permanecido ociosos, e as fábricas criaram empregos e renda para milhões de americanos. Pela primeira vez em sua

(8) O Plano Marshall foi oferecido até para a União Soviética, que o recusou. Economia e Sociedade, Campinas, (7): 3-27, dez. 1996.

história, os Estados Unidos não sofreram uma recessão grave imediatamente depois do fim de uma guerra importante.

Todo o mundo livre experimentou um “almoço grátis” econômico na medida em que tanto os países devedores como os credores ganharam com essa “doação” dos Estados Unidos. O Sistema Bretton Woods, em conjunto com o Plano Marshall, em que os Estados Unidos tomaram medidas deliberadas no sentido de prevenir outros países de sangrarem suas reservas estrangeiras e tornarem-se internacionalmente superendividados – resultou em uma era de ouro global de desenvolvimento econômico.

Em 1958, no entanto, a posição internacional dos Estados Unidos de estar capacitado a exportar mais que importar estava chegando ao fim. As somas dirigidas à ajuda estrangeira excederam o superávit comercial americano de demanda por exportações em relação a importações. Infelizmente, o Sistema Bretton Woods não possuía qualquer mecanismo para incentivar automaticamente países com superávit comercial (países credores) a juntarem-se ao papel que os Estados Unidos vinham desempenhando no ajuste civilizador desde 1947. Em vez disso, esses países credores convertiam uma parte de seus ganhos com exportação anuais em dólar em direitos sobre as reservas de ouro dos Estados Unidos. Só em 1958, os Estados Unidos perderam mais de US\$2 bilhões de suas reservas de ouro. Nos anos 60, as respostas em forma de ajuda militar e financeira ao Muro de Berlim e ao Vietnã aceleraram essa tendência.

As sementes da destruição do Sistema Bretton Woods estavam plantadas e a era de ouro do desenvolvimento econômico global terminou ao se esgotarem, continuamente, as reservas de ouro dos Estados Unidos, pela ação dos países com superávit comercial. Quando os EUA fecharam o guichê em 1971 para evitar a redução continuada de suas reservas estrangeiras e em seguida, em 1973, revogaram unilateralmente o Acordo de Bretton Woods, perdeu-se o último vestígio de uma abordagem monetária internacional potencialmente iluminada – aparentemente sem arrependimentos ou considerações sobre o modo como tinha servido à economia mundial.

4.1. O Plano Marshall comparado ao Tratado de Versailles

Esse episódio histórico civilizado, que põe em destaque a comunidade civil internacional do pós-guerra, pode ser comparado às políticas selvagens e ao sistema internacional fragmentário delas resultante que se seguiram à Primeira Guerra Mundial. Sob o Tratado de Versailles, de 1919, os Aliados vitoriosos impuseram aos países derrotados um acordo

cruel. Pesadas reparações foram impostas à Alemanha pelos Aliados europeus, em busca de compensações pelos custos de guerra a que se tinham submetido.

Em seu livro *Economic consequences of peace*, John Maynard Keynes manifestou-se contra a política incivilizada de imposição de reparações a essas nações arrasadas pela guerra. Talvez os países europeus vitoriosos, cujos cidadãos haviam sofrido durante os anos de guerra, não possam ser censurados por desconfiarem das argumentações econômicas civilizadas de Keynes ou dos ideais políticos do presidente Woodrow Wilson. Os males da guerra podem ter erodido os valores civilizados dos aliados europeus a ponto de compeli-los a exigir uma retribuição financeira selvagem.

O resultado desse barbarismo aliado pode ter, inicialmente, saciado a sede guerreira de vingança na forma da humilhação de um inimigo vencido. Porém, o tratamento selvagem pode gerar mais selvageria, já que os males impostos pelo opressor moldam os valores do oprimido. Embora a primazia da responsabilidade pela Alemanha Nazista não caiba às políticas econômicas britânicas e francesas do período posterior à guerra, os cruéis termos de paz dos aliados, na medida em que ajudaram a moldar os valores da sociedade alemã dos anos 20 e 30, tiveram um papel significativo no desfecho ocorrido nos anos 30 e 40 na Europa.

Os Estados Unidos foram o único país vitorioso a adotar uma política civilizada de não reclamar reparações. Os Estados Unidos desenvolveram um plano de empréstimos (o Plano Dawes) para ajudar os alemães a cumprirem as exigências dos aliados. Ao contrário dos outros países vitoriosos, os Estados Unidos desfrutaram um *boom* econômico nos anos 20, quando os aliados compravam mercadorias americanas com esses dólares do Plano Dawes. Os países vitoriosos europeus, mesmo com o incentivo das reparações de guerra, passaram por um período econômico muito mais difícil.

5. Reformando a moeda mundial

Há cinqüenta anos, Keynes (1980: 168) ofereceu um resumo claro do que é necessário quando escreveu:

“Precisamos de um instrumento de moeda internacional que tenha aceitabilidade internacional entre os países... Precisamos de um método pacífico e acordado para determinar os valores de câmbio relativos das unidades monetárias nacionais... Precisamos de uma quantidade de moeda internacional...(que) seja controlada pelas exigências (de liquidez) atuais

reais do comércio mundial, e que seja capaz de expansão deliberada... Precisamos de um método pelo qual os saldos credores excedentes advindos do comércio internacional que o recebedor não queira empregar possam ser ativados... sem detrimento da liquidez desses saldos”.

Faz-se necessária uma instituição de compensação com contabilidade de dupla entrada e fechada, para manter o “registro” dos pagamentos entre as várias regiões comerciais, bem como algumas regras acordadas para criar e fazer refluir a liquidez, ao mesmo tempo em que o poder de compra internacional da moeda internacional seja mantido. As oito disposições do sistema de compensação sugerido nesta seção obedecem os critérios estabelecidos por Keynes. As regras deste sistema pós-keynesiano proposto objetivam

- prevenir uma falta de demanda global efetiva⁹ causada pelo fato de qualquer país (ou países) manter reservas ociosas excessivas ou sangrar reservas do sistema;
- oferecer um mecanismo automático para transferir os grandes ônus de ajustes de pagamentos aos países superavitários;
- dar a cada país a oportunidade de monitorar e, se desejado, frear o movimento dos fundos internacional de portfólio com o objetivo de controlar movimentos de capital em fuga;¹⁰ e, por fim,
- expandir a quantidade do ativo líquido de resgate internacional de última instância conforme garanta a capacidade global.

Alguns elementos desse sistema de compensação incluiriam:

1. A medida de valor e o ativo de reserva em última instância para a liquidez internacional seria a Unidade Monetária Internacional de Compensação e (UMIC). Todas as UMICs seriam mantidas apenas pelos bancos centrais, não pelo público.
2. O banco central de cada nação ou da CCM (Câmara de Compensação Monetária) comprometer-se-ia a garantir a conversibilidade unilateral dos depósitos de UMICs na unidade de troca para sua moeda doméstica. Cada banco central estabeleceria suas próprias regras em relação a tornar moedas estrangeiras disponíveis para seus próprios bancos e cidadãos do setor privado (por meio de transações de compensação de UMIC).¹¹

(9) Williamson (1987:200) reconhece que, quando o “desequilíbrio (da balança de pagamentos) é devido exclusivamente à demanda excessiva ou deficiente”, as taxas de câmbio flexíveis, per se, não podem facilitar ajustes de pagamentos internacionais.

(10) Isso oferece um bônus adicional ao dificultar o encobrimento de sonegação de impostos e de lucros com comércio ilegal.

(11) Sistemas bancários correspondentes deverão operar pela Agência Internacional de Compensação (*International Clearing Agency*), com cada banco central regulando as relações internacionais e as operações de suas empresas bancárias domésticas. O contrabando de moedas em pequena escala entre fronteiras, etc., nunca poderá ser completamente eliminado. Tais movimentos, porém, não passam de um distúrbio menor, não debilitante. Entretanto, o fato de a maioria dos cidadãos de um país (violando as leis de moeda corrente) possuírem e utilizarem uma moeda

Tendo os bancos centrais concordado em vender seus próprios passivos (convertibilidade unilateral) de UMIC apenas para outros bancos centrais e para a Agência Internacional de Compensação e, simultaneamente, manter apenas UMCs enquanto ativos líquidos de reserva para transações financeiras internacionais, não poderia haver sangramento de reservas do sistema. Em última análise, todas as principais transações internacionais seriam liquidadas pelas contas dos bancos centrais nos livros-caixa da instituição internacional de compensação.

3. A taxa de câmbio entre a moeda doméstica e a UMIC seria estabelecida, inicialmente, por cada país – assim como aconteceria se um padrão-ouro internacional fosse instituído. Como os empreendimentos já envolvidos no comércio têm compromissos contratuais internacionais que abarcariam o período de mudança, então, na prática, seria de se esperar que a estrutura de taxa de câmbio vigente (talvez com ligeiras modificações) oferecesse a base para o estabelecimento da taxa inicial.

As disposições n.7 e n.8 abaixo indicam quando e como essa taxa de câmbio nominal entre a moeda nacional e a UMIC seria mudada no futuro.

4. Contratos individuais privados continuariam a ser denominados em qualquer moeda permitida pelas leis locais e acordada pelas partes contratantes. Contratos a serem estabelecidos em moeda estrangeira exigiriam, portanto, alguma forma de compromisso manifesto por parte do banco central (através de bancos privados), a respeito da disponibilidade de fundos estrangeiros para saldar tais obrigações contratuais.

5. Um sistema de cobertura de fundos que disponibilizasse saldos de crédito de curto prazo não utilizados na Câmara de Compensação para financiar as transações internacionais produtivas de outros agentes com necessidade de crédito a curto prazo. Os termos serão determinados pelos gerentes de compensação *pro bono*.

6. Um mecanismo de gatilho para incentivar um país credor a gastar o que for considerado (de antemão), de acordo com a comunidade internacional, como *saldos de crédito “excessivos” acumulados pela manutenção de superávits em conta corrente*. Esses créditos excedentes podem ser gastos de três maneiras:

- com produtos de qualquer outro membro da Câmara de Compensação, (2) em novos projetos de investimento estrangeiro direto e/ou
- para oferecer transferências unilaterais (ajuda estrangeira) para membros deficitários. O gasto com importações força o país a realizar o ajuste diretamente através do equilíbrio em mercadorias e serviços. O gasto com

estrangeira para transações domésticas e como reserva de valor (por exemplo, estima-se que os argentinos possuam algo em torno de US\$5 bilhões) evidencia uma falta de confiança no governo e em suas autoridades monetárias. A menos que a confiança seja restabelecida, todas as tentativas de restaurar a prosperidade econômica fracassarão.

transferências unilaterais permite o ajuste diretamente pelo equilíbrio da conta corrente; enquanto o investimento estrangeiro direto permite o ajuste pelas contas de capitais (sem estabelecer uma dívida contratual que exigirá fluxos de conta corrente no sentido contrário no futuro).

A disposição n.6 concede ao país superavitário uma autonomia considerável na decisão de como aceitar o ônus do ajuste, da maneira que acredita ser do melhor interesse de seus cidadãos. Não permite que o país superavitário transfira a carga para o país deficitário (ou países deficitários) por meio de exigências contratuais de cobranças de serviço de dívida que desconsiderem aquilo com que o país deficitário pode arcar.¹² O importante é assegurar que a contínua superacumulação de poupanças¹³ por países superavitários não possa desatrelar forças depressivas e/ou um acúmulo de dívidas, em termos internacionais tão paralisante que empobreça a economia global do século XXI.

No caso, pouco provável, de o país superavitário não gastar ou doar esses créditos dentro de um período especificado, a agência de compensação confiscaria (e redistribuiria entre membros devedores) a parte dos créditos

(12) Pode-se temer que um país superavitário, estando próximo do ponto de gatilho, possa oferecer empréstimos para reduzir seu saldo de crédito antes que o gatilho seja ativado, provocando assim um curto-circuito no sistema. Sendo a prevenção de obrigações de serviço de dívida desmedidas um objetivo importante desta proposta, pode ser necessário um mecanismo que monitore e possa conter tais atividades de empréstimo pré-gatilho. Uma maneira factível de eliminar-se essa possibilidade de evitar o gatilho é a seguinte: estabelece-se um acordo inicial sobre o que seriam critérios sensatos e flexíveis para avaliar quando os encargos de serviço de dívidas se tornam desmedidos. Dados esses critérios, os administradores da câmara de compensação teriam a responsabilidade de prevenir empréstimos adicionais que elevassem os encargos de dívidas além de níveis razoáveis de serviço. Em outras palavras, empréstimos que aumentassem muito o encargo de dívidas não poderiam ser compensados através da câmara de compensação, isto é, os administradores recusar-se-iam a liberar para empréstimo as UMICs da conta do país superavitário (sugestão de Robert Blecker). Os administradores também seriam obrigados a apresentar relatórios públicos periódicos sobre qual o nível de créditos em acumulação pelos países superavitários e a indicar a que distância esses superávits se encontram em relação ao ponto de gatilho. Tais relatórios ofereceriam aos países devedores um diferencial de informação que lhes conferiria maior poder de barganha no estabelecimento dos termos de empréstimos existentes e/ou futuros. Todos os empréstimos ainda teriam que satisfazer as diretrizes de moderação da câmara de compensação. Não menosprezamos as dificuldades envolvidas em estabelecerem-se e fazer-se cumprir critérios para classificar encargos de serviço de dívida desmedidos (algumas sugestões, porém, podem ser encontradas no segundo parágrafo da disposição n.8). Entretanto, sem a cooperação e o espírito de boa vontade necessários para que a câmara de compensação possa oferecer um mecanismo que assegure a prosperidade econômica de todos os seus membros, progresso algum será jamais alcançado. Além de tudo, como demonstra claramente o atual problema da dívida dos países africanos e latino-americanos, se os credores incentivam, de início, encargos de dívidas excessivos, mais tarde serão obrigados a perdoar uma parte das dívidas. No sistema atual, porém, o perdão da dívida é uma solução de último caso, aceitável somente quando tanto o país devedor quanto o credor passam a sofrer com crescimentos econômicos trôpegos. O desenvolvimento de um arranjo institucional que impeça que encargos de serviço de dívidas excessivos sequer cheguem a ocorrer é, certamente, uma opção mais inteligente.

(13) A superpoupança é definida quando os gastos de um país com importações mais investimento estrangeiro direto são menores que os ganhos com exportação do país mais transferências unilaterais líquidas.

considerada excessiva.¹⁴ Essa ação confiscatória de última instância, por parte dos administradores da agência de compensação, faria um ajuste de pagamentos através da transferência unilateral de pagamentos às contas correntes.

Sob um sistema de taxas fixas ou flexíveis, os países podem experimentar déficits comerciais persistentes, simplesmente porque seus parceiros comerciais não estão fazendo uso de seus meios – isto é, porque outros países estão constantemente resguardando uma parcela de seus ganhos com exportação (mais transferências unilaterais líquidas). Ao agir assim, esses superpoupadores estão gerando uma falta de demanda efetiva global. Pela disposição n.6, países deficitários não precisariam mais deflacionar suas economias reais apenas para ajustar desequilíbrios de pagamento porque outros países estão superacumulando reservas. Em vez disso, o sistema procuraria reparar o déficit de pagamentos aumentando as oportunidades de os países deficitários exportarem, logrando assim eliminar o déficit.

7. Pode ser desenvolvido um sistema para estabilizar o poder de compra de longo prazo da UMIC (em termos da cesta de bens produzida domesticamente por cada país membro). Isto requer um sistema de taxas de câmbio fixas entre a moeda local e a UMIC que mude apenas para refletir aumentos permanentes em salários de eficiência.¹⁵ Isso assegura a cada banco central que as UMICs em seu poder enquanto reservas estrangeiras do país nunca perderão seu poder de compra em termos de mercadorias produzidas no estrangeiro, mesmo se um governo estrangeiro permitir a ocorrência de inflação de preços e salários, internamente. A taxa entre a moeda local e a UMIC mudaria com a inflação no preço, em moeda local, da cesta de mercadorias doméstica.

Se aumentos na produtividade levarem ao declínio dos custos nominais de produção, o país com esse declínio em salários de eficiência (digamos de 5%) teria a opção de escolher entre (a) permitir que a UMIC compre (até 5%) menos unidades de moeda doméstica, capturando assim

(14) Os saldos de crédito “excessivos” a serem redistribuídos serão repassados, proporcionalmente, aos países devedores (talvez com base em uma fórmula inversamente proporcional à renda per capita de cada devedor e diretamente proporcional ao volume de sua dívida internacional), para serem utilizados com fins de redução de saldos devedores na câmara de compensação.

(15) O salário de eficiência refere-se ao salário em moeda dividido pelo produto médio da mão-de-obra; é o custo unitário da mão-de-obra acrescentado pelo *mark-up*, em termos de moeda doméstica, do PNB doméstico. Neste estágio preliminar desta proposta, não seria proveitoso decidir se a cesta de bens doméstica deveria incluir mercadorias e serviços comercializáveis bem como não-comercializáveis. (Com o crescimento do turismo, cada vez mais mercadorias não-comercializáveis se tornam comercializáveis.) Pessoalmente, prefiro o conceito mais amplo de cesta de bens domésticos, mas não é óbvio que se perca qualquer princípio essencial se for utilizado um conceito restrito aos bens comercializáveis, ou se alguns países usarem o conceito mais amplo, enquanto outros usam o mais restrito.

todos (ou a maioria dos) os ganhos com produtividade para seus cidadãos, ao mesmo tempo em que mantém o poder de compra da UMIC, ou (b) manter a taxa de câmbio nominal constante. Nesse último caso, o ganho em produtividade é compartilhado com todos os parceiros comerciais. Em contrapartida, as indústrias exportadoras desse país produtivo receberão uma fatia relativa do mercado mundial maior.

Ao alterar a taxa de câmbio entre moedas locais e a UMIC para compensar a taxa de inflação doméstica, o poder de compra da UMIC é estabilizado. Ao restringir o uso de UMICs aos bancos centrais, evita-se a especulação privada em relação a UMIC como *hedge* contra a inflação. A taxa de inflação de cada país relativa às mercadorias e serviços por ele produzidos é determinada, exclusivamente, pela política do governo local, quanto ao nível dos salários em moeda doméstica e margens de lucro diante de ganhos de produtividade, isto é, o salário de eficiência do país. Cada país encontra-se, portanto, livre para determinar o curso de políticas para estabilizar seu salário de eficiência de modo a prevenir a inflação. Seja o país bem sucedido ou não, a UMIC nunca perderá seu poder de compra internacional. Além de tudo, a UMIC carrega consigo a promessa de ganho de poder de compra com o correr do tempo, se a produtividade crescer mais rapidamente que salários monetários, e cada país estiver disposto a compartilhar qualquer redução nos custos de produção real com seus parceiros comerciais.

A disposição n.7 produz um sistema projetado para manter a paridade do salário de eficiência relativo entre países. Em um sistema como este, a ajustabilidade das taxas de câmbio nominais ocorrerá, inicialmente, (mas não sempre, ver disposição n.8) para compensar mudanças nos salários de eficiência entre parceiros comerciais. Um efeito benéfico advindo dessa disposição é que ela elimina a possibilidade de que uma indústria específica de qualquer país seja colocada em desvantagem competitiva (ou assegure uma vantagem competitiva) em relação a produtores estrangeiros, apenas porque a taxa de câmbio nominal foi alterada independentemente de mudanças nos salários de eficiência e nos custos reais de produção em cada país.

A variabilidade da taxa de câmbio nominal não mais ocasionará o problema de perda de competitividade devida exclusivamente à supervalorização de uma moeda, como ocorreu, por exemplo, com as indústrias americanas do “cinturão do óxido” (*rust belt*) no período de 1982/85. Mesmo que temporária, a apreciação de moeda pode ter custos reais permanentes significativos – por exemplo, indústrias podem abandonar mercados, e as fábricas e equipamentos tornados ociosos podem ser postos de lado por serem caros demais para manter.

A disposição n.7 também previne que qualquer país se envolva em uma política de tipo *beggar-my-neighbour, export-thy-unemployment* através da busca de uma desvalorização da taxa de câmbio real que não reflita mudanças nos salários de eficiência. Tendo sido escolhidas as taxas de câmbio iniciais e fixados os salários de eficiência relativos, o fator principal (com exceção da disposição n.8) que justifica um ajuste na taxa de câmbio real é a redução nos custos reais de produção associada a um declínio relativo nos salários de eficiência.

Embora a disposição n.6 previna que qualquer país acumule superávits excessivos persistentes, isto não significa que seja impossível que um ou mais países sofram déficits persistentes. A proposta n.8 oferece um programa para tratar do problema dos déficits de exportação-importação persistentes em qualquer país.

8. Se um país tem pleno emprego e ainda assim apresenta tendência de déficits internacionais persistentes em sua conta corrente, isto representa então uma evidência *prima facie* de que ele não possui a capacidade produtiva para manter seu padrão de vida corrente. Se o país deficitário for um país pobre, certamente é o caso dos países mais ricos e superavitários transferirem parte de seu saldo de crédito excessivo para auxiliar o país pobre.¹⁶ Se for relativamente rico, o país deficitário precisa alterar seu padrão de vida, reduzindo os termos de troca relativos com seus principais parceiros comerciais. Regras previamente acordadas exigiriam que o país rico, comercialmente deficitário, desvalorizasse sua taxa de câmbio por meio de incrementos estipulados, periodicamente, até que haja evidências de que o desequilíbrio exportações-importações tenha sido eliminado sem desatrelar forças recessivas significativas.¹⁷

Se, por outro lado, o déficit de pagamentos persistir, a despeito de um equilíbrio positivo contínuo do comércio de mercadorias e serviços, isto evidencia que o país deficitário pode estar mantendo uma obrigação de serviço de dívida internacional pesada demais. Os oficiais *pro buono* da câmara de compensação devem conduzir credores e devedor a negociações para reduzir os pagamentos anuais de serviço de dívida através de

- extensão do período de pagamento,
- redução das cobranças de juros e/ou
- perdão da dívida.¹⁸

(16) Isto equivale a um imposto de renda negativo para famílias pobres plenamente empregadas em um país.

(17) Embora os preços relativos das importações e das exportações fossem alterados pela mudança nos termos de troca, o ajuste se deve ao efeito-renda resultante, não a um efeito de substituição. A renda real do país deficitário cairá até que seu superávit de importação desapareça.

(18) O programa efetivamente adotado para reduzir o serviço de dívida dependerá de diversos parâmetros, incluindo: a renda e a riqueza relativa do devedor perante o credor, a habilidade do devedor em aumentar sua renda real per capita, etc.

No caso de qualquer governo se opor à idéia de que as disposições da UMIC capacitem os governos a limitar o movimento livre de fundos “de capital”, esse país estará livre para juntar-se a outros países que também se oponham a essa idéia, formando uma união monetária regional e assegurando, assim, o livre fluxo de fundos entre os membros da união.

Conclusão

Em tempos normais de mercados de capital livres, “os especuladores podem não representar mal algum enquanto bolhas em um curso estável de empreendimentos. Mas quando os empreendimentos tornam-se as bolhas no torvelinho da especulação, a situação torna-se grave” (Keynes,1936:159). Os grãos de areia de uma taxa de Tobin podem furar pequenas bolhas de especulação, mas provavelmente restringirão significativamente o fluxo de comércio real. Por outro lado, a areia da taxa de Tobin será simplesmente varrida pelos torvelinhos da especulação. Seriam necessários pedregulhos para frear a destruição dos empreendimentos globais pela ação da especulação destrutiva com moedas, pois “é o empreendimento que constrói e amplia as posses mundiais” (Keynes, 1930:148).

Paul Davidson ocupa a Cátedra de Excelência em Economia Política da Universidade do Tennessee, Knoxville, EUA.

Referências bibliográficas

- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. London: Macmillan, 1972.
- EICHENGRENN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ. The case for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal*, n.105, 1995.
- GARBER, P.; TAYLOR, M.P. Sand in the wheels of foreign exchange markets: a skeptical note. *Economic Journal*, n.105, 1995.
- GREENWAY, D. Policy form: sand in the wheels of international finance: editorial note. *Economic Journal*, n.105, 1995.
- HICKS, J.R. A suggestion for simplifying the theory of money. In: CRITICAL essays in monetary theory. Oxford: Clarendon Press, 1967.
- _____. *Causality in economics*. New York: Basic Books, 1979.
- KENEN, P. Capital controls, the SEM and the MEU. *Economic Journal*, n.105, 1995.
- KEYNES, J.M. *A treatise on money II*. London: Macmillan, 1930.

KEYNES, J.M. *The collected writings of John Maynard Keynes*/ed. by D. Moggridge. London: Macmillan, 1980. v.25.

WILLIAMSON, J. Exchange rate management: the role of target zones. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, n.77, 1987.

Resumo

O presente artigo elabora, a partir de Keynes, uma proposta de reformulação da ordem monetária internacional, de modo a diminuir os efeitos negativos da especulação cambial e a fomentar o crescimento econômico. O trabalho também examina criticamente propostas alternativas atualmente em debate e, particularmente, evidencia os limites da Taxa de Tobin.

Palavras-chave: Sistema monetário internacional; Taxa cambial (Taxa de Tobin); Especulação – Câmbio; Keynes, John Maynard, 1883-1946; Tobin, James, 1918-.

Abstract

The article presents a Keynes-based proposal of reform of the international monetary system. This reformed system would be able to curb currency speculation and to support economic growth. The paper also approaches, in a critical way, some of the alternative proposals currently under debate, particularly throwing evidence on the limits of the Tobin tax.

Key-words: International monetary system; Currency speculation; Tobin tax; Keynes, John Maynard, 1883-1946; Tobin, James, 1918-.