

Keynes:  
ensaios sobre os 80 anos da Teoria Geral

© dos autores  
1ª edição 2016

Direitos reservados a Tomo Editorial Ltda.

A Tomo Editorial publica de acordo com suas linhas e conselho editoriais  
que podem ser conhecidos em [www.tomoeditorial.com.br](http://www.tomoeditorial.com.br).

*Coordenação Editorial*  
João Carneiro

*Comercial*  
Marga Comassetto

*Revisão*  
(*textos em português*)  
Moira Revisões

*Projeto gráfico e diagramação*  
Tomo Editorial

*Capa*  
Atelier @Arte

---

K44 Keynes: ensaios sobre os 80 anos da Teoria Geral. / organizado por  
Fernando Ferrari Filho e Fábio Henrique Bittes Terra. – Porto  
Alegre : Tomo Editorial, 2016.  
288 p.

ISBN 978-85-9516-001-9

1. Economia. 2. Teoria Keynesiana. 3. Keynes, John Maynard. I.  
Ferrari Filho, Fernando. II. Terra, Fábio Henrique Bittes. IV. Keynes,  
John Maynard. V. Título.

CDU 330

---

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)**  
(Biblioteca Pública do Estado do RS, Brasil)

**Tomo Editorial Ltda.** | Fone/fax: +55 (51) 3227.1021  
Rua Demétrio Ribeiro, 525 | CEP 90010-310 | Porto Alegre | RS | Brasil  
[tomo@tomoeditorial.com.br](mailto:tomo@tomoeditorial.com.br) | [www.tomoeditorial.com.br](http://www.tomoeditorial.com.br)

# Keynes: ensaios sobre os 80 anos da Teoria Geral

*Organizadores:*  
**Fernando Ferrari Filho**  
**Fábio Henrique Bittes Terra**

**TOMO**  
EDITORIAL

Porto Alegre, 2016

# Sumário

## APRESENTAÇÃO

*Fernando Ferrari Filho, Fábio Henrique Bittes Terra* 7

## O RETORNO DE KEYNES

*Fernando Cardim de Carvalho* 13

## KEYNES:

o liberalismo econômico como mito

*Pedro Cezar Dutra Fonseca* 25

## INDUCTION AS KEYNES' METHOD

*Fernando Ferrari Filho, Fábio Henrique Bittes Terra* 51

## O DEBATE KEYNES-TINBERGEN:

relato histórico de uma controvérsia sobre a origem da econometria

*Rafael Galvão de Almeida* 71

## OFERTA DE MOEDA EM KEYNES

*Bruno Paim* 97

## A COHERENT KEYNESIAN APPROACH TO MACROECONOMICS WITH ENVIRONMENTAL ASPECTS

*Philip Arestis, Ana Rosa González-Martínez* 127

## POST KEYNESIAN MACROECONOMIC POLICY REGIME

*Philip Arestis, Fernando Ferrari Filho, Fábio Henrique Bittes Terra* 151

## HIERARQUIA DE MOEDAS E REDUÇÃO DA AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA EM ECONOMIAS PERIFÉRICAS EMERGENTES:

uma análise keynesiano-estruturalista

*Barbara Fritz, Luiz Fernando de Paula, Daniela Magalhães Prates* 177

*“Ideas shape the course of history”*

John Maynard Keynes

MR. KEYNES AND THE NEO-SCHUMPETERIANS:  
contributions to the analysis of the determinants of  
innovation from a Post-Keynesian perspective

*João Prates Romero* 203

DEMANDA EFETIVA, INVESTIMENTO E DINÂMICA:  
a atualidade de Kalecki para a teoria econômica

*Mario Luiz Possas* 235

PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA:

notas sobre as controvérsias entre Keynes e Kalecki

*Heitor Victor Silva Brinhosa, Lauro Mattei* 263

SOBRE OS AUTORES 281

- Keynes, J. M. (1971a). *A Tract on Monetary Reform (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume IV)*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1971b). *A Treatise on Money – the applied theory of money (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume VI)*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1972). *Essays in Persuasion (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume IX)*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1973). *The General Theory of Employment, Interest and Money (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume VII)*. London: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1979). *The General Theory and After: a supplement (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XXIX)*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1980a). *Activities 1940-1946: Shaping the Post-War world – employment and commodities (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XXVII)*. London: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1980b). *Activities 1940-1944: Shaping the Post-War world – The Clearing Union (The Collected Writings of John Maynard Keynes, XXV)*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1982). *The monetary policy of the Labour Party (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XXI)*. London: Macmillan.
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar.
- Marcuzzo, M. C.. (2010). Whose Welfare State? Beveridge versus Keynes. In: Backhouse, R.; Nishizawa, T. (eds.). *No Wealth but Life – Welfare Economics and the Welfare State in Britain, 1880-1945*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 189-206.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report.
- Sicsú, J. (2003). Políticas não monetárias de controle da inflação: uma proposta keynesiana. *Revista Análise Econômica*, 21(39), pp.115-136.
- Tily, G. (2006). Keynes' theory of liquidity preference and his debt management and monetary policies. *Cambridge Journal of Economics*, 30, pp.657-70.
- Tily, G. (2010). *Keynes Betrayed – the general theory, the rate of interest and Keynesian economics*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.

# Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiano-estruturalista<sup>1</sup>

Barbara Fritz

Luiz Fernando de Paula

Daniela Magalhães Prates

## 1. INTRODUÇÃO

Eichengreen e Hausmann (2005) apontam que os agentes econômicos tendem a concentrar seus portfólios internacionais em poucas moedas – dólar, euro, iene, libra e franco suíço – e têm apetite limitado para adicionar outras moedas nas suas carteiras, o que resulta na incapacidade das economias emergentes de emitir dívida denominada em sua moeda no mercado financeiro internacional (fenômeno denominado por esses autores de “pecado original”).<sup>2</sup> Por sua vez, Cohen (1998, 2004) adota o conceito de “pirâmide monetária” para classificar os diferentes tipos de moedas, que devem ser diferenciadas de acordo com o seu grau de “internacionalização monetária”.

Neste trabalho, em contrapartida, adota-se o conceito de hierarquia de moedas – mais amplo que o “pecado original” e mais restrito que a

1 Os autores agradecem a Luiz Carlos Bresser-Pereira, Antônio Carlos Macedo e Silva, Gary Dymksi e Mario Possas pelos comentários feitos a versões anteriores do trabalho. Erros remanescentes são de responsabilidade dos autores.

2 Com base na análise empírica de longo prazo, Eichengreen *et al* (2007) não encontram correlação entre o pecado original e falhas na política doméstica, como a qualidade institucional, a credibilidade monetária ou a solvência fiscal. A única variável robusta correlacionada com o pecado original nessa análise foi o tamanho do país. Outros resultados do estudo empírico desses autores foram: quanto maior o grau de pecado original, maior o grau de volatilidade financeira e do crescimento, e menor as taxas de crescimento de longo prazo; e, com isso, quanto maior o grau de pecado original, menor a renda per capita.

pirâmide de Cohen<sup>3</sup> –, que se refere à estrutura hierárquica do sistema monetário internacional, ou seja, nesse sistema a moeda-chave posiciona-se no topo da hierarquia uma vez que desempenha as três funções da moeda em âmbito internacional (meio de troca, unidade de conta e de denominação de contratos e reserva de valor). As moedas emitidas pelos demais países avançados estão em posições intermediárias na medida em que desempenham parcialmente essas funções. No extremo oposto, estão as moedas emitidas pelas economias emergentes, que não cumprem nenhuma dessas funções em âmbito internacional.

A posição de cada país nessa hierarquia molda fortemente sua autonomia para a adoção de políticas econômicas domésticas voltadas para o crescimento do produto e do emprego, com estabilidade e melhora da distribuição de renda. Ou seja, o arranjo institucional hierárquico do sistema monetário internacional (SMI) resulta numa assimetria monetária global.

Assim, também se pode usar a metáfora centro-periferia da literatura estruturalista do desenvolvimento – introduzida por Prebisch, 1949, e atualizada por Ocampo e Martin, 2003 – na caracterização da estrutura do SMI. A “condição periférica” resulta da inserção estrutural de uma economia na divisão internacional do trabalho, que se organiza em dois polos (centro e periferia). Tanto o “clássico” como o “neo” estruturalismo, de acordo com a taxonomia de Lustig, 1988, e Bielschowsky, 2015, analisam as assimetrias produtivas e tecnológicas decorrentes dessa condição (associadas às estruturas de produção, à criação e difusão do progresso técnico e aos padrões de distribuição de renda e criação de emprego). Ocampo (2001) foi o primeiro a aplicar essa metáfora para as relações financeiras e monetárias globais.

Neste ensaio, pretende-se reunir essa perspectiva estruturalista com a abordagem pós-keynesiana. Quanto a essa última, consideram-se duas contribuições de Keynes e dos pós-keynesianos. A primeira, desenvolvida na literatura pós-keynesiana, refere-se às recomendações de política econômica voltadas à estabilidade macroeconômica, ao pleno emprego e ao crescimento. Especificamente, políticas monetária, cambial, fiscal, de rendas e setoriais devem ser coordenadas para assegurar a estabilidade monetária e financeira, bem como o crescimento sustentável e o emprego. A segunda

3 O pecado original considera somente uma das funções da moeda (unidade de conta), enquanto o conceito de hierarquia aqui adotado abrange as três funções da moeda, como detalhado a seguir. A “pirâmide monetária” de Cohen é mais abrangente porque envolve além da internacionalização monetária (o uso da moeda doméstica fora das suas fronteiras), a substituição monetária (o uso de uma moeda estrangeira dentro das fronteiras nacionais).

é a análise dos desafios colocados por um SMI hierárquico baseado em uma moeda-chave para as políticas econômicas dos países cujas moedas estão posicionadas na extremidade inferior da hierarquia. Além disso, atualiza-se essa segunda contribuição para o sistema monetário e financeiro contemporâneo assimétrico, caracterizado pela globalização financeira, seguindo a trilha de Andrade e Prates (2013).<sup>4</sup> No entanto, embora esses autores analisem as implicações dessas assimetrias para a dinâmica da taxa de câmbio das economias periféricas, este ensaio analisa os dilemas de política econômica enfrentados por esses países.

Além desta introdução e da conclusão, os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na seção 2, apresenta-se a abordagem pós-keynesiana para a política econômica. Na seção 3, define-se o conceito de hierarquia de moedas em geral e sob condições de globalização financeira. Nas seções 4 e 5, discutem-se os limites e desafios enfrentados pelas economias periféricas emergentes (definidas aqui como as economias periféricas que se inseriram no contexto de globalização financeira<sup>5</sup>) na adoção de políticas monetária e cambial pós-keynesianas. A seção 6 apresenta as conclusões.

## 2. POLÍTICA ECONÔMICA KEYNESIANA

Políticas keynesianas, num sentido mais amplo, têm como principais objetivos o alcance do pleno emprego e da estabilidade macroeconômica. Na abordagem pós-keynesiana, não existe um mecanismo endógeno em uma economia monetária que garanta que a atividade econômica tenda ao pleno emprego (ARESTIS e SAWYER, 1998).

Em uma economia monetária, todos os ativos, incluindo a moeda, têm atributos específicos que, juntos, determinam a sua taxa de juros própria ( $r_a$ ), ou seja, o seu retorno total esperado, em termos tanto do valor como da conveniência de posse do ativo:

$$(1) r_a = a + q - c + l,$$

4 Uma abordagem semelhante é desenvolvida por Kaltenbrunner (2015), mas seu foco também é a determinação da taxa de câmbio.

5 Os termos “emergentes”, “periféricos emergentes” e em desenvolvimento serão utilizados como sinônimos, bem como avançados, centrais e desenvolvidos.

em que  $a$  é a valorização (ou depreciação) esperada do ativo,  $q$  é a quase-renda esperada (ou rendimento),  $c$  é o custo de carregamento e  $l$  é o prêmio de liquidez, que é o poder de disposição que confere uma conveniência ou segurança potencial – de acordo com a abordagem original proposta por Keynes (2007 [1936]: capítulo 17) e desenvolvida por alguns economistas pós-keynesianos (CARVALHO, 1992: capítulos 5 e 6).

Supondo concorrência perfeita, os investidores escolherão os ativos que oferecem as maiores taxas de retorno esperadas; assim, aqueles com os menores (mais altos) retornos esperados serão vendidos (comprados), até que a equalização dos rendimentos ocorra.<sup>6</sup> A concorrência entre os detentores de riqueza para obter ativos com maiores rendimentos totais definirá os preços desses ativos, que sinalizam quais são relativamente escassos ou abundantes, determinando, em última instância, a carteira dos investidores em um determinado período. Portanto, os preços dos ativos mudarão até que a vantagem relativa de um ativo perante aos outros desapareça, de modo que, em equilíbrio, os preços tendem a se equalizar pela arbitragem.

Em particular, como a liquidez é fortemente valorizada em momentos de maior incerteza, o atributo de liquidez ( $l$ ) é mais valorizado em comparação com os retornos monetários ( $a + q - c$ ). O efeito geral é uma redução na demanda por bens de capital, resultando no adiamento de planos de investimento produtivo. Assim, o conceito de uma economia monetária resulta na possibilidade de deficiência de demanda efetiva. Sob incerteza radical, reter moeda ou outros ativos líquidos é um ato racional, uma vez que a moeda proporciona flexibilidade aos agentes em sua carteira devido ao seu atributo de liquidez máxima (CARVALHO, 1992).<sup>7</sup>

Em uma economia monetária determinada pela não-neutralidade da moeda e pelo princípio da demanda efetiva, a política econômica é capaz de afetar as variáveis reais da economia no curto e no longo prazo. Em outras palavras, as variáveis nominais afetam variáveis reais no longo prazo, porque as mudanças na taxa de juros de curto prazo têm efeitos permanentes sobre as decisões de investimento sobre ativos de capital (ARESTIS e SAWYER, 2006a). Assim, uma política keynesiana refere-se a políticas econômicas destinadas a impulsionar a demanda, a fim de aumentar os preços de demanda de bens de capital em relação à moeda. A política econômica deve afetar o investimento privado agregado ao criar um ambiente seguro que

estimula os agentes privados a fazer escolhas mais arriscadas – que proporcionam lucros e geram emprego –, ao invés de acumularem ativos líquidos. O objetivo da política econômica nesta abordagem está relacionado com a estabilidade macroeconômica, um conceito mais amplo do que apenas a estabilidade de preços, uma vez que tem por objetivo reduzir as incertezas que são intrínsecas à atividade econômica capitalista.

Para alcançar múltiplos objetivos de política – como crescimento econômico e estabilidade de preços – é necessário ter uma maior coordenação das políticas macroeconômicas (monetária, cambial, fiscal e de renda). Políticas específicas nunca devem ser implementadas isoladamente de outras políticas. Uma política econômica keynesiana crível, bem coordenada e viável seria aquela que: “(i) visa metas inequívocas (crescimento econômico, pleno emprego e estabilidade dos preços) e deixa o menor espaço possível para seus instrumentos serem utilizados em contradição uns com os outros ou com outros instrumentos de política; (ii) faz uso de instrumentos adequados aos seus objetivos; e (iii) dá sinais claros para os mercados financeiros e empresários, a fim de estimulá-los a agir na direção desejada pelas autoridades” (SICSÚ, 2001: 673) Portanto, o sucesso das políticas keynesianas depende, em grande medida, da crença dos agentes privados na sua eficácia.

A política monetária mediante a gestão da taxa de juros pode ter um impacto significativo sobre o nível de atividade econômica, influenciando a composição da carteira dos agentes privados em favor de um aumento na produção (usando a capacidade produtiva atual) e da aquisição de bens de capital. De acordo com a abordagem pós-keynesiana, como variações nas taxas de juros podem ter efeitos duradouros sobre o investimento e pequenos efeitos sobre a taxa de inflação, a política monetária deve ser conduzida de forma a produzir mudanças moderadas nas taxas de curto prazo, a fim de evitar efeitos negativos sobre a acumulação de capital e o emprego (CARVALHO, 1992: 38). Economistas pós-keynesianos argumentam que “a política monetária requerida é aquela que garante a estabilidade do sistema financeiro e mantém taxas de juros tão baixas quanto possível [...] o que pode dar algum estímulo (possivelmente pequeno) para a demanda” (ARESTIS e SAWYER, 1998: 189)

A baixa elasticidade da inflação em relação às taxas de juros e o forte impacto sobre as decisões de investimento colocam em xeque a eficácia do controle da inflação apenas por meio de uma política de taxa de juros, tal como preconizado no âmbito do regime de metas de inflação (RMI). A inflação é vista não como um fenômeno monetário (DAVIDSON, 1994),

6 Supomos, para simplificar, homogeneidade de diferentes classes de ativos para todos os ativos em equilíbrio.

7 A liquidez neste ensaio refere-se à acessibilidade e conversibilidade da moeda.

mas principalmente como um sintoma de uma luta pela distribuição de renda (trabalhadores e capitalistas) e de fatores de custo. Portanto, qualquer política de estabilização de preços deve considerar a natureza da inflação e pode incluir o uso de estoques reguladores de certos produtos essenciais, a adoção de algum tipo de política de rendas e, em casos especiais, a adoção de controles de crédito prudenciais necessárias para limitar a expansão da demanda agregada (ARESTIS e SAWYER, 2006b; DAVIDSON, 1994).

Quanto à política fiscal, durante a desaceleração econômica, quando as expectativas dos agentes sobre o futuro se deterioraram, a política monetária expansionista pode deixar de estimular a demanda agregada devido ao aumento da preferência pela liquidez dos agentes. Sob tais condições, a política monetária deve ser complementada por uma política fiscal expansionista.<sup>8</sup>

Em relação à política cambial, desde o colapso do sistema de Bretton Woods, as taxas de câmbio têm sido excessivamente voláteis. Taxas de câmbio, sob condições de mobilidade do capital e elevados fluxos de capitais internacionais, estão cada vez mais sendo determinadas por decisões de alocação de portfólio dos investidores globais e relacionadas com as perspectivas de curto prazo do que com os fundamentos econômicos de longo prazo. Quando se objetiva o pleno emprego, a volatilidade da taxa de câmbio deve ser evitada. Para este propósito, alguns pós-keynesianos recomendam um SMI com (i) taxas de câmbio fixas, (ii) controles dos fluxos de capitais e (iii) mecanismos para induzir o ajuste automático dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, colocando o ônus da correção dos desequilíbrios comerciais nas economias superavitárias (DAVIDSON, 1994). O objetivo principal é criar um SMI mais seguro e flexível para expandir de forma eficaz a demanda global e o nível de emprego.<sup>9</sup>

A seguir, procura-se reformular o conceito pós-keynesiano de políticas macroeconômicas, ajustando-o às condições monetárias específicas das economias emergentes. Para isso, relacionamos a perspectiva pós-keynesiana sobre a incerteza e o papel fundamental da moeda com o conceito de hierarquia de moedas.

### 3. A HIERARQUIA DE MOEDAS NO CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Como foi mencionado na Introdução, o conceito de hierarquia de moedas refere-se à estrutura hierárquica do SMI. Em outras palavras, esse sistema é um arranjo institucional organizado em torno de uma moeda nacional que se torna a moeda-chave por desempenhar as três funções da moeda em âmbito internacional. Tal característica hierárquica e suas assimetrias resultantes foram apontadas por Keynes no *A Treatise on Money* e em suas obras preparatórias para a Conferência de Bretton Woods (KEYNES, 2013a [1930], 2013b [1944]). O objetivo central da sua proposta de criação de uma *Internacional Clearing Union* e de uma moeda internacional, o *bancor*, era eliminar essa característica.<sup>10</sup>

Portanto, a hierarquia de moedas tem sido uma característica fundamental do SMI, desde o padrão ouro-libra, na medida em que em todos os Sistemas uma moeda nacional desempenhou o papel de moeda internacional.<sup>11</sup> No entanto, esta hierarquia revelou-se ainda mais deletéria após o surgimento da chamada globalização financeira.

Como Keynes (2013b [1944]) também tinha apontado durante os debates de Bretton Woods, as características do SMI moldam o perfil do sistema financeiro internacional. As principais características do atual SMI são: (i) o dólar fiduciário como a moeda-chave no topo da hierarquia de moedas; (ii) o regime de câmbio flutuante; e (iii) a livre mobilidade de capitais. A interação entre a moeda-chave fiduciária e o ambiente de alta mobilidade de capital impulsionou a integração dos mercados financeiros domésticos e as inovações financeiras (securitização, derivativos etc.), que resultaram no ambiente de globalização financeira, caracterizado por uma alta volatilidade – com os fluxos de capitais, taxas de câmbio, taxas de juros e preços dos ativos sujeitos a grandes flutuações de curto prazo – e um elevado grau de contágio (CHESNAIS, 1996; BRYAN, 1999).

10 Como Skidelsky (2000) sublinha, Keynes estava preocupado, sobretudo, com a posição da Inglaterra como um país devedor no SMI e, portanto, com as assimetrias entre as economias devedoras e credoras em termos de carga de ajuste do balanço de pagamento. Neste ensaio, enfatizam-se as assimetrias centro-periferia do SMI.

11 Flandreau e Sussmann (2005) mostram que os títulos emitidos pelos países latino-americanos, após sua independência política no século XIX no mercado financeiro internacional, possuíam as chamadas cláusulas de ouro, que os tornaram, na prática, dívida denominada em moeda estrangeira. Ou seja, depararam-se com o que Eichengreen e Hausmann (2005) denominaram “pecado original”.

8 Devido à limitação de espaço, a análise nas próximas seções se restringirá às políticas monetária e cambial, embora se reconheça o papel-chave da política fiscal em uma abordagem pós-keynesiana.

9 Kregel (2015) recomenda que a proposta de Keynes em Bretton Woods seja utilizada como referência para a reforma do SMI contemporâneo, pois, se implementada, ela resolveria de forma mais efetiva os problemas enfrentados pelas economias emergentes do que as propostas atuais.

Em tal cenário, os agentes internacionais mantêm nas suas carteiras ativos financeiros denominados em moedas diferentes, porque eles esperam retornos totais positivos. A equação (1) apresentada na seção 2 pode ser usada para representar esse comportamento. Em outras palavras, o processo de determinação dos preços do que se denomina aqui “ativos cambiais” pode ser representado mediante as variáveis ( $a$ ,  $q$ ,  $c$  e  $l$ ) desta equação, que são atributos de ativos denominados em uma moeda específica (ANDRADE e PRATES, 2013).

A precificação dos ativos cambiais é peculiar devido aos seus traços distintivos. Sob a hipótese keynesiana de incerteza, os ganhos de capital de curto prazo governam as operações nos mercados cambiais, e as expectativas sobre a evolução futura das taxas de câmbio são os principais determinantes das taxas correntes (DAVIDSON, 1982; HARVEY, 2009). Em particular, a variável  $a$ , valorização ou desvalorização esperada da moeda, tende a ser altamente instável e subjetiva. Por sua vez, a variável  $q$  pode ser especificada como a taxa de juros básica e a variável  $c$  como o grau de abertura financeira de um país. No entanto, no caso de moedas de economias emergentes, a volatilidade do atributo  $a$  tende a ser maior, devido à sua posição na hierarquia de moedas.

Na perspectiva keynesiano-estruturalista aqui adotada, as moedas são hierarquicamente posicionadas de acordo com o seu grau de liquidez, que se relaciona com sua capacidade de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda. A moeda-chave, atualmente o dólar fiduciário, situa-se no topo da hierarquia, porque tem o mais alto grau de liquidez. As moedas emitidas por outros países centrais estão em posições intermediárias, e também são moedas líquidas, mas com um menor grau de liquidez do que a moeda-chave. No extremo oposto, estão as moedas emitidas por países periféricos emergentes (moedas do Sul), que são as moedas não-líquidas. O prêmio de liquidez dessas moedas é menor do que o da moeda-chave e das moedas dos demais países centrais, denominadas aqui como moedas do Norte  $l_s < l_n$  ( $n = \text{Norte}$  e  $s = \text{Sul}$ ).

Assim, para compensar o menor prêmio de liquidez, estas moedas têm que oferecer um  $q$  maior, que é uma variável de política, de modo a buscar alcançar um  $a$  maior (apreciação da moeda), criando condições que sejam atraentes para os investidores internacionais; e/ou para reduzir  $c$ , ou seja, as restrições à entrada (ou saída) de capitais, com a retirada de

regulações da conta de capital.<sup>12</sup> Somente nestas condições o mercado de ativos pode entrar em equilíbrio:

$$(2) a_n + q_n - c_n + l_n = a_s + q_s - c_s + l_s.$$

Portanto, os retornos monetários dos ativos denominados em uma moeda periférica têm que compensar seu menor prêmio de liquidez em relação à moeda-chave (e as outras moedas do Norte), a fim de induzir os investidores estrangeiros e também os nacionais (no caso de abertura financeira para saídas de capitais) a demandar tais ativos:

$$(3) l_n - l_s = (a_s + q_s - c_s) - (a_n + q_n - c_n).$$

No entanto, o processo de integração financeira internacional também é assimétrico na medida em que é uma integração entre parceiros desiguais (STUDART, 2006). Em primeiro lugar, como os fluxos de capitais, em última instância, dependem de fatores exógenos, os países emergentes tornaram-se ainda mais vulneráveis à volatilidade inerente destes fluxos. Como Ocampo (2001) salienta, enquanto economias avançadas são “*business cycle makers*”, as economias emergentes são “*business cycle takers*”. Em segundo lugar, a inserção relativamente marginal dos ativos dos países emergentes nas carteiras dos investidores globais desde a década de 1990 também contribui para esta maior vulnerabilidade. Esta última assimetria é confirmada por Haldane (2011), que construiu um panorama sobre a globalização financeira mediante um mapa da rede financeira global ao longo do tempo.<sup>13</sup> Segundo este autor, de 1980 a 2005

“o equilíbrio de poder financeiro global não alterou significativamente. Os países do centro financeiro no início do período (como os EUA e o Reino Unido) permanecem na mesma posição no final; os centros financeiros *offshore* (Hong Kong e Singapura) continuaram relevantes; já os mercados emergentes permaneceram na periferia financeira” (HALDANE, 2011: 3).

Apesar da natureza residual dos fluxos de capitais direcionados para essas economias, seus efeitos potencialmente desestabilizadores nos seus

12 Essas regulações englobam tanto os controles de capitais como os instrumentos de regulação prudencial que afetam os fluxos de capitais. Para mais detalhes, ver Ocampo (2012).

13 O mapa é baseado numa base de dados do Banco da Inglaterra que abrangem 18 economias avançadas e emergentes. Obsfeld e Taylor (2004) também apontaram essa assimetria para os anos 1980 e 1990.

mercados financeiros e nas taxas de câmbio são significativos, uma vez que o volume alocado por investidores globais não é marginal em relação ao tamanho destes mercados. Como na maioria dos países os mercados financeiros não são tão líquidos e profundos, as vendas por parte de investidores estrangeiros podem reduzir significativamente os preços dos títulos, afetando a situação financeira dos devedores domésticos, além de seu efeito direto sobre a dívida externa dos residentes (AKYÜZ e CORNFORD, 1999; HALDANE, 2011).

Por isso, nas fases de expansão, as assimetrias monetária e financeira reforçam-se mutuamente. Em momentos de mudanças na política monetária nos países centrais (principalmente nos EUA) e/ou aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais, os ativos financeiros emitidos por países emergentes transformam-se nas principais vítimas de investidores globais por causa do seu menor prêmio de liquidez ( $l$ ) e da maior volatilidade cambial ( $a$ ), bem como da sua inserção marginal nos fluxos globais de capitais determinados, em última instância, por fatores externos.

#### 4. LIMITES DA POLÍTICA ECONÔMICA NAS ECONOMIAS EMERGENTES

A seguir, serão analisadas as restrições à adoção de políticas cambial (subseção 4.1) e monetária (subseção 4.2) keynesianas pelos países emergentes, que decorrem da posição de suas moedas no extremo inferior da hierarquia do SMI contemporâneo, cujas implicações negativas foram agravadas pela globalização financeira.

##### 4.1. Política cambial

As políticas de câmbio administrado – em regimes de câmbio fixo ou semifixo – adotadas pelos países periféricos emergentes nos anos 1990 revelaram-se altamente vulneráveis a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais. Na maioria dos países, essas políticas foram substituídas por regimes de câmbio flutuante *de jure*. No entanto, na prática, as autoridades monetárias domésticas procuram conter a volatilidade das suas taxas de câmbio mediante intervenções sistemáticas nos mercados cambiais, isto é, o “medo da flutuação” (*fear of floating*) (CALVO e REINHART, 2002). Este comportamento

defensivo está associado à estratégia de reduzir a vulnerabilidade externa mediante a acumulação preventiva de reservas internacionais e/ou reduzir a tendência de sobrevalorização cambial durante as fase de *boom* dos fluxos de capitais (AIZENMAN ET AL, 2004; CARVALHO, 2010). Após a crise financeira global de 2008, várias economias emergentes também introduziram regulações da conta de capital em resposta ao novo *boom* diante das pressões em prol da apreciação das moedas domésticas e do risco de bolhas de crédito e de preços dos ativos (IMF, 2012; FRITZ e PRATES, 2014).

A literatura pós-keynesiana (SCHULMEISTER, 1988; DAVIDSON, 2000; HARVEY, 2009) destaca que os fluxos de capital de curto prazo e as expectativas em relação aos diferenciais de rendimentos e/ou liquidez constituem os principais determinantes das taxas de câmbio no contexto pós-Bretton Woods. No entanto, no caso das economias emergentes, cujas moedas posicionam-se na extremidade inferior da hierarquia de moedas, a volatilidade dos fluxos de capitais é maior do que no caso das economias centrais e esses fluxos são ainda mais sensíveis à política monetária no centro. Como as taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis, as intervenções frequentes por parte dos bancos centrais são necessárias, o que, por sua vez, reforça a interação entre as taxas de câmbio e de juros. Portanto, a perda de autonomia monetária num contexto de livre mobilidade de capitais é ainda maior.

Além disso, para as economias emergentes, os desafios macroeconômicos não se restringem à política monetária, mas também abrangem a política cambial na medida em que a volatilidade da taxa de câmbio é deletéria devido a seus impactos negativos sobre o crescimento, a fragilidade financeira e a inflação (FLASSBECK, 2001). Como foi mencionado, nos pontos de inversão do ciclo, de mudanças de política monetária no centro ou de aumento da preferência pela liquidez, os ativos financeiros dos países emergentes são as primeiras vítimas dos movimentos de “*flight to quality*” dos investidores globais, uma vez que não podem fornecer um “porto seguro” em âmbito global.

Neste cenário, o prêmio de liquidez  $l$  e a apreciação esperada  $a$  são de extrema importância, uma vez que é principalmente por meio da avaliação desses atributos que os agentes tomam decisões sobre quais “ativos cambiais” demandar. Se os investidores deixam esses países rapidamente, aumenta a pressão sobre os “*policymakers*” locais para elevar a taxa de juros (com o objetivo de aumentar  $q$  e  $a$ ), bem como para aprofundar a abertura financeira (ou seja, remover as regulações

da conta de capital) para reduzir  $c$  (ANDRADE e PRATES, 2013). Se esta política for bem-sucedida,  $(a + q - c)$  aumentará para compensar o menor prêmio de liquidez  $l$ . Como Grabel (1996) destacou, o movimento dos investimentos de portfólio induzidos por estas políticas produz dois resultados prejudiciais: “a exacerbação de restrições à autonomia de política; e a maior vulnerabilidade da economia ao risco, à volatilidade financeira e à crise.” (GRABEL, 1996:1763)

Em contrapartida, em períodos de *boom* de fluxos de capital, quando o apetite por risco é maior, os ativos emergentes tornam-se objetos de desejo por parte dos investidores por causa da expectativa de valorização (aumento em  $a$ ) de suas respectivas moedas (associado com o diferencial favorável de taxa de juros), compensando a seu reduzido prêmio de liquidez  $l$ .

#### 4.2. Política monetária

O próprio conceito de hierarquia de moedas exige uma política específica para compensar a diferença entre os prêmios de liquidez das moedas. Uma opção seria adotar controles de capitais para ampliar a autonomia da política monetária (seja para aumentar, seja para reduzir a taxa de juros doméstica). No entanto, este tipo de política dificilmente será bem sucedida quando há expectativas de desvalorização desta moeda periférica. Quando as expectativas de desvalorização são predominantes, os agentes privados buscarão contornar os controles sobre as saídas de capitais para evitar futuras perdas de renda e de riqueza.

Outra opção é a prescrição ortodoxa de aumentar a taxa de juros para compensar o menor prêmio de liquidez, a qual torna o investimento e o crescimento domésticos dependentes dos fluxos de capitais. Esse crescimento com endividamento externo pode, no melhor dos casos, estimular os investimentos, mas num contexto de apreciação cambial e perda de competitividade internacional. Consequentemente, o cenário mais provável é o processo de crescimento tornar-se insustentável no médio prazo, pois o aumento da vulnerabilidade externa cria expectativas de desvalorização da moeda doméstica que, em algum momento,

pode culminar na reversão dos fluxos de capitais e na eclosão de uma crise financeira na economia emergente em questão.<sup>14</sup>

Um fator importante que também contribui para as taxas de juros mais elevadas nos países emergentes periféricos é o funcionamento imperfeito de alguns canais de transmissão tradicionais de política monetária em comparação com os países centrais. Em primeiro lugar, o canal de crédito é menos eficaz devido à menor relação crédito privado/PIB. Em segundo lugar, o menor desenvolvimento do mercado de capitais torna o gasto interno menos sensível ao efeito riqueza. Em terceiro lugar, quanto ao canal da taxa de câmbio, a volatilidade cambial é maior nas economias emergentes. Além disso, estudos revelaram que o *pass-through* da variação cambial para a inflação tende a ser maior em tais economias<sup>15</sup> (MOHANTY e SCATIGNA, 2005); portanto, como movimentos da taxa de câmbio desempenham um papel mais crucial do que nas economias avançadas, os bancos centrais recorrem frequentemente a mudanças de taxas de juros para conter a volatilidade cambial.

Por todas estas razões, a política monetária nos países emergentes precisa ser mais restritiva do que nas economias centrais para ter o mesmo efeito sobre a demanda agregada. Isto significa que a taxa de sacrifício da política de deflação é frequentemente superior naqueles países. Um problema adicional para as economias emergentes é a sua maior vulnerabilidade a choques externos do que suas congêneres avançadas devido às especificidades de sua inserção externa: estudos empíricos mostram que o impacto dos choques externos sobre a inflação doméstica é mais intenso nas economias emergentes, o que pode contribuir para uma inflação mais elevada em comparação às economias desenvolvidas (MOHANTY e KLAU, 2001).

Essas especificidades da política monetária nos países emergentes periféricos torna a implementação do RMI – adotado por um número crescente desses países desde o início da década de 1990 – ainda mais difícil do que nos países avançados.

14 Kaltenbrunner (2015) aponta que nas economias emergentes os passivos externos de curto prazo exercem uma pressão latente de depreciação cambial que restringe fortemente a capacidade das suas moedas se tornarem meio de liquidação de contratos e reserva de valor em âmbito internacional.

15 A principal razão é que a renda é negativa e significativamente correlacionada com *pass-through* já que nas economias de renda mais baixa é maior a parcela de bens comercializados na cesta de consumo das famílias.

De fato, mesmo a literatura convencional reconhece que os países emergentes enfrentam desafios específicos quando adotam o RMI devido (i) ao maior *pass-through*; (ii) à maior dificuldade na previsão da inflação, porque os choques são maiores e têm efeito mais forte, a diversificação produtiva é menor e os mercados financeiros domésticos menos profundos; (iii) aos seus passivos externos serem predominantemente denominados em moeda externa, criando o problema do “medo da flutuação”; e (iv) a muitas economias emergentes depararem-se com um problema de credibilidade da política monetária, que é parcialmente interdependente com essas características estruturais (EICHENGREEN, 2002; MISHKIN, 2008).

No entanto, há uma característica específica adicional do RMI num contexto de abertura financeira que dificulta ainda mais o alcance de uma taxa de câmbio competitiva e estável, perpetuando o problema da baixa posição na hierarquia das moedas. Uma apreciação nominal da moeda é muito mais crível para um banco central comprometido com metas de inflação do que uma depreciação devido ao efeito negativo desta última sobre a inflação. A evidência empírica mostra que em muitos países emergentes que adotam o RMI, os bancos centrais praticam deliberadamente uma política assimétrica no que diz respeito à taxa de câmbio, uma vez que buscam evitar fortes depreciações e toleram apreciações cambiais que contribuem para o alcance da meta de inflação. Assim, sob RMI, os agentes no mercado de câmbio internalizam a expectativa de que o banco central tem uma inclinação pela apreciação cambial, reforçando sua influência assimétrica no comportamento da taxa de câmbio e criando uma tendência de valorização que pode acentuar ainda mais a volatilidade da taxa de câmbio e os ciclos de *boom-bust* (KALTENBRUNNER, 2011).

Vale ressaltar que a maior parte da literatura empírica que compara o desempenho em termos de inflação e crescimento das economias emergentes, tanto de países que adotam e que não adotam o RMI, não mostra evidência conclusiva de que o primeiro grupo tem melhor desempenho. Concluindo, assim, que as diferenças entre os dois grupos no que diz respeito à inflação parece pequeno (BRITO e BYSTEDT, 2010). De fato, a inflação relativamente baixa entre 1990 e 2008 pode ser reflexo, principalmente, do aumento da oferta de produtos manufaturados de baixo custo da China e de outros países emergentes.

Concluimos com duas lições para a nossa discussão. A primeira delas é a maior vulnerabilidade a choques externos dos países emergentes periféricos relativamente aos países centrais, o que o torna essas economias mais propensas à inflação de custos. A segunda lição é que os movimentos da taxa

de câmbio colocam alguns desafios-chave para as autoridades monetárias das economias emergentes devido à forte influência deste preço-chave sobre a inflação doméstica, bem como dos efeitos da volatilidade cambial sobre as variáveis reais. Enquanto a maior vulnerabilidade a choques externos está associada à condição periférica, os desafios colocados por movimentos da taxa de câmbio derivam da posição de suas moedas no piso inferior da hierarquia de moedas.

## 5. HIERARQUIA DE MOEDAS E POLÍTICAS ECONÔMICAS KEYNESIANAS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

Esta seção analisa a implementação de políticas keynesianas para as economias emergentes nas condições de assimetrias monetárias e globalização financeira, com foco especial na política cambial (subseção 5.1) e na política de crescimento combinada com a redução do diferencial de taxa de juros e com a estabilidade macroeconômica (subseção 5.2). Tais políticas devem ser adaptadas para permitir um aumento da autonomia de política para perseguir os objetivos de política doméstica nos curto e médio prazos, especialmente uma taxa de câmbio competitiva.

### 5.1. Política cambial

A literatura recente que discute qual deve ser o regime de taxa de câmbio mais apropriado para as economias periféricas emergentes não considera uma questão fundamental destacada por Keynes: as consequências adversas da posição na hierarquia de moedas para o grau de autonomia da política macroeconômica.

De fato, um dos elementos centrais da proposta de Keynes na Conferência de Bretton Woods em julho de 1944 foi o de reduzir as assimetrias entre os países credores e devedores, evitando a instabilidade macroeconômica e os ajustamentos deflacionários que impediam as economias de atingir o pleno emprego (DAVIDSON, 1982). Atualmente, uma reforma do SMI como proposta por Keynes beneficiaria, principalmente, os países emergentes. No entanto, este tipo de reforma ainda parece ser uma “utopia monetária”. Assim, busca-se responder a seguinte pergunta: qual seria o regime macroeconômico mais apropriado para que as economias emergentes atinjam o pleno emprego e a estabilidade macroeconômica no SMI contemporâneo?

Como neste Sistema a hierarquia de moedas resulta numa maior volatilidade potencial da taxa de câmbio das economias periféricas emergentes ( $a$  mais elevado), para os emissores de moedas não líquidas ( $l$  nulo) a escolha de um regime cambial adequado é extremamente importante. No curto prazo (hierarquia imutável), a política cambial pode, conjuntamente com alguns instrumentos complementares, atenuar as consequências negativas das assimetrias monetárias e financeiras mediante sua influência nos atributos  $a$  e  $c$ , enquanto a política monetária pode afetar o atributo  $q$ .

Compartilha-se aqui a visão de autores pós-keynesianos de que algum tipo de regime cambial de flutuação administrada seria a melhor opção para as economias emergentes (FERRARI-FILHO e PAULA, 2009; FRENKEL, 2006). Diferentemente de uma taxa de câmbio fixa ou semi-fixa (como um sistema de *crawling peg*), as intervenções das autoridades monetárias não têm como meta um determinado patamar da taxa de câmbio nominal, permitindo que essa taxa flutue para conter os fluxos de capitais especulativos. Portanto, um regime cambial de flutuação administrada pode contribuir para a queda da volatilidade de  $a$ . A política cambial sob esse regime deve, igualmente, influenciar a trajetória da taxa de câmbio. A preservação de uma taxa de câmbio real competitiva e estável pode ser considerada um objetivo intermediário de políticas macroeconômicas orientadas para o alcance de altos níveis de emprego e crescimento (FRENKEL, 2006). Isso decorre porque essa taxa é uma pré-condição para a obtenção de situações de equilíbrio (ou de superávit) nas balanças comercial e de transações correntes, o que resultaria em menores restrições externas para o crescimento econômico e um maior raio de manobra para perseguir políticas keynesianas.

Com efeito, se a sustentação de uma taxa de câmbio competitiva revela-se bem sucedida em estimular as exportações líquidas, há um efeito positivo sobre a rentabilidade das empresas e, conseqüentemente, sobre os investimentos e a poupança doméstica (que também aumenta devido à maior propensão a poupar dos capitalistas). Exportações líquidas mais elevadas criam uma fonte adicional de demanda agregada, assim como estimulam a variável-chave da demanda, ou seja, os investimentos (BRESSER-PEREIRA ET AL, 2015). Como resultado, uma taxa de câmbio real competitiva resulta em

“uma maior acumulação de capital, poupança, exportações e maior nível de demanda agregada [...] [e] pode levar a economia [...] para um padrão mais sustentável de crescimento econômico e menos sujeito a problemas de

restrição externa, puxado por mais investimento [...] o que levaria a taxas de crescimento mais elevadas” (ARAÚJO e GALA, 2012: 54).<sup>16</sup>

Além disso, recentes estudos empíricos baseados nos modelos de crescimento com restrição externa à *la* Thirlwall mostram que a elasticidade-renda das exportações e importações é afetada pela taxa de câmbio real. Ou seja, as elasticidades se tornam variáveis endógenas que dependem, em parte, da taxa de câmbio (BARBOSA-FILHO, 2006; BRESSER-PEREIRA ET AL, 2015).

Portanto, uma taxa de câmbio competitiva e estável é a principal meta que as economias periféricas emergentes devem perseguir para alcançar a competitividade externa. Assim, a subordinação da taxa de câmbio para a obtenção da estabilidade dos preços, seja num regime de taxa de câmbio administrada (fixa, bandas cambiais ou *crawling peg*), seja num RMI, é altamente problemática. A estabilidade de preços deve ser alcançada mediante políticas monetária, fiscal e de renda coordenadas.

No entanto, uma questão crucial ainda precisa ser respondida: que instrumentos de política estão disponíveis para as economias emergentes adotarem uma política cambial como a sugerida acima no atual SMI hierárquico e assimétrico?

A eficácia das intervenções das autoridades monetárias no mercado de câmbio depende do tamanho das suas reservas cambiais e do grau de abertura financeira da economia em questão. Na realidade, os bancos centrais dos países periféricos emergentes devem atuar como formadores de mercado nos seus mercados cambiais para influenciar a trajetória da taxa de câmbio. No entanto, quanto maior o estoque de reservas cambiais e menor o grau de abertura financeira (isto é, quanto maior for a regulação da conta de capital, maior  $c$ ), maior será a sua capacidade de reduzir a volatilidade de  $a$  e influenciar a trajetória da taxa de câmbio.

16 Muitos estudos econométricos indicam que os países em desenvolvimento com taxas de câmbio real competitiva tendem a crescer mais rapidamente. Gala (2008), por exemplo, utilizando um painel de 58 países em desenvolvimento de 1960 a 1999 e a Paridade Poder de Compra (PPP), encontrou uma relação negativa entre crescimento e sobrevalorização cambial. Na mesma direção, Rodrik (2008), usando dados de painel para 188 países e 11 períodos de cinco anos de 1950-1954 a 2000-04, encontra uma relação positiva sistemática entre crescimento e subvalorização cambial, especialmente em economias em desenvolvimento. Razmi *et al* (2012), a partir de uma série de regressões de dados em painel para um máximo de 153 países entre 1960 e 2004, também detecta uma relação positiva entre subvalorização cambial em termos reais e o crescimento do investimento. Assim, esses estudos empíricos corroboram a visão de que a taxa de câmbio real desempenha um papel fundamental na trajetória de convergência de uma economia em desenvolvimento para uma economia desenvolvida.

Portanto, as estratégias “*self-insurance*” de acumulação de reservas e de regulação da conta de capital devem ser consideradas instrumentos complementares da política cambial. Essas estratégias correspondem a uma resposta defensiva das economias emergentes, que aumentam a capacidade dos respectivos bancos centrais de conter ataques especulativos contra suas moedas, bem como ampliam a eficácia das suas intervenções nos mercados de câmbio em tempos normais com o objetivo de manter uma taxa de câmbio estável e competitiva. Além disso, a própria acumulação de reservas internacionais contribui para a redução da dívida externa líquida. Assim, esta resposta defensiva resulta numa menor volatilidade da taxa de câmbio. Por sua vez, a regulação da conta de capital funciona como um filtro que ameniza os efeitos dos fluxos de capitais voláteis,<sup>17</sup> ampliando o raio de manobra da política cambial por meio de seu impacto sobre o atributo *c* (quanto maior a regulação da conta de capital, maior *c*).

Além de uma política cambial mais ativa, associada à acumulação de reservas e à regulação da conta de capital, políticas industriais devem ter como alvos tanto as exportações como a produção para o mercado interno para estimular um processo de modernização ampla. Políticas setoriais ou indústria-específicas, sob a forma de subsídios à exportação e/ou impostos, e estímulos diretos ou indiretos a determinadas indústrias/setores etc., devem fomentar o desenvolvimento dos setores produtivos e inovadores nas economias semi-maduras. A mudança estrutural deve ser perseguida mediante a adoção de políticas industriais bem coordenadas com as políticas macroeconômicas (que garantem condições favoráveis para a implementação daquelas políticas).<sup>18</sup>

17 Os estudos de Magud e Reinhard (2006) e Magud *et al* (2011) destacam-se na literatura que avalia a eficácia dos controles de capitais nas economias emergentes. Com base numa revisão de mais de 30 estudos sobre esse tema, eles argumentam que para melhorar essa eficácia é necessário levar em consideração as características específicas de cada país na escolha dos instrumentos utilizados. Eles concluem que “os controles de capitais sobre as entradas parecem tornar a política monetária mais independente; alterar a composição dos fluxos de capitais; reduzir as pressões sobre a taxa de câmbio real (embora a evidência seja mais controversa)”, mas “não parecem reduzir o volume dos fluxos líquidos” (MAGUD e REINHART, 2006: 6-7).

18 Corden (1980: 183) destaca que “[q]uanto mais perturbações houver no lado macroeconômico, maior a probabilidade da política industrial se tornar orientada ao curto prazo, e de perder o foco e se converter num instrumento de gestão de crises”.

## 5.2. Políticas para alcançar a estabilidade macroeconômica e reduzir o diferencial de taxa de juros

De particular interesse na análise aqui desenvolvida é a seguinte pergunta: como uma economia emergente pode criar condições para aliviar a pressão sobre a política monetária, considerando que o baixo prêmio de liquidez precisa ser compensado por taxas de juros mais elevadas? A redução da taxa de juros, se alcançada, poderia contribuir para aumentar o prêmio de liquidez (*l*) desta economia (equações 2 e 3).

A tendência para uma maior taxa de juros poderia ser neutralizada pela regulação dos fluxos de capitais, que proporcionaria uma maior autonomia de política às autoridades monetárias. Em particular, a combinação das estratégias de acumulação de reservas cambiais e a regulação da conta de capital podem contribuir para uma maior estabilidade no mercado de câmbio por dois canais: (i) os agentes financeiros teriam a percepção de que as autoridades econômicas têm instrumentos suficientes para reduzir a volatilidade dos fluxos de capitais; e (ii) pode ocasionar uma redução do risco cambial, abrindo espaço para a diminuição da taxa de juros doméstica.

Além disso, balanças comercial e em conta corrente superavitárias (ou, no mínimo, em equilíbrio) contribuiriam para a queda das taxas de juros internas na medida em que reduziriam a necessidade de manutenção de um alto diferencial de taxa de juros para atrair fluxos de capitais. Esta é uma das principais razões pelas quais a maioria dos países em desenvolvimento do Leste Asiático diminuíram significativamente suas taxas de juros em comparação com os latino-americanos, pelo menos durante a última década.

Medidas para estimular o desenvolvimento de mercados financeiros domésticos, ao diversificarem as fontes de financiamento das empresas, podem ajudar a diminuir a vulnerabilidade externa do país e também reforçar alguns mecanismos tradicionais de transmissão de política monetária, permitindo a redução das taxas de juros básicas das economias emergentes. De suma importância são os esforços do governo para reduzir a dependência de títulos públicos pós-fixados indexados e, ao mesmo tempo, aumentar o financiamento mediante títulos pré-fixados, o que favoreceria o desenvolvimento de uma curva de juros de longo prazo. Em particular, a estabilidade macroeconômica contribui para a melhora do perfil da dívida pública e dos títulos corporativos. O maior acesso das empresas ao financiamento interno mediante a emissão desses títulos também pode reduzir o descasamento de prazos e, conseqüentemente, os problemas relacionados ao “pecado original” (MOHANTY, 2012).

Em suma, a combinação de baixas taxas de juros (para estimular o investimento em capital fixo) com uma taxa de câmbio competitiva e relativamente estável (favorável ao crescimento das exportações líquidas) e uma política fiscal anticíclica e flexível, estimularia os empresários a fazer escolhas mais arriscadas do que apenas acumular ativos líquidos.

Pelas razões detalhadas na subseção 4.2, o RMI não é o regime de política monetária mais adequado para os países periféricos emergentes. Seus bancos centrais devem ter um objetivo duplo: o emprego e inflação. Quanto à meta de inflação, devemos considerar algumas questões.

Primeiro, se as autoridades monetárias têm mais de uma meta, elas precisam de mais do que um instrumento (o teorema de Tinbergen), que podem incluir, entre outros, políticas macroprudenciais e regulação financeira. Devido aos efeitos da taxa de juros sobre as decisões de investimento em bens de capital, o uso (mais intenso) da política monetária para estabilizar os preços deve ser evitada e, alternativamente, uma política mais ampla e pragmática deve ser utilizada, dependendo das características de cada tipo de inflação. Como as economias emergentes são mais vulneráveis a choques de oferta, uma política pragmática deve incluir o uso pelo governo de estoques reguladores de alguns produtos essenciais, a gestão dos preços administrados e/ou alguma estabilidade da taxa de câmbio (num patamar que não prejudique a competitividade externa). A adoção de algum tipo de política de rendas pode contribuir para “ancorar” os preços: por exemplo, regras internas para o crescimento dos salários nominais, que poderia seguir o crescimento da produtividade mais algum índice de inflação. Na realidade, o ajustamento dos salários reais à produtividade pode funcionar como um estabilizador sustentável da demanda doméstica (FLASSBECK, 2014) e, ao mesmo tempo, pode ser usado como uma política de ganhos salariais graduais na medida em que em muitos dos países emergentes periféricos a barganha salarial é fraca.

Em segundo lugar, estudos empíricos sobre intervalos “ideais” de inflação mostram a existência de uma relação não-linear entre taxa de inflação e crescimento econômico. A maioria dos estudos encontraram níveis críticos mais elevados nas economias emergentes do que nas avançadas.<sup>19</sup> Uma das razões é que uma maior taxa de crescimento do PIB naquelas economias gera uma maior alta dos preços dos bens não comercializáveis em relação à registrada nos países desenvolvidos. Com base nesse raciocínio, pode-se afirmar que o “*catching-up*” dos países emergentes exige diferentes

patamares de metas de inflação, porque metas muito baixas podem comprometer o crescimento econômico em tais economias.

## 6. CONCLUSÃO

Este ensaio analisou como políticas pós-keynesianas voltadas para o alcance do pleno emprego devem ser ajustadas para os economias emergentes no contexto monetário e financeiro internacional contemporâneo, caracterizado pela globalização financeira e pelas relações centro-periferia, que moldam a distribuição global de renda. Na hierarquia de moedas, as moedas das economias periféricas emergentes caracterizam-se por um menor prêmio de liquidez do que as moedas das economias centrais, o que é extremamente prejudicial para um processo de crescimento sustentado. Sob essas condições, argumentou-se que a coordenação das políticas econômicas deve privilegiar a política cambial. Parece ser relevante evitar a valorização da moeda doméstica além de um patamar que garanta, pelo menos, uma conta corrente equilibrada, condição necessária para a desvinculação da dinâmica da economia dos ciclos de *boom-bust* de fluxos de capitais (que podem culminar em crises financeiras com efeitos adversos sobre o emprego e o crescimento). Para atingir tal objetivo, é importante sustentar uma taxa de juros estável e baixa, ao lado das estratégias de acumulação de reservas cambiais e regulação da conta de capital.

A manutenção de uma meta de taxa de câmbio compatível com uma conta corrente equilibrada é, em si, uma tarefa bastante complexa, que exige o apoio das políticas monetária e salarial. A coordenação política é certamente uma questão-chave, em especial para aliviar a política monetária e, ao mesmo tempo, manter a taxa de inflação num patamar moderado, bem como para criar raio de manobra para a adoção de políticas anticíclicas.

Se esse tipo de política é bastante ambicioso, o são ainda mais as prescrições políticas para subir na hierarquia de moeda. Mesmo que o atributo prêmio de liquidez ( $l$ ) seja imutável no curto prazo, a acumulação de superávits comerciais e de conta corrente no médio prazo pode ser uma condição necessária (mas não suficiente) para alterar este atributo. Um baixo nível de dívida externa líquida, combinado com exportações líquidas positivas, pode ser capaz de criar expectativas da valorização da moeda no médio prazo (maior  $a$ ), o que resultaria em uma demanda crescente por esta moeda, abrindo espaço para a redução da taxa de juros doméstica,  $q$  (RIESE, 2004). As maiores taxas de crescimento, bem como as expectativas

19 Ver, entre outros, Pollin e Zhu (2009).

de apreciação da moeda, podem, a longo prazo, permitir que esta moeda periférica suba na hierarquia global, abrindo espaço para o país gradualmente emitir dívida externa na sua própria moeda.

A esse respeito, novas pesquisas envolvendo estudos de casos são necessárias. Há um desafio adicional, na medida em que uma condição-chave parece ser a acumulação de superávits comerciais e em conta corrente. Isso, no entanto, depende de outras economias terem capacidade e disposição de aceitar o acúmulo de déficits comerciais e em conta corrente. Parece, portanto, que nem todos os países podem ascender na hierarquia de moedas simultaneamente, especialmente sem que outros desçam para posições inferiores.

## REFERÊNCIAS

- Akyüz, Y.; Cornford, A. (1999). Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. *UNCTAD, Discussion Paper 143*, November.
- Aizenman, J., Lee, Y.; Rhee, Y. (2004). International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and a Case Study of Korea. *NBER Working Paper #10534*, June.
- Andrade, R.; Prates, D.M. (2013). Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35, pp.399-416.
- Araujo, E.; Gala, P. (2012). Regimes de Crescimento Econômico no Brasil: Evidências Empíricas e Implicações de Política. *Estudos Avançados*, 26, pp.41-56.
- Arestis, P.; Sawyer, M. (1998). Keynesian Economic Policies for the New Millennium. *The Economic Journal*, 108, pp.181-195.
- Arestis, P.; Sawyer, M. (2006a). Interest Rates and the Real Economy. In: Gnos, C; Rochon, L.P. (eds). *Post Keynesian Principles of Economic Policy*. Aldershot Edward Elgar, pp.3-20.
- Arestis, P.; Sawyer, M. (2006b). The Nature and Role of Monetary Policy When Money is Endogenous. *Cambridge Journal of Economics*, 30, pp.847-860.
- Barbosa-Filho, N. (2006). Exchange rates, growth and inflation. *Paper submitted to the Annual Conference on Development and Change*, Campos do Jordão/SP, Brazil, November.
- Blecker, R.A. (2009). Davidson on Keynes: The Open Economy Dimension. *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(1), pp.19-41.

- Bresser-Pereira, L.C.; Oreiro, J.L.; Marconi, N. (2015). *Developmental Macroeconomics as a Growth Strategy*. Abington: Routledge.
- Bryan, D. (1999). Internationalization of Capital. In: O'Hara, P.A. (ed.). *Encyclopedia of Political Economy*, vol. 1. London: Routledge.
- Brito, R.D.; Bystedt, B. (2010). Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 91, pp.198-210.
- Calvo, G.; Reinhart, C. (2002). Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp. 379-408.
- Carvalho, F.J.C. (1992). *Mr Keynes and the Post Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Carvalho, F.J.C. (2010). The Accumulation of International Reserves as a Defensive Strategy. In: Griffith-Jones, S.; Ocampo, J.A.; Stiglitz, J. (eds.). *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press, pp. 269-284.
- Chesnais, F. (ed.) (1996). *La Mondialisation Financière: Genèse, Coût et Enjeux*. Paris: Syros.
- Cohen, B.J. (1998). *The Geography of Money*. Ithaca: Cornell University Press.
- Cohen, B.J. (2004). *The Future of Money*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Corden, W.M. (1980). Relationships between Macro-economic and Industrial Policies. *The World Economy*, 3(2), pp.167-184.
- Davidson, P. (1982). *International Money and the Real World*. New York: Wiley.
- Davidson, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Davidson, P. (2000). Liquidity vs. Efficiency in Liberalized International Financial Markets: A Warning to Developing Economies. *Brazilian Journal of Political Economy*, 20(3), pp. 3-21.
- Eichengreen, B. (2002). Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target? *Banco Central do Brasil Working Paper no. 36*, February.
- Eichengreen, B.; Hausmann, R. (eds.) (2005). *Other People's Money – Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ferrari-Filho, F.; L.F. Paula. (2009). Exchange Rate Regime Proposal for Emerging Countries: A Keynesian Perspective. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31, pp.227-248.
- Flandreau, M.; Sussmann, N. (2005). Old Sins – Exchange Clauses and European Foreign Lending in the Nineteenth Century. In: Eichengreen, B.; Hausmann, R. (eds.). *Other People's Money*. Chicago: University of Chicago Press, pp.154-189.

Flassbeck, H. (2001). The Exchange Rate – Market Price or Economic Policy Tool. *UNCTAD Discussion Paper # 149*, November.

Flassbeck, H. (2014). Competitive Exchange Rates and Macroeconomic Theory. In: Bresser-Pereira, L.C.; Kregel, J.; Burlamaqui, L. (eds.). *Financial Stability and Growth: Perspectives on Financial Regulation and New Developmentalism*. Abington: Routledge, pp.15-26.

Frenkel, R. (2006). An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies focused on Employment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), pp. 573-591.

Fritz, B.; Prates, D.M. (2014). The New IMF Approach to Capital Account Management and Its Blind Spots: Lessons from Brazil and South Korea. *International Review of Applied Economics*, 28, pp.210-239.

Gala, P. (2008). Real Exchange Rate Levels and Economic Development: Theoretical Analysis and Econometric Evidence. *Cambridge Journal of Economics*, 32, pp.273-288.

Grabel, I. (1996). Marketing the Third World: The Contradictions of Portfolio Investment in the Global Economy. *World Development*, 24(11), pp.1761-1776.

Griffith-Jones, S. (1995). Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación. *Pensamiento Iberoamericano*, 27, pp.41-76.

Haldane, A.G. (2011). The Big Fish Small Pond Problem. *Speech given at the Institute for New Economic Thinking Annual Conference*, Bretton Woods, New Hampshire, 9 April 2011. <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech489.pdf>. Accessed in September 2016.

Harvey, J.T. (2009). *Currencies, Capital Flows and Crises: A Post Keynesian Analysis of Exchange Rate Determination*. London: Routledge.

International Monetary Fund (IMF) (2014). *The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View*.” <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>. Accessed in September 2016.

Kaltenbrunner, A. (2011). *Currency Internationalization and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post-Keynesian Analysis of Brazil*. PhD thesis, School of Oriental and African Studies (SOAS), University of London.

Kaltenbrunner, A. (2015). A post Keynesian Framework of Exchange Rate Determination: A Minskyan Approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38, pp.426-448.

Keynes, J.M. (2007) [1936]. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Palgrave Macmillan.

Keynes, J.M. (2013a) [1930]. *A Treatise on Money, II. The Applied Theory of Money (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume VI)*. Cambridge: Cambridge University Press.

Keynes, J.M. (2013b) [1944]. *Activities 1941-46: Shaping the Post-War World, Bretton Woods and Reparations (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XXVI)*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kregel, J. (2015). Emerging Markets and the International Financial Architecture: A Blueprint for Reform. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35, pp.285-305.

Magud, N.; Reinhart, C. (2006). Capital Controls: An Evaluation. *NBER Working Paper # 11973*.

Magud, N.; Reinhart, C; Rogoff, K. (2011). *Capital Controls. Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach*. Cambridge, NBER.

Mishkin, F.S. (2008). Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 44(6), pp.5-16.

Mohanty, M. (2012). Fiscal Policy, Public Debt and Monetary Policy in EMEs: An Overview. *BIS Papers # 67*, October.

Mohanty, M.; Klau, M. (2001). What Determines Inflation in Emerging Market Economies? *BIS Papers # 8*.

Mohanty, M.; Scatigna, M. (2005). Has Globalization Reduced Monetary Policy Independence? *BIS Papers # 23*.

Obstfeld, M.; Taylor, A.M. (2004). *Global Capital Markets – Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge: Cambridge University Press.

Ocampo, J.A. (2012). The Case For and Experience With Capital Account Regulations. In: Gallagher, K.P.; Griffith-Jones, S.; Ocampo, J.A.; Bhattacharya, A.; Blyth, M.; Burlamaqui, L.; Epstein, G. (eds.). *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. Boston: Pardee Center Task Force Report, pp.13-22.

Ocampo, J.A. (2001). International Asymmetries and the Design of the International Financial System. *CEPAL Serie Temas de Coyuntura # 15*, Santiago de Chile: CEPAL.

Ocampo, J.A.; Martin, J. (2003). *Globalization and Development: A Latin American and Caribbean Perspective*. Palo Alto: Stanford University Press.

Pollin, R.; Zhu, A. (2009). Inflation and Economic Growth: A Cross-country Non-linear Analysis. In: Epstein, G.; Yeldan, E. (eds.). *Beyond Inflation Targeting*. Cheltenham: Edward Elgar, pp.116-139.

Prebisch, R. (1949). *The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems*. New York: United Nations Department of Economic Affairs.

Razmi, A.; Rapetti, M.; Skott, P. (2012). The Real Exchange Rate and Economic Development. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23, pp.151-169.

Riese, H. (2004). Development Strategy and Economic Theory: Comments on a Neglected Topic. In: Hölscher, J.; Tomann, H. (eds.). *Money, Development and Economic Transformation. Selected Essays*. London: Palgrave, pp.84-113.

Rodrik, D. (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brooking Papers on Economic Activity*, 29, pp.365-412.

Schulmeister, S. (1988). Currency Speculation and Dollar Fluctuations. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, December, pp.343-365.

Sicsú, J. (2001). Credible Monetary Policy: A Post Keynesian approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, 23 (4), pp.670-686.

Skidelsky, R. (2000). *John Maynard Keynes: Fighting for Britain - 1937-1946*. London: Macmillan.

Studart, R. (2006). Integrating Uneven Partners: The Destabilizing Effects of Financial Liberalization and Internationalization of Latin American Economies. In: Vernengo, M. (ed.). *Money Integration and Dollarization*. Cheltenham: Edward Elgar.