

INSTITUCIONALIDADE E EFICIÊNCIA DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS EM ECONOMIAS ABERTAS – A POSIÇÃO DE KEYNES

Valdir Dainez¹

André Rodrigues Iusif Daines²

RESUMO: Esse artigo pretende identificar em Keynes as condições necessárias para a eficiência das políticas macroeconômicas em economias abertas. Para ele, a plena operacionalidade dessas políticas depende da existência de um dado aparato institucional. Essa institucionalidade - necessária para a eficiência destas políticas econômicas - estava presente no pós-guerra, mas foi sendo destruída ao longo do último quartel do século XX, contribuindo para o aumento da instabilidade do sistema capitalista.

PALAVRAS CHAVES: Políticas Macroeconômicas; Macroeconomia keynesiana; Instabilidade Econômica; Keynes.

ABSTRACT: This paper intends to identify in Keynes the necessary conditions for the efficiency of macroeconomic policies in open economies. For him, the full operability of these policies depends on the existence of a given institutional apparatus. This institutionality – necessary for the efficiency of these economic policies - was present in the postwar period, but have been destroyed throughout the last quarter of the twentieth century, contributing to the increase of the instability of the capitalist system.

KEY WORDS: Macroeconomic Policies; Keynesian macroeconomics; Economic instability; Keynes.

Data da submissão: 28-10-2019

Data do aceite: 12-12-2019

JEL Classification: E12; E32; E42; E44.

1. INTRODUÇÃO

O objetivo desse artigo é discutir quais são, segundo Keynes, as condições institucionais necessárias para a eficiência das políticas macroeconômicas que têm por objetivo induzir uma trajetória de crescimento próxima ao pleno emprego e evitar crises.

O que se pretende mostrar é que a eficiência daquelas políticas macroeconômicas que Keynes propôs em sua “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, de 1936, pressupõe a existência de um arcabouço institucional determinado.³ Esta questão, das condições institucionais necessárias para a autonomia das políticas monetárias, embora não tenha sido tratada de maneira explícita e articulada, está presente nos seus escritos do período compreendido entre 1942 e 1944. São escritos, documentos e conferências que tinham como pano de fundo a preocupação e o empenho do autor com a arquitetura de uma nova ordem internacional que deveria resultar da Conferência de Bretton Woods. É neste contexto, de tentativa de criação de um ambiente internacional propício às políticas domésticas de crescimento, que Keynes é levado a considerar as condições institucionais necessárias para a eficiência das políticas macroeconômicas. Serão de particular interesse para os objetivos aqui propostos os seguintes trabalhos de Keynes

¹ Professor do Centro de Economia e Administração (CEA) da Pontifícia Universidade Católica de Campinas (PUC - Campinas).

² Professor de Economia da Universidade Metodista de Piracicaba e da Pós-Graduação *Latu Sensu* do Centro de Economia e Administração da PUC-Campinas.

³ Após a publicação da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, em 1936, Keynes só publicou três trabalhos, em 1937, que tinham a intenção de refutar críticas e esclarecer alguns pontos que ele julgava pouco claros na Teoria Geral e de avançar em outros. Um enfarto, em 1937, afastou-o das atividades acadêmicas, intelectuais e políticas até os anos 1940, quando ele retornaria plenamente às atividades. Dois artigos, escritos em 1937, são fundamentais para entender a essência da sua contribuição e aqui foram amplamente utilizados: “The General Theory of Employment” (1937a) e “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest” (1937b).

desse período: “Proposals for an International Currency (or Clearing) Union” (1942), “Proposals for an International Clearing Union” (1943) e “The International Monetary Fund” (1944).

Para materializar este objetivo, o artigo está dividido em três seções. A primeira reconstitui a discussão de Keynes sobre os determinantes dos níveis de produção, emprego e renda a partir do princípio da demanda efetiva, mostrando como o autor concebe a instabilidade como atributo inerente ao funcionamento normal das economias capitalistas.

A segunda discute as políticas macroeconômicas como instrumentos que o Estado dispõe para cumprir seu papel de estabilizar a economia e induzir uma trajetória próxima do emprego pleno. Para que estes objetivos pudessem se materializar numa economia aberta, Keynes defendia a criação de um arcabouço institucional apropriado para que o Estado pudesse executar tais políticas com autonomia e eficiência. Como será discutido, é este alicerce que Keynes tentou estabelecer em sua proposta para a criação da União Internacional de Compensações.

Por fim, pretende-se mostrar que esse arcabouço institucional estava, em parte, presente no pós-guerra, mas foi sendo destruído ao longo do último quartel do século XX, contribuindo para o aumento da instabilidade do sistema capitalista.

Frente às transformações pelas quais tem passado o capitalismo contemporâneo, desde o último quartel do século XX, se coloca uma questão crucial: ainda há espaço, mesmo sob uma estrutura institucional apropriada, para os Estados Nacionais praticarem uma política macroeconômica autônoma e eficiente?

2. DEMANDA EFETIVA, DETERMINANTES DOS NÍVEIS DE PRODUÇÃO E RENDA E INSTABILIDADE SISTÊMICA

Para Keynes (1991), supondo-se uma economia fechada e sem atividades governamentais, são os gastos em consumo e investimento que determinam os níveis de produção e renda e – supondo-se o progresso técnico e a duração da jornada de trabalho como constantes – também o nível de emprego. Essa afirmativa é bastante trivial, uma vez que a produção nacional é composta pela soma das produções de bens de consumo e bens de investimento ou de capital. A quantidade de bens de consumo que são produzidas e vendidas é, por sua vez, determinada pelos gastos de consumo de um dado país e, da mesma forma, a quantidade de bens de investimento que são produzidos e vendidos é função dos gastos em investimento desse mesmo país. Uma vez que a produção agregada é igual à renda agregada, conclui-se que são os gastos em investimento e consumo que determinam os níveis agregados de produção e renda. A partir dessa determinação, pode-se inferir o princípio da demanda efetiva de Keynes, que postula que são os gastos que determinam a renda (KEYNES, 1991).

Se numa economia que, por suposição provisória, é fechada e sem atividades governamentais, toda renda fosse sempre gasta, toda produção seria vendida e a economia estaria ao longo do tempo orbitando numa trajetória de crescimento com pleno emprego da capacidade produtiva.⁴

Para Keynes, porém, a possibilidade de pleno emprego é bastante remota dado que normalmente uma parte da renda não é gasta, mas sim poupada.

A primeira razão que explica a poupança de uma parte da renda é que nem toda renda de um indivíduo é despendida em consumo. O montante da renda gasto em consumo depende, em primeiro lugar, do nível de rendimento e, depois, de outros fatores que Keynes considera secundários. Assim, se a renda não muda, o consumo pouco varia no curto prazo.

Outros autores, porém, tem argumentado que no capitalismo moderno as próprias empresas tratam de tentar dinamizar o consumo, seja por meio da criação de novos produtos, seja por meio da inovação de produtos já existentes com o intuito de ampliar a obsolescência ou depreciação tecnológica dos produtos (MÉSZÁROS, 1989).

Outros ainda argumentam que os episódios de inflação de ativos, tema que será tratado adiante, alteram a determinação tanto do consumo como da renda.

A segunda razão que explica porque nem toda renda é gasta deve-se ao fato que parte dela é utilizada como reserva de valor, ou seja, entesourada⁵, mantida na forma líquida. Mas porque alguém manteria seu dinheiro na forma estéril?

⁴ Perceba-se que não necessariamente a plena utilização do aparato produtivo implicaria no pleno emprego da força de trabalho, uma vez que pode haver uma desproporção qualitativa entre as estruturas de oferta e demanda por emprego.

⁵ Por entesouramento, Keynes entende conservar em mãos saldos ociosos em moeda, ao invés de aplicar esse dinheiro em outras formas de ativos que gerem algum rendimento.

Isto porque uma característica conhecida do dinheiro como uma reserva de valor é a de ser estéril; enquanto praticamente todas as outras formas de manter riqueza produzem algum juro ou lucro. Por que alguém fora de um manicômio desejaria usar o dinheiro como reserva de valor? ⁶ (KEYNES, 1937a, p. 215-216).

A resposta de Keynes é que, em parte por motivos racionais e em parte por razões instintivas, a preferência por liquidez é uma medida do grau de nossa desconfiança em relação aos nossos cálculos e convenções do que será o futuro. “A posse de dinheiro real acalma nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separar dele é a medida do grau de nossa inquietação”⁷ (Keynes, 1937a, p. 216). A moeda, assim, funciona como uma espécie de seguro contra as incertezas que o futuro pode trazer e o prêmio que tem que ser pago para convencer os indivíduos a não entesourarem, ou seja, para induzir as pessoas a manterem sua riqueza numa forma diferente do dinheiro é a taxa de juros. A taxa de juros, dessa forma, para Keynes, é o prêmio pago pela renúncia à liquidez (Keynes, 1991, Keynes, 1937a, Keynes 1937b) e sua determinação tem um vigoroso componente expectacional e psicológico (KEYNES, 1991).

Há outra razão ainda que explica porque uma parte da renda não é despendida em consumo. É que uma parte da renda é utilizada para compra de ativos.

O possuidor de dinheiro, convencido a não o consumir e a não o manter na forma líquida, intenciona adquirir algum tipo de ativo que lhe renda algum juro⁸ ou adquirir algum bem de capital que lhe possibilite obter lucro. Em outros termos, o possuidor do dinheiro - que tem a intenção em fazer com que seu dinheiro se valorize, ou seja, colocá-lo em circulação na forma de capital - conta com duas alternativas de valorização: adquirir bens de capitais ou comprar ativos. Keynes denomina a compra de ativos de especulação e a aquisição de bens de capital de investimento.

Racionalmente, o capitalista escolhe pela forma material que ele acredita que lhe trará maior retorno, descontando os riscos. Assim, se ele espera que um dado bem de capital gere uma taxa de retorno prevista — que Keynes denomina de eficiência marginal do capital ou taxa de lucro prevista — maior que as demais alternativas concorrentes e que compense o maior risco, ele investirá nesse bem de capital. Se ele espera que dada aplicação financeira lhe renda uma taxa de juros maior que as demais variedades de formas materiais de valorização, ele fará uma aplicação financeira, ou seja, especulará (KEYNES, 1991).

As várias formas de valorização da riqueza capitalista (através da compra de ativos ou bens de capitais) são apostas, sob condições de incerteza, de que, no momento da reconversão em dinheiro, poderão manter seu valor e ainda gerar um rendimento acima de seu custo de reposição. Essa reconversão em dinheiro, porém, não está garantida *a priori*.

Essas decisões de adquirir ativos ou bens de capitais são cruciais tanto para a manutenção e expansão da riqueza do capitalista, como para a economia. Dado que os níveis de produção, renda e emprego dependem dos gastos em consumo e investimento e, como os gastos em consumo são relativamente estáveis no curto prazo, a dinâmica capitalista, entendida como os níveis e as variações nos níveis de produção e renda, é dependente do investimento. Se o investimento flutua, ele arrasta consigo a produção, a renda e o emprego. É nessa dependência do investimento que reside, para Keynes, a razão da instabilidade das economias capitalistas, uma vez que a decisão de investir se assenta em bases precárias, estando sujeita a mudanças repentinas e violentas (KEYNES, 1991).

As decisões de se adquirir bens de capital dependem do preço de oferta dos bens de capital, da taxa de juros de longo prazo (no caso de financiamento de parte da aquisição desses bens de capitais) e dos rendimentos previstos desses bens de capital (que Keynes chamou de eficiência marginal do capital). Por outro lado, dependem também da taxa de juros de mercado e dos preços e rendimentos previstos dos demais ativos.

⁶ “For it is a recognized characteristic of Money as a store of wealth that it is barren; whereas practically every other form of storing wealth yields some interest or profit. Why should anyone outside a lunatic asylum wish to use Money as a store of wealth?”

⁷ “The possession of actual money lulls our disquietude; and the premium which we require to make us part with Money is the measure of the degree of our disquietude”.

⁸ Keynes denomina taxa de juros o retorno esperado dos vários tipos de ativos e não somente do dinheiro. A taxa de juros do dinheiro, porém, é uma taxa de juros especial, na medida em que o dinheiro é a forma mais pura da riqueza capitalista, a liquidez por excelência. Nesse sentido, para ele, o retorno esperado (lucro ou juro) de qualquer ativo (r) pode ser medido pela diferença entre os rendimentos ou produção esperados desse ativo ou bem de capital (p), descontado seu desgaste ou custo de manutenção (c), acrescido de seu prêmio de liquidez (l), portanto $r = p - c + l$. A singularidade da moeda em relação aos demais ativos e bens de capital é que, embora não produza nenhum tipo de rendimento, ela tem um custo de manutenção insignificante e um prêmio de liquidez substancial (KEYNES, 1991).

Dessa forma, a decisão de portfólio do capitalista depende das expectativas quanto ao rendimento previsto desses ativos e bens de capital. Como para Keynes o futuro é incerto — e por incerteza ele entende a completa ausência de possibilidade de cálculo probabilístico sobre a ocorrência de um dado evento —, o capitalista tem que procurar basear sua expectativa de longo prazo em critérios mais ou menos objetivos. Para tanto, procura seguir a opinião da maioria, ou seja, seguir a convenção reinante no mercado em um dado momento, a projetando para o futuro e modificando-a somente à medida que tenha razão para esperar alguma mudança (KEYNES, 1937A, KEYNES, 1991).

Normalmente, os empresários formam suas expectativas levando-se em conta a experiência passada e atual (nível de vendas, taxa de lucro, custos etc.), admitindo que tal estado dos negócios permanecerá indefinidamente, até que eles tenham razões mais ou menos objetivas para esperar mudanças. Este tipo de procedimento convencional requer, todavia, pelo menos uma condição: a relativa estabilidade do contexto onde as expectativas se formam. Se o ambiente em que as expectativas se formam for instável, a convenção será quebrada e os empresários terão que formar suas expectativas de outras formas. Nesse caso, normalmente os capitalistas adotarão uma postura defensiva, até que o critério convencional anterior, ou um novo critério convencional, se imponha (POSSAS, 1993).

O critério convencional, porém, não esgota os critérios que governam a formação das expectativas de longo prazo. Estas contemplam ainda um componente subjetivo, o qual explica predominantemente a enorme volatilidade do nível de investimento e que é fundamental para explicar suas flutuações bruscas e violentas. A este componente abstrato e não convencional das expectativas de longo prazo Keynes denominou *estado de confiança* (Keynes, 1991). É por meio do estado de confiança que a incerteza, enquanto incalculável, afeta as expectativas de longo prazo. Na medida em que o futuro é incerto e incalculável, qualquer modificação no estado de confiança pode conduzir a violentas flutuações do investimento e, em consequência, dos níveis de produção, renda e emprego. Nas palavras de Keynes:

O estado da expectativa de longo prazo, sobre o qual nossas decisões são baseadas, não depende unicamente, portanto, do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende também da confiança com a qual fazemos este prognóstico — à medida que avaliamos a probabilidade de nosso melhor prognóstico revelar-se completamente errado. Se esperamos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa que essas mudanças irão tomar, então nossa confiança será fraca (KEYNES, 1991, p.148).⁹

Assim, as decisões de investimento estão inseridas num contexto mais amplo das formas materiais em que as decisões de portfólio se concretizam no horizonte do processo de valorização da riqueza capitalista e são determinadas pela relação entre a eficiência marginal dos vários tipos de capital (taxa de lucro prevista) e o complexo de taxas de juros dos vários tipos de ativos.

O estado das expectativas de longo prazo afeta o investimento tanto através de sua influência sobre a eficiência marginal do capital, como também através de sua influência sobre as taxas de juros (via motivos precaução e especulação). Num mundo dominado pelos hábitos financeiros capitalistas, a incerteza é o principal determinante da evolução do emprego e da renda (MINSKY, 1975).

3. INSTITUCIONALIDADE E CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS EM ECONOMIAS ABERTAS

Como, para Keynes, a economia capitalista é inerentemente instável e tende a permanecer operando numa órbita abaixo do pleno emprego, é função do Estado tentar tanto evitar as crises, como induzir uma trajetória de crescimento dos níveis de produção e renda o mais próximo possível do emprego pleno. Para tanto, é necessário que se induza o aumento da demanda efetiva, ou seja, os gastos em consumo e investimento. Se o Estado conseguir

⁹ “The state of long-term expectation, upon which our decisions are based, does not solely depend, therefore, on the most probable forecast we can make. It also depends on the *confidence* with which we make this forecast — on how highly we rate the likelihood of our Best forecast turning out quite wrong. If we expect large changes but are very uncertain as to what precise form these changes will take, then our confidence Will be weak” (Keynes, 1991, p.148).

induzir um aumento no investimento, esse, via efeito multiplicador, vai determinar um aumento na renda maior que o aumento do investimento (Keynes, 1991).¹⁰

Para atingir esses objetivos, o Estado dispõe de três políticas: a monetária, a cambial e a fiscal.

Em sua Teoria Geral (Keynes, 1991), Keynes defendia que a política monetária deveria ser executada de tal forma que seu resultado fosse um excesso de liquidez em relação à demanda, determinando uma taxa de juros baixa.

O nível da taxa de juros do dinheiro é determinado pela interação entre a oferta e demanda por moeda.

A demanda por liquidez, embora seja determinada por três motivos, depende essencialmente do que Keynes chamou de motivos precaução e especulação.¹¹ A demanda precaucional por moeda se refere à posse da moeda como uma espécie de seguro contra as incertezas, enquanto a demanda especulativa por moeda diz respeito à demanda por moeda com o objetivo de especular, ou seja, valorizá-la na esfera financeira. A demanda especulativa depende tanto da taxa de juros esperada, como do preço dos outros ativos. A incerteza quanto ao futuro afeta esses dois motivos para se reter moeda (KEYNES, 1991).

Embora a criação de moeda manual seja legalmente monopólio do Estado, nas economias capitalistas avançadas a moeda cada vez mais toma a forma de crédito. É por isso que para Keynes, em última instância, a determinação da taxa de juros depende da preferência por liquidez do público em relação à oferta de moeda por parte dos bancos. Em suas palavras:

Dr. Herbert Bab sugeriu-me que se poderia considerar a taxa de juros como determinada pela interação dos termos sobre os quais o público deseja tornar-se mais ou menos líquido e e aqueles sobre os quais o sistema bancário está pronto para se tornar mais ou menos ilíquido. Esta é, penso eu, uma forma iluminadora de expressar a teoria da liquidez da taxa de juros; mais particularmente no campo das 'finanças' (KEYNES, 1937b, p. 666).¹²

A taxa de juros, portanto, vai depender da preferência do público em manter saldos ociosos em mãos em relação à oferta de moeda disponível. Dessa forma, se há um aumento da propensão ao entesouramento e os bancos não ampliam a oferta de crédito, haverá uma elevação da taxa de juros e uma baixa do preço dos ativos de capital que não sejam dinheiro, até que os agentes econômicos desistam de vendê-los ou deixem de comprá-los. A taxa de juros, assim, leva a uma modificação dos preços monetários de outros ativos de capital, de modo a equiparar a atração de retê-los à de reter dinheiro (Keynes, 1937b).

Ora, a política monetária, dessa forma, deve intervir sobre a liquidez de forma a permitir, em cada momento, que uma dada magnitude da propensão a entesourar seja atendida por uma oferta de moeda mais que suficiente, de forma que não haja aumento da taxa de juros, mas, pelo contrário, redução. É óbvio, entretanto e como frisa Aglietta (1995), que a manutenção de certo excesso de liquidez sempre tem que preservar as convenções que garantem a credibilidade do padrão monetário.

Uma taxa de juros do dinheiro baixa pode ter dois efeitos positivos sobre as decisões de investir: o primeiro ao baratear o financiamento do investimento e o outro ao tornar a opção de adquirir títulos que rendem juros menos atraentes. Uma taxa de juros muitíssimo baixa, porém, pode não ser suficiente para induzir um aumento do investimento, dado que a compra de bens de capital depende do nível da taxa de lucro esperada, ou seja, da eficiência marginal do capital. Mesmo uma taxa de juros negativa e uma expectativa de rendimento dos demais ativos também negativos, são por si só, insuficientes para determinar um aumento do investimento, já que esse depende de uma expectativa de retorno positiva e que ainda compense os riscos envolvidos (KEYNES, 1991).

¹⁰ Um aumento ΔI no investimento (I) leva a um aumento na renda (Y) de $\Delta Y = \Delta I \cdot k$. O valor do multiplicador (k) vai depender do valor da propensão marginal a consumir da comunidade – a propensão marginal a consumir ($\Delta C / \Delta Y$) mede quanto varia o consumo (ΔC) quando há uma variação na renda (ΔY). O valor do multiplicador pode ser calculado como $k = \frac{1}{1 - \Delta C / \Delta Y}$.

¹¹ A preferência por liquidez para atender o motivo transação é relativamente constante, pois depende primordialmente do nível de renda e produção agregada. No seu Tratado sobre a Moeda (Keynes, 1979), Keynes distinguiu dois circuitos de circulação da moeda. O circuito industrial diz respeito à demanda por moeda necessária para permitir a circulação dos bens e serviços produzidos dentro de um país. O circuito financeiro inclui a demanda por moeda para atender às operações com ativos financeiros. Enquanto a moeda é essencialmente um meio de troca no primeiro circuito, ao passar ao circuito financeiro ela se transforma em um ativo. Na Teoria Geral (Keynes, 1991), a circulação industrial dá lugar à demanda por moeda para atender ao motivo transação, enquanto a circulação financeira refere-se à demanda para atender aos motivos precaução e especulação.

¹² “Dr. Herbert Bab has suggested to me that one could regard the rate of interest as being determined by the interplay of the terms on which the public desires to become more or less liquid and those on which the banking system is ready to become more or less unliquid. This is, I think, an illuminating way of expressing the liquidity-theory of the rate of interest; but particularly so within the field of ‘finance’” (KEYNES, 1937b, p. 666).

Para Keynes, dessa forma, embora a melhor política monetária possível possa ser insuficiente para evitar uma crise ou para manter a economia funcionando num elevado nível de emprego, uma política monetária equivocada pode ser catastrófica pela sua repercussão negativa sobre as decisões de investir.

O controle da liquidez e da taxa de juros é, assim, a pedra angular de uma eficiente política macroeconômica. Mas o controle da taxa de juros, em uma economia aberta, só é possível na medida em que exista controle sobre os fluxos de capitais e autonomia para a realização da política cambial.

Num discurso pronunciado na Câmara dos Lordes do Parlamento Britânico, em 1944,¹³ Keynes defendia a posição de que, para que se possa reter o controle da taxa interna de juros, a fim de mantê-la tão baixa quanto convier aos propósitos da política nacional, seria necessário blindá-la da interferência dos fluxos e refluxos de capitais especulativos ou de curto prazo. Na ausência de controle sobre esses fluxos, a entrada e saída de capitais pode obrigar a autoridade monetária a elevar a taxa de juros com o intuito de evitar fugas de capital (Keynes, 2013). Assim, a autonomia da política monetária supõe o controle sobre a conta de capital.

No mesmo discurso, Keynes também defendia que a fixação da taxa de câmbio deveria ser o produto da decisão da política doméstica e não de imposição externa, o que também tinha como pré-condição a existência dos controles sobre capitais. Somente o controle na conta de capital impediria que a entrada e saída de um grande volume de capitais especulativos pressionassem pela valorização ou desvalorização da taxa de câmbio (KEYNES, 2013).

Para ele, a existência de controles sobre a conta de capital é fundamental para que haja soberania da política monetária doméstica. Por sua vez, a garantia do cumprimento dos controles sobre os fluxos de capitais, muitas vezes, depende da fiscalização ou até do controle das demais transações do Balanço de Pagamentos (Keynes, 2013). Keynes temia que, sem fiscalização, a existência da plena conversibilidade nas contas correntes tornaria problemáticos os controles de capital, uma vez que possibilitaria canalizar transações da conta de capital como se fossem transações em conta corrente, por exemplo, através do superfaturamento das importações e do subfaturamento das exportações (DAINEZ E DAINÉZ, 2014).

A liberdade para executar uma política cambial independente era importante para se liberar as demais políticas macroeconômicas para buscar outros objetivos. Nesse sentido, é fundamental a fixação de uma taxa de câmbio “equilibrada”, no sentido de que não produza déficits recorrentes na balança comercial e de serviços que tenham, uma hora ou outra, que ser financiados por atração de fluxos de capitais especulativos. A existência de déficits na balança de comércio e serviços muitas vezes torna necessário o financiamento por capitais de curto prazo, exigindo um aumento da taxa de juros para atraí-los, o que será incompatível com o objetivo da política macroeconômica de evitar crises ou de induzir uma trajetória de crescimento a mais próxima possível do emprego pleno.

Dessa maneira, para compatibilizar os “equilíbrios” interno (pleno emprego) e externo (Balanço de Pagamentos), é necessário criar uma espécie de dique que proteja o país das turbulências externas.

Foi essa, entre outras, a intenção de Keynes ao elaborar seu Plano¹⁴ para a arquitetura da nova ordem internacional, que ele sonhara que poderia emergir do Acordo de Bretton Woods.

O Plano de Keynes previa a criação de uma União Internacional de Compensações (*a International Clearing Union*) que emitiria uma moeda bancária (o *bancor*), que não seria livremente conversível em ouro e à qual estariam referidas as demais moedas nacionais. A cada país, de acordo com sua participação no comércio internacional, caberia inicialmente certa cota de *bancor*. *Superávits* ou *déficits* no balanço de pagamentos corresponderiam, sucessivamente, a acréscimos ou reduções nas cotas de *bancor* dos bancos centrais junto à *Clearing Union*. Para se evitar ajustamentos deflacionários no balanço de pagamentos e para permitir compatibilizar as políticas de pleno emprego com certo equilíbrio no balanço de pagamentos, o Plano Keynes permitia desvalorizações cambiais e a adoção de restrições cambiais e comerciais. Ao mesmo tempo, como complemento à flexibilidade do câmbio e à possibilidade de controle cambial e comercial, o Plano contaria com um emprestador de última instância em âmbito internacional. A *Clearing Union* contaria com um grande volume de recursos para financiamento dos balanços de pagamentos dos países deficitários. Os recursos para o financiamento viriam dos países superavitários: países com constantes superávits seriam obrigados a financiar os direitos de saque dos países deficitários (KEYNES, 1969a, KEYNES, 1969b).

¹³ “The International Monetary Fund” (KEYNES, 2013).

¹⁴ “Proposals for an International Currency (or Clearing) Union”, de fevereiro de 1942 (KEYNES, 1969a) e “Proposals for an International Clearing Union” de abril de 1943 (KEYNES, 1969b).

Obrigar os países superavitários a financiar os deficitários fazia parte do sonho de Keynes de transformar o comércio internacional de uma forma desesperada para manter o emprego interno através da busca pelo superávit da balança comercial — deslocando o problema para os parceiros comerciais —, para um livre intercâmbio de mercadorias em condições de vantagens mútuas (KEYNES, 1991).

Os controles sobre as contas de transações correntes e de capital são fundamentais para permitir que os países possam se ajustar sem comprometer o crescimento da riqueza e para permitir autonomia às políticas macroeconômicas. Os controles, ao permitirem aos países ajustar seu Balanço de Pagamentos através deles, liberam as políticas monetárias, cambial e fiscal para perseguir outros objetivos, como o crescimento da produção, emprego e renda. É por isso que Keynes defendeu, em Bretton Woods, que os países deveriam ter a liberdade de praticar controles sobre a conta de capital e de transações correntes e liberdade para ajustar a taxa de câmbio. Só assim, pensava ele, os países poderiam liberar suas políticas fiscal e monetária para perseguir o seu objetivo mais nobre, ou seja, o crescimento da produção, emprego e renda agregados (DAINEZ E DAINES, 2014).

Uma política monetária e cambial adequada, contudo, é apenas uma pré-condição e deve ser acompanhada por uma política fiscal expansionista que tenha como objetivo induzir o investimento.

Para Keynes, o Estado, como forma de evitar crises ou de induzir uma trajetória de crescimento, deveria aumentar seus gastos de forma a ampliar a demanda efetiva total e, com ela, os níveis de produção, renda e emprego, nem que, para isso, tenha que incorrer em déficit ou endividamento, uma vez que o aumento dos níveis de produção e renda leva a um aumento posterior da arrecadação que pode compensar o déficit ou o endividamento (KEYNES, 1991).

Se essa política fiscal expansionista de aumento do gasto do Estado conseguir induzir, além de um aumento no consumo, um aumento do investimento — já que o aumento da demanda leva a um aumento das vendas e do lucro e a uma possível melhora das expectativas quanto ao futuro —, a economia poderá se aproximar de um estado de pleno emprego.

Mas qual a convicção de Keynes de que as políticas macroeconômicas, mesmo sob um arcabouço institucional apropriado, seriam suficientes para amenizar a instabilidade sistêmica do capitalismo e para induzir uma trajetória duradoura de emprego próxima do pleno?

Achava ele que essas políticas, embora pudessem evitar um aprofundamento de uma crise e mesmo induzir o crescimento, não seriam suficientes para evitar a deflagração de crises e nem para garantir o pleno emprego. A única forma segura de se conseguir esses objetivos seria mediante uma política radical de controle público dos investimentos:

O Estado terá de exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte, através do seu sistema de tributação, em parte fixando a taxa de juros, e em parte, talvez, de outras formas. Além disso, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros será suficiente por si só para determinar uma taxa de investimento ideal. Penso, portanto, que uma socialização do investimento bastante abrangente será o único meio de assegurar uma aproximação ao pleno emprego; embora isso não exclua todo tipo de compromissos e de dispositivos pelos quais a autoridade pública possa cooperar com a iniciativa privada (KEYNES, 1991, p.378).¹⁵

Não há explicação adicional de Keynes sobre a forma como se daria esse controle sobre o investimento por parte do Estado, mas ele deixa claro que não se trata do Estado assumir a propriedade dos meios de produção, mas apenas de determinar o montante agregado que será destinado ao investimento e sua taxa de remuneração (KEYNES, 1991).

Esses controles centrais necessários para esse fim exigirão uma considerável extensão das funções do Estado, porém, essa é, para ele, a única forma de se evitar a destruição total das instituições econômicas atuais (KEYNES, 1991).

¹⁵ "The State will have to exercise a guiding influence on the propensity to consume partly through its scheme of taxation, partly by fixing the rate of interest, and partly, perhaps, in other ways. Furthermore, it seems unlikely that influence of banking policy on the rate of interest Will be sufficient by itself to determine an optimum rate of investment. I conceive, therefore, that a somewhat comprehensive socialization of investment will prove the only means of securing an approximation to full employment; though this need not exclude all manner of compromises and of devices by which public authority will co-operate with private initiative" (KEYNES, 1991, p.378).

4. INSTITUCIONALIDADE INTERNACIONAL E EFETIVIDADE DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

A proposta de Keynes para a arquitetura de uma nova ordem mundial no pós-guerra foi rejeitada. Parte dela, todavia, acabou sendo incorporada no Acordo de Bretton Woods: uma relativa flexibilidade cambial¹⁶, controles dos fluxos de capitais e permissão provisória para controlar as transações correntes.

Não obstante as contradições internas do Acordo, os controles sobre as transações correntes e sobre os movimentos de capital, ao permitirem uma relativa separação entre as políticas macroeconômicas de cada nação e o mercado externo, liberaram os governos nacionais a perseguirem outros objetivos de política macroeconômica – como o crescimento e o pleno emprego – que não a estabilidade da taxa de câmbio e o ajustamento do Balanço de Pagamentos.

Mas não foram apenas essas as razões para o sucesso das políticas keynesianas. A eficiência das políticas econômicas nacionais estava alicerçada sobre um rígido controle sobre a moeda de crédito e o sistema financeiro (GUTTMAN, 1999).

Desde a Crise de 1929/33, tanto nos EUA, como nos demais países desenvolvidos, houve um intenso processo de regulação do mercado financeiro, para evitar que crises como aquela se repetissem e causassem risco sistêmico. Essa regulação bancária e financeira progrediu até os anos 70 do século XX.¹⁷

A interação entre controle sobre os fluxos de capital e regulação do sistema financeiro e cambial foi um dos ingredientes essenciais na viabilização do período de intenso crescimento e estabilidade das economias capitalistas no imediato pós-guerra, conhecido como Anos Dourados ou Anos Gloriosos (1945-1973).¹⁸

Porém, tanto a erosão dessa estrutura institucional, como as transformações pelas quais passou o capitalismo, coloca em xeque a eficiência dessas políticas macroeconômicas.

Depois do esgotamento do ciclo de crescimento e do recrudescimento da inflação, já sob as cinzas de Bretton Woods, a partir dos anos 80 do século XX, ocorre um intenso processo, liderado pelos EUA, de liberalização dos mercados financeiros e cambiais e dos fluxos de capital, que se estende até hoje. Crescentemente, monetarismo e liberalismo têm substituído as práticas de política de inspiração keynesiana. A mudança de estratégia da política monetária acabou minando a regulação sobre a moeda de crédito, que foi fundamental para o período de crescimento acelerado do imediato pós-guerra.

A alta mobilidade adquirida pelos fluxos de capital tornou insustentável a manutenção de taxas fixas de câmbio, de forma que países que optam por um regime cambial não flexível só o podem fazer mediante o sacrifício da autonomia de sua política doméstica. Porém, nem todos os países que optaram por taxas de câmbio flexível foram afetados de maneira idêntica, uma vez que o sacrifício de autonomia da política monetária é inversamente proporcional à aceitação da moeda do país no mercado internacional (EICHENGREEN, 1996).

Num ambiente internacional em que os mercados financeiros, por conta dos avanços das tecnologias da comunicação, estão cada vez mais integrados, o fim dos controles sobre a conta de capital permitiu ampla liberdade aos fluxos de capitais para se movimentarem na economia internacional, ao mesmo tempo em que o processo de desregulamentação e liberalização do sistema financeiro permitiu que as instituições financeiras bancárias e não-bancárias pudessem criar inovações financeiras que permitem a esses capitais amplas possibilidades de valorização. Esse movimento, que tem sido chamado de globalização financeira, aumentou sobremaneira a suscetibilidade a crises financeiras do capitalismo, pois facilitou os episódios de inflação de ativos (DAINEZ E DAINEZ, 2014).

Nos períodos de expansão, em que a renda e o crédito aumentam, empresas, famílias, fundos de pensão, fundos mútuos e demais especuladores canalizam grande parte do poder de compra para a aquisição de ativos, na expectativa de ganhos puramente patrimoniais. O aumento concentrado da demanda por eles acaba dando início a um

¹⁶ Esta relativa flexibilidade cambial estava muito longe da pretendida por Keynes. Ela previa que a paridade estabelecida podia flutuar dentro de uma banda de 1% para mais ou para menos e, em caso de “desequilíbrio fundamental” e mediante a aprovação do FMI, a taxa de câmbio poderia ser corrigida em até 10%.

¹⁷ Se essa crescente regulação sobre o mercado financeiro não evitou a eclosão de novas crises, ela, ao menos, reduziu sensivelmente a profundidade das crises, ao limitar o financiamento da especulação pelo mercado financeiro e, assim, diminuir a fragilização financeira dos bancos.

¹⁸ Muito embora tenha sido um período excepcional do desenvolvimento capitalista – caracterizado pela exportação de capital produtivo e pela eclosão de uma onda de inovações que explicam o vultoso crescimento do investimento público e privado –, não há dúvida que as políticas keynesianas foram eficientes e tiveram um papel central nas altas taxas de crescimento da produção e da renda e no baixo desemprego que experimentaram a maioria das nações capitalistas nesse período.

processo de inflação de ativos. A valorização fictícia dos ativos em posse de famílias e empresas tende a se refletir nas decisões correntes de consumo e investimento dessas unidades econômicas, reforçando o ciclo expansivo. À medida que progride o ciclo expansivo, a inflação de ativos tende a se auto reforçar. O aumento dos preços dos ativos, ao confirmar a expectativa de ganhos dos especuladores, tende a induzir a compra de novos ativos. O crescimento da demanda, daí derivada, amplia o preço dos ativos (AGLIETTA, 1995).

A inflação de ativos, se por um lado, tem efeitos positivos sobre as decisões de gasto agregado, tende a criar, por outro, uma fragilização financeira crescente. Isto tanto porque grande parte das posições no mercado financeiro são altamente alavancadas, como também porque o efeito riqueza proporcionado pela inflação de ativos induz empresas e famílias ao endividamento crescente.

O crescimento econômico, assim, é acompanhado por desequilíbrios crescentes. Como em qualquer outro ciclo expansivo, cedo ou tarde, pode ocorrer uma mudança nas expectativas que leva à reversão da inflação de ativos. A queda dos preços dos ativos atinge o sistema bancário, bem como empresas e famílias. Para as empresas e famílias, a deflação de ativos, ao reduzir a relação entre ativos totais/endividamento, leva-os a reduzir os gastos em consumo e investimento. Para os bancos, que graças à desregulamentação e a liberalização se transformaram nos grandes financiadores da especulação, a queda dos preços dos ativos leva a uma depreciação de suas garantias contratuais. A reação do sistema bancário ao aumento do endividamento das famílias e empresas e à deterioração na qualidade de seus ativos é uma retração violenta do crédito (AGLIETTA, 1995). Inicia-se, assim, uma recessão que pode atingir proporções violentas e até mesmo determinar uma crise bancária, dependendo do envolvimento do setor bancário para com a especulação, da atitude da autoridade monetária e do grau do pânico instalado.

Esse processo de globalização financeira, ao tornar cada vez mais frequente as possibilidades de crises financeiras e, por extensão, ao ampliar a instabilidade, aumentou a demanda precaucional e especulativa por moeda e destruiu as normas institucionais que permitiam autonomia às políticas monetárias. A existência de um leque cada vez maior de ativos líquidos e com formas de rendimentos variáveis acabou também alterando o poder que a política monetária outrora tinha de influenciar as variáveis macroeconômicas.

Dentro desse quadro de ampliação da instabilidade sistêmica, de predomínio da lógica da valorização financeira e em que a regulação da economia é predominantemente privada, restaurar a eficiência das políticas monetárias requer ao menos que os países retomem um estrito controle sobre a moeda de crédito, o mercado de ativos financeiros e a conta de capital. Como não existe hoje perspectiva de que haverá qualquer movimento rumo a uma discussão de um novo arranjo para o sistema monetário internacional, a pergunta relevante é se há espaço para que os países, isoladamente, o façam dentro deste atual cenário de domínio do liberalismo e de predomínio das finanças desregulamentadas.

A resposta, provavelmente, é negativa. O consenso que viabilizou aquele arranjo de Bretton Woods e mesmo a constituição das sociais democracias só foi possível graças ao temor de uma nova crise, como a de 1929/33, e ao temor de que a revolução “socialista” pudesse atingir um número maior ainda de países.

Controles sobre capitais e uma maior regulação sobre o mercado financeiro e cambial estão ao alcance dos países e alguns os têm utilizado, mas a prática tem mostrado que essas medidas, por si só, não são mais hoje suficientes para conter a instabilidade, embora possam permitir ao menos recuperar, em parte, a eficiência das políticas macroeconômicas.

Talvez apenas a eclosão de uma grave crise internacional possa induzir as grandes potências a discutir uma nova arquitetura para o sistema monetário internacional.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Segundo Keynes, é função do Estado manejar as políticas monetária, cambial e fiscal com o objetivo de conter a instabilidade inerente ao funcionamento da economia capitalista e, ainda, induzir um aumento dos níveis de produção, emprego e renda o mais próximo possível do pleno emprego. A eficiência das políticas macroeconômicas, todavia, requer a existência de um arcabouço institucional apropriado. Mesmo sob essas condições, embora essas políticas possam reduzir a instabilidade e mesmo induzir o crescimento econômico, não são suficientes para evitar a

deflagração de crises e nem para garantir o pleno emprego. A única forma segura de se conseguir esses objetivos seria mediante uma considerável extensão das funções do Estado.

Durante o imediato pós-guerra, num ambiente internacional extraordinário, os controles sobre as transações correntes, sobre os movimentos de capital e sobre o mercado financeiro permitiram uma relativa separação entre as políticas macroeconômicas de cada nação e o mercado externo, libertando os governos nacionais a perseguirem objetivos internos de crescimento da produção, renda e emprego.

Ao longo do último quartel do século XX, todavia, a regulação pública dos mercados financeiros e cambiais foi dando lugar a uma regulação predominantemente privada e a busca da estabilidade dos preços substituiu o crescimento da produção e emprego como o objetivo da política econômica. O intenso processo de liberalização dos mercados financeiros, cambiais e dos fluxos de capital ampliou a instabilidade sistêmica e a suscetibilidade do capitalismo às crises financeiras, reduzindo o raio de manobra do Estado para praticar políticas macroeconômicas autônomas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, Michel. **Macroéconomie Financière**. Paris: La Decouverte, 1995.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. “O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados ‘Globalizados’”. In **Revista Economia e Sociedade**, número 4. Campinas: IE-UNICAMP, junho de 1995, p.11-20.
- DAINEZ Valdir Iusif e Dainez, André Rodrigues Iusif. **Economia Internacional**. Campinas: Alínea, 2014.
- EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital: A History of the International Monetary System**. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- _____. **Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods**. Cambridge: The MIT Press, 2006.
- GUTTMANN, R. **Finance-led Capitalism: shadow banking, re-regulation, and the future of global market**. New York: Palgrave Macmillan, 2016
- GUTTMAN, Robert. “As Mutações do Capital Financeiro”. In CHESNAIS, F. Org. **A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos**. SP: Xamã, 1999.
- KEYNES, John Maynard. “The General Theory of Employment”. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.51, Nº 2, February, 1937a, p. 209-223.
- _____. “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”. **Economic Journal**, Vol.47, December, 1937b, p. 663-669.
- _____. “Proposals for an International Currency (or Clearing) Union”, [February, 1942]. In HORSEFIELD J. K., ORG. **THE INTERNATIONAL MONETARY FUND - 1945-1965**. Vol III: Documents. Washington: International Monetary Fund, 1969a, p. 3-18.
- _____. “Proposals for an International Clearing Union” [April 1943]. In HORSEFIELD J. K., ORG. **THE INTERNATIONAL MONETARY FUND - 1945-1965**. Vol III: Documents. Washington: International Monetary Fund, 1969b, p.19-36.
- _____. **A Treatise on Money: I - The Pure Theory of Money**. Vol. 1 In: MOGGRIDGE, D., org. *Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol 5. Cambridge: Cambridge University Press, 1979 [1930].
- _____. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. New York: Harcourt Brace, 1991 [1936].
- _____. **Breve Tratado Sobre La Reforma Monetaria**. México: Fondo de Cultura Económica, 1992 [1923].
- _____. “The International Monetary Fund”. In. MOGGRIDGE, D. org. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Volume 26: Activities 1941–1946: Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations. Cambridge: Cambridge University Press, 2013 [1944], p. 146-154.
- MÉSZÁROS, István. **Produção Destrutiva e Estado Capitalista**, SP: Ed. Ensaio, 1989.
- MINSKY, Hyman Philip. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.
- _____. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven and London: Yale University Press, 1986.
- POSSAS, Mário Luiz. “Racionalidade e Regularidades: Rumo a uma Integração Micro-Macrodinâmica”. In **Revista Economia e Sociedade**, Campinas: UNICAMP, número 2, agosto de 1993, p. 59-80.