

Macroeconomia Aberta em Contexto de Globalização Financeira: algumas notas em uma perspectiva pós-keynesiana

Luiz Fernando de Paula*

Introdução

É fato conhecido que a teoria pós-keynesiana nos anos 1970 e 1980 foi originalmente formulada para descrever economias fechadas, procurando dar uma explicação coerente porque as economias de mercado tendem a ser falhas em alcançar prosperidade econômica com pleno emprego e distribuição de renda mais adequada. As transformações recentes da economia, no contexto do que é conhecido amplamente como globalização, levaram a novos desenvolvimentos teóricos na economia pós-keynesiana que procurassem dar conta do novo contexto. De fato, vários desenvolvimentos importantes foram feitos a partir da década de 1990 (ver, entre outros, McCombie e Thirwall, 1994; Deprez e Harvey, 1999; Davidson, 2002), mas ainda assim reconhece-se a falta de um arcabouço teórico mais acabado para assuntos relacionados à economia internacional¹.

Em particular, economistas pós-keynesianos têm procurado avaliar criticamente as questões relacionadas à globalização e suas implicações². Contudo, neste particular não há um consenso entre os autores pós-keynesianos, tal como mais ou menos havia quando se considerava uma economia fechada. Há, contudo, algumas concepções básicas que são comuns nas diferentes avaliações e proposições (cf Smithin, 2001). Em primeiro lugar, pós-keynesianos reafirmam a importância da noção de incerteza não-probabilística (em oposição a risco probabilístico) para entender o funcionamento de economias capitalistas em contexto de globalização. No contexto internacional, esta consideração tem implicações profundas para entender os movimentos especulativos imprevisíveis da capital financeiro e as fortes flutuações nas taxas de câmbio daí decorrentes. Neste particular, pós-keynesianos tendem a ser favoráveis a medidas que reduzam a incerteza e tornem o ambiente

*Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – FCE/UERJ e Pesquisador do CNPq.

¹ Holt e Pressman (2001, p. 128), por exemplo, assinalam que “pós-keynesianos devem também explorar mais cuidadosamente as conseqüências de se mover de uma economia fechada para uma economia global”.

² O leitor brasileiro tem a disposição uma coletânea abrangente sobre globalização financeira, com autores estrangeiros e nacionais (Ferrari Filho e Paula, 2004).

internacional menos turbulento, podendo aí incluir controles de capitais, arranjos monetários que resultem em uma maior estabilidade da taxa de câmbio, estabelecimento de uma poderosa entidade supra-nacional regulatória, reordenamento do sistema monetário internacional, etc.

Em segundo lugar, e associado ao anterior, pós-keynesianos insistem na importância de um gerenciamento macroeconômico que assegure pleno emprego e prosperidade geral. Isto requer - em contexto de globalização financeira - isto é, de maior interdependência econômica e maior intensidade no fluxo de capitais entre países - que se crie condições para se adotar políticas econômicas autônomas. Neste particular dois tipos de respostas à globalização emergem da perspectiva pós-keynesiana: uma que busca uma solução internacional, incluindo instituições financeiras internacionais e maior regulação sobre as paridades da taxa de câmbio e sobre os fluxos de capital - que toma como modelo a proposta de Keynes nos anos 1940 de criação de uma União de Compensação Internacional; uma outra, em uma linha mais doméstica, que sugere a adoção de uma política defensiva frente a globalização, através de medidas que proporcione maior autonomia para o país adotar políticas keynesianas expansionistas.

Este artigo tem como objetivo discutir a macroeconomia em uma economia aberta a partir de uma perspectiva pós-keynesiana. Esta perspectiva se apóia no princípio de incerteza não-probabilística, de não-neutralidade da moeda, e de tempo histórico unidirecional, e tem como consequência uma visão de que nas economias de mercado não há mecanismo que garanta a priori a estabilidade da economia via ação de mercados livres. Neste contexto, pretende-se resgatar e discutir algumas contribuições pós-keynesianas para a análise de temas atuais da economia internacional: efeitos da liberalização e integração dos mercados financeiros, crises cambiais, vulnerabilidade externa, restrição externa ao crescimento de países em desenvolvimento, perda de autonomia das políticas econômicas domésticas, controle de capitais e reestruturação do sistema monetário internacional.

O artigo está dividido em três seções, além desta introdução. Na seção 2 analisa-se as características e evidências empíricas relacionadas à globalização financeira. A seção 3, por sua vez, faz uma breve análise da visão pós-keynesiana de economia monetária. Já a seção 4 avalia desenvolvimentos teóricos pós-keynesianos relacionados à macroeconomia aberta em contexto de globalização. Por fim, a seção 5 conclui o artigo.

2. Globalização financeira: características e evidências empíricas

Nos anos 1970, devido à crise econômica nas economias capitalistas avançadas e das críticas feitas pelos economistas novo-clássicos à teoria keynesiana, tanto a teoria quanto as políticas keynesianas de natureza intervencionista foram consideradas mortas, cedendo lugar a concepções teóricas (e ideológicas) mais próximas ao neoliberalismo. Nesse sentido, a desregulamentação dos mercados passou a ser a tônica principal das reformas econômicas empreendidas tanto nos países desenvolvidos quanto nos países em desenvolvimento. Em particular, a livre mobilidade de capitais, que resulta do processo de liberalização financeira, passou a ser defendida como capaz de aumentar a eficiência na alocação de capitais a nível mundial, beneficiando especialmente os países emergentes, que teriam escassez crônica de poupança³. Ademais, poderia ajudar a estabilizar tais economias, seja através da maior diversificação de fontes de fundos, seja impondo uma disciplina de mercado a esses países. Neste contexto, o próprio Fundo Monetário Internacional (FMI) nos anos 1990 passou a sugerir reformas estruturais liberalizantes, impondo condicionalidades aos países que lhe solicitam ajuda, como um dos eixos centrais de seu receituário político no mundo.

Como resultado da maior instabilidade macroeconômica que resultou do fim do sistema de Bretton Woods a partir do início dos anos 1970, da liberalização dos mercados financeiros, e das inovações tecnológicas na área de informática e telecomunicações, observou-se ao longo das décadas de 1970 e 1980 um aumento no volume e na velocidade de recursos no mercado financeiro internacional, e uma maior integração entre os mercados financeiros a nível global, no contexto do que ficou conhecido como processo de *globalização financeira*. Uma das conseqüências desse processo tem sido uma certa tendência à criação de um único mercado mundial de dinheiro e de crédito.

A globalização financeira tem colocado algumas questões importantes para a teoria econômica, como a perda de autonomia das políticas econômicas nacionais, a ausência de um padrão monetário internacional estável, a dificuldade de se alcançar um regime cambial

³ Segundo Fischer (1998, p. 3), “a liberalização da conta de capital pode trazer benefícios significativos para os países. Residentes e governos são capazes de tomar emprestado em termos mais favoráveis, e os mercados financeiros domésticos tornam-se mais eficientes como resultado da introdução de tecnologias financeiras mais avançadas, resultando em uma melhor alocação de poupanças e investimentos”.

“ótimo” (do ponto de vista da conjugação de equilíbrio externo com estabilidade macroeconômica doméstica), a maior interdependência econômica entre os países e, conseqüentemente, a maior propensão ao contágio das crises cambiais.

As sucessivas crises cambial-financeiras que ocorreram em vários países ao longo dos anos 1990 (México, Sudeste Asiático, Rússia, Brasil e Argentina, entre outros), e seus impactos deletérios para estas economias em termos de crescimento econômico, emprego etc., colocaram em xeque o processo de liberalização dos mercados e a própria adoção de políticas neoliberais. Estudos empíricos que procuraram avaliar os efeitos da integração financeira sobre o crescimento econômico e outras variáveis macroeconômicas mostraram que: (i) não há uma correlação definida entre liberalização financeira e variáveis tais como crescimento econômico⁴, estabilidade inflacionária, relação investimento/PIB, etc.; (ii) a volatilidade da taxa de câmbio em países emergentes - resultado dos movimentos de fluxos de capitais - afeta negativamente taxa de juros, dívida pública, investimento, entre outras variáveis⁵.

Neste contexto, os benefícios concretos da globalização financeira, com mercados desregulados, passaram recentemente a ser seriamente questionados, ao mesmo tempo em que se tem tornado imperativo a necessidade de se criar novas formas de regulação dos fluxos de capitais entre os países, ou mesmo, como defendem alguns economistas, uma “nova arquitetura financeira mundial”. Crises financeiras e cambiais nos anos 1990 colocaram em xeque a adoção de políticas neoliberais. A experiência empírica mostra forte evidências de que a liberalização da conta capital aumenta a vulnerabilidade da economia a mudanças no sentimento. A macroeconomia keynesiana volta ao centro das atenções, destacando-se, entre outros, economistas como Joseph Stiglitz (ex-Vice-Presidente do Banco Mundial), Paul Davidson (Universidade do Tennessee) e Jan Kregel (UNCTAD/ONU).

⁴ Um estudo feito por economistas do Fundo Monetário Internacional (Prasad *et al*, 2003, p. 6) sintetiza os achados empíricos da literatura internacional: “um exame sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira e desempenho do crescimento do produto”. Os autores mostram, ainda que existe pouca evidência de que a integração financeira tem ajudado países em desenvolvimento a melhor estabilizarem as flutuações no crescimento do consumo e que a maior volatilidade macroeconômica provavelmente aumenta as medidas de pobreza absoluta e relativa em casos de crises financeiras já que essas resultam em grandes aumentos no desemprego.

⁵ Ver, entre, outros, Guérin e Lahrière-Révil (2003) para uma avaliação empírica dos impactos das variações cambiais nas decisões de investimento em países desenvolvidos, e IMF (2003) para uma avaliação dos impactos da volatilidade cambial sobre as finanças públicas em países em desenvolvimento.

3. Visão pós-keynesiana de economia monetária: uma breve análise

A abordagem pós-keynesiana de economia monetária pode ser resumida considerando alguns conceitos/idéias básicos que se diferenciam do “mainstream”, ao vir de encontro à concepção de mercados auto-regulados, posto que se concebe que não há mecanismo de mercado que garanta *a priori* a estabilidade da economia⁶.

Uma primeira noção central da teoria pós-keynesiana é de que os agentes operam sob um ambiente de incerteza não-probabilística. A incerteza, como assinalou Keynes (1973, p. 114), refere-se a fenômenos para os quais “não existe base científica para se formar qualquer probabilidade calculável”, no que resulta na impossibilidade de se determinar *a priori* o quadro relevante de influências que atuarão entre a decisão de se implementar um determinado plano e a obtenção efetiva de resultados. Incerteza significa que o futuro é desconhecido no sentido de que os dados do passado não provêm – necessariamente – informação confiável com relação ao futuro. Eventos não podem ser completamente antecipados, pois o futuro não é calculável nem é um reflexo estatístico do passado. Uma vez que as expectativas dos agentes são geralmente formadas sob incerteza, elas são inerentemente instáveis. De fato, os agentes podem ajustar suas expectativas – e freqüentemente o fazem – uma vez que suas percepções do ambiente econômica se alteram. Pós-keynesianos enfatizam, portanto, o papel das expectativas heterogêneas dos agentes e a importância de eventos não completamente antecipados.

Uma segunda noção – relacionada à anterior – é a de não neutralidade da moeda. Ao contrário da teoria neoclássica para quem todos os teoremas fundamentais são estabelecidos em termos reais, por consideração direta a bens, preferências e constrangimentos técnicos, na abordagem pós-keynesiana, seguindo Keynes, a moeda – como representação geral da riqueza, um ativo que pode ser retido como poder de compra em sua forma mais pura a ser gastos em alguma data futura indefinida - “afeta motivos e decisões dos agentes”, pois proporciona flexibilidade aos agentes em momento de maior incerteza. Portanto, a moeda, por seu atributo de representação do poder de compra em sua forma mais pura e sua capacidade de liquidar dívidas, influencia as escolhas que são feitas como um meio de

⁶ Ver, entre outros, Carvalho (1992), Lavoie (1992) e Davidson (1994).

conservar a riqueza. Por seu atributo de liquidez máxima, a moeda compete com outros ativos, afetando conseqüentemente as decisões de produção e de acumulação de riqueza.

Em terceiro lugar, pós-keynesianos acreditam que a economia é melhor “modelada” como existindo um tempo histórico e unidirecional em vez do tempo lógico ou mecânico. As decisões econômicas são freqüentemente processos irreversíveis – já que uma vez iniciado só podem ser detidas às custas de grandes perdas e cujas condições iniciais não podem ser repostas – que se desenrolam em um contexto de um futuro desconhecido. Uma vez que os resultados econômicos são realizados, os participantes do mercado levam-no em conta e seu próprio comportamento então é alterado, pois uma decisão crucial destrói o contexto em que a decisão foi tomada, e, por isso, não pode ser repetida. Assim, a tomada de decisão em um determinado período de tempo é o resultado de ações passadas, baseadas com freqüência em expectativas não preenchidas, combinada com expectativas sobre o futuro. Tais expectativas, como visto acima, são sujeitas a mudanças voláteis. Um dos corolários dessa concepção, é que os modelos de equilíbrio geral não são, a princípio, apropriados para analisar a dinâmica da economia, uma vez que eles tipicamente partem do pressuposto de que tudo acontece simultaneamente e que os processos econômicos são reversíveis, repetitivos, e que os agentes corrigem gradualmente seus erros. Ademais, a economia é tida como estável nesses modelos, ao menos até que os parâmetros do modelo sejam alterados, enquanto que na concepção pós-keynesiana não há mecanismo de mercado que garanta *a priori* a estabilidade da economia. De fato, sob condições histórica, institucional e política, o comportamento dos ciclos econômicos pode ter maior ou menor amplitude, mas sempre carregam um potencial para crise.

4. Macroeconomia aberta em contexto de globalização segundo a abordagem pós-keynesiana

4.1. Fluxos de capitais, especulação financeira e crises cambiais

Como ressaltado inicialmente, abordagem pós-keynesiana reafirma a importância da noção de incerteza não-probabilística para entender o funcionamento de economias capitalistas em contexto de globalização. Pós-keynesianos rejeitam a hipótese dos mercados eficientes e das expectativas racionais para explicar o comportamento dos mercados

financeiros⁷. Em um mundo incerto, em que os fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base informacional sobre o qual se apóiam as decisões humanas sobre acumulação de riqueza é incompleta, as avaliações futuras dos mercados são sempre sujeitas a desapontamentos. Se as expectativas dos agentes são inseguras, face a sua percepção de incerteza, os preços nos mercados financeiros podem flutuar fortemente ou temporariamente repousar em qualquer valor. Isto porque o grau de confiança com que os agentes vêem o futuro é comum flutuar no tempo, em resposta às mudanças nas expectativas formuladas por eles. Na visão pós-keynesiana o “valor intrínseco” de um ativo, relacionado a valores derivados do desconto apropriado do fluxo de retornos esperados dos ativos, não existe, já que a taxa de desconto varia de acordo com as percepções de risco que se alteram em respostas a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento. Em outras palavras, o “valor intrínseco” ou “fundamental” dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza no sentido Knight-Keynes⁸.

No que se refere ao funcionamento dos mercados financeiros globais, o ponto de partida da análise pós-keynesiana é que no mundo pós-Bretton Woods a combinação entre taxas de câmbio voláteis, liberalização financeira e globalização dos mercados financeiros

⁷ A visão convencional tem como “benchmark” de sua análise sobre o funcionamento dos mercados a hipótese dos mercados eficientes, que de acordo com Fama (1980) significa que os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos. Ao adicionar-se a esta teoria a hipótese de expectativas racionais, está se pressupondo que os agentes econômicos fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos. Deste modo, os sinais de mercado provêm informações suficientes para a previsão dos eventos futuros, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades. Portanto, os agentes baseiam suas posições de mercado no processamento eficiente de toda informação disponível que incide na presente rentabilidade do ativo. Em tal contexto, o tomador de decisões acredita que uma distribuição de probabilidade objetiva governa os resultados presentes e futuros de mercado. Logo, toda informação relevante sobre os “fundamentos econômicos” existe e está disponível aos participantes do mercado, sendo tais fundamentos o guia primário quando estes formam suas expectativas. Esta informação, por sua vez, é incorporada na base histórica de dados e nos sinais de preços do mercado presente. O preço formado no mercado agrega instantaneamente todas as informações disponíveis existentes, assim como as expectativas dos operadores. Para uma avaliação crítica da hipótese de mercados eficientes, ver Glickman (1994) e Davidson (2002, cap. 11).

⁸ Daí segue que o ponto de partida da abordagem pós-keynesiana com respeito a bolhas consiste em analisar a forma pela qual os agentes econômicos formam as suas expectativas a respeito dos dividendos futuros dos ativos financeiros, em um contexto de incerteza não-probabilística, ou seja, em que o conhecimento que os agentes possuem não lhes permite construir uma distribuição de probabilidade que seja única, aditiva e totalmente confiável para os resultados esperados de suas decisões. Oreiro (2004) elabora uma abordagem pós-keynesiana de bolhas em que estas decorrem, ao mesmo tempo, de um processo endógeno de mudança do “estado de confiança” a respeito das firmas em honrar os seus compromissos contratuais junto aos bancos comerciais e de um aumento contínuo do nível de fragilidade financeira da economia como um todo.

têm aumentando sobremaneira o movimento internacional de capitais. Contudo, ao contrário da perspectiva convencional da globalização financeira – que ressalta como os possíveis benefícios da integração financeira uma mais eficiente alocação internacional de recursos, aprimoramentos nas políticas macroeconômicas e instituições devido a pressões competitivas ou efeito disciplinador da globalização, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico em função do aprimoramento da estrutura regulatória do setor bancário, entre outros fatores (cf Prasad et al, 2003) – a visão pós-keynesiana sustenta que a crescente mobilidade de capital é mais instabilizadora do que estabilizadora, uma vez que aumenta a probabilidade de crises cambiais/financeiras e torna o gerenciamento macroeconômico doméstico mais difícil⁹. Em outras palavras, a globalização financeira tem sido fonte de instabilidade ampliada no que se refere à ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos e à diminuição no grau de liberdade de políticas econômicas domésticas, com efeitos profundos sobre as variáveis reais da economia (produto e emprego). Isto porque liberalização e integração dos mercados financeiros e a existência de novos instrumentos financeiros (como derivativos) ampliaram possibilidade de realização de atividades especulativas. Especulação, em uma economia global, tem caráter disruptivo não somente em mercados domésticos mas sobre países como um todo, criando uma espécie de cassino financeiro ampliado¹⁰.

Portanto, os fluxos de capitais são vistos como tendo um potencial tanto de instabilidade econômica, como também de aumento na divergência econômica entre países. A perspectiva pós-keynesiana procura retomar a idéia de instabilidade dos mercados financeiros de Keynes (1964, pp. 154-55), em que as práticas especulativas de curto prazo e não os fundamentos de longo prazo determinam os preços dos ativos: “a maior parte dessas pessoas está, de fato, fortemente preocupada não com a elaboração de uma previsão superior de longo termo quanto aos rendimentos prováveis de um investimento ao longo de sua vida inteira, mas com mudanças previsíveis na base convencional de valorização num prazo mais curto do que o possa o público em geral. Eles estão preocupados não com o valor que o investimento tem para um homem que compra ‘para mantê-lo’, mas como o

⁹ Uma boa avaliação dos custos e benefícios da globalização é feita em Eatwell e Taylor (2000, cap. 2).

¹⁰ É conhecida a passagem da Teoria Geral, onde Keynes (1964, p. 159) estabelece uma conexão entre os setores financeiro e real da economia: “a posição é séria quando o empreendimento torna-se uma bolha sobre o redemoinho da especulação. Quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será malfeito”.

mercado o avaliará, sob a influência da psicologia de massas, daqui a três meses ou um ano”. Deste modo, as expectativas formuladas nos mercados financeiros não podem se apoiar nos fundamentos do mercado, devido a falta de uma base objetiva de julgamento, sob condições de incerteza radical. Assim, para Keynes e pós-keynesianos, a especulação é essencialmente uma atividade de antecipar a psicologia do mercado, já que a chave do sucesso da aplicação em ativos financeiros não é prever os fundamentos futuros dos ativos mas, sobretudo, o movimento dos outros investidores¹¹.

Economistas pós-keynesianos e também keynesianos de outras matrizes teóricas¹² procuram mostrar, neste particular, que com a liberalização dos mercados e o surgimento e ampliação de novos instrumentos financeiros (como derivativos) aumentou a possibilidade de realização de operações especulativas em mercados financeiros globais. Em contraste com os mercados fechados do passado, os fluxos de capital no presente podem ter uma ação disruptiva sobre países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Como observam Eichengreen et al (1995, p. 164), “volatilidade nas taxas de câmbio e nas taxas de juros induzidas pela especulação e pelos fluxos de capitais podem ter conseqüências econômicas reais, devastadoras para setores particulares e para economias inteiras”.

Um exemplo disto é a determinação da taxa de câmbio, que sob condições de mobilidade de capitais passa a ser cada vez mais determinada de forma dominante pelas decisões de portfólio dos investidores internacionais no que se refere a fluxos de capitais, que são predominantemente de curto prazo. Assim, fluxos de capitais passam a ter uma forte influência sobre os mercados cambiais, tornando as taxas de câmbio bem mais voláteis do que seriam se seus movimentos fossem explicados pelo comportamento dos fluxos de comércio e serviços produtivos da conta de transações correntes do balanço de pagamentos. As decisões de portfólio, por suas vez, são dependentes das mudanças nos sentimentos de mercado, isto é, das expectativas formuladas pelos investidores. Tais expectativas são “modeladas” usando uma combinação entre instrumentos convencionais pós-keynesianos – como a convenção de que os agentes consideram a opinião média

¹¹ Um corolário importante desta abordagem é a ausência do pressuposto de equilíbrio de longo prazo como centro gravitacional. Em outras palavras, não há condições de equilíbrio independentes das expectativas formadas pelos agentes econômicos.

¹² Ver, por exemplo, um “velho” keynesiano como Tobin (1978) e um “novo” keynesiano como Stiglitz (2000), para avaliações críticas ao processo de liberalização financeira.

quando formam suas expectativas frente a um futuro incerto - e de outros fatores de natureza psicológica. De acordo com Harvey (2003, p. 133), “o quadro que emerge não é de um mercado caracterizado pela estabilidade, eficiência e ação otimizadora (todos guiados de forma benevolente pela mão invisível dos fundamentos), mas de uma instituição onde as ações consideradas imperfeitas dos agentes criam os preços das moedas. Essas ações podem ser marcadas pela estabilidade por longos períodos de tempo (...) uma vez que os agentes confiam na convenção para ancorar [suas expectativas] em níveis estáveis (...), mas porque eles estão sujeitos a comportamentos imitativos eles podem estar aptos a uma rápida revisão face a eventos importantes (mesmo que esses eventos possam parecer inconseqüentes para mãos mais frias).”

Assim, o comportamento dos especuladores pode estar associado a algum tipo de “comportamento de manada”, já que sob incerteza um investidor tem incentivo a imitar o comportamento médio dos demais agentes, uma vez que esses podem ter informações que ele não tem e, na pior das hipóteses, é melhor perder conjuntamente do que perder sozinho. Em outras palavras, o comportamento “seguir a maioria” pode ser uma convenção adequada para superar a incerteza sobre o futuro, sobretudo em condições quando a incerteza aumenta o desconhecimento das ações de outros agentes. Este tipo de comportamento pode inclusive gerar “profecias auto-realizadas”, o que faz com que as expectativas determinem as trajetórias de preços nos mercados financeiros e cambiais¹³.

Deste modo, economistas pós-keynesianos chamam atenção para o crescimento da instabilidade e das crises na atual fase de globalização. Instabilidade financeira e ataques especulativos não são vistas como anomalias, mas como resultantes da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market marker* global. Em outras palavras, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Crises cambiais não são apenas resultados de comportamentos “irracionais” dos investidores, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados sem um sistema de regulação

¹³ É interessante destacar que na visão convencional o comportamento de manada é apresentado como uma explicação alternativa para a racionalidade das bolhas, sendo originada pelo custo de reunir informações que faz com os investidores sejam estimulados a diversificar geograficamente seus portfólios. Ver, a respeito, Andrade e Silva (1999).

adequado¹⁴. A experiência internacional mostra que crises cambiais podem ocorrer mesmo quando os “fundamentos econômicos” de um país estão em ordem – como, por exemplo, a existência de uma situação fiscal equilibrada.

4.2. Vulnerabilidade externa e sustentabilidade do balanço de pagamentos

No que se refere ao problema de vulnerabilidade externa e de sustentabilidade do balanço de pagamentos em países em desenvolvimento, economistas pós-keynesianos têm dado uma contribuição importante. Duas vertentes despontam neste particular: uma linha inspirada na análise do multiplicador de comércio de Harrod, desenvolve um modelo de crescimento estrangido pelo balanço de pagamentos, tomando como ponto de partida a Lei de Thirwall (McCombie e Thirwall, 1994; Thirwall, 2002); uma segunda linha inspirada na hipótese de fragilidade financeira do Minsky desenvolve o conceito de fragilidade financeira externa (Paula e Alves Jr, 2000 e 2004) ou a emergência de bolhas especulativas decorrentes de situações em que as posturas financeiras dos agentes, em contexto de intensa mobilidade global de capitais, ultrapassam as fronteiras dos países (Dimsky, 1998 e 2004; Coutinho e Belluzzo, 2004).

O modelo de crescimento estrangido pelo balanço de pagamentos provê uma explicação keynesiana orientada pela demanda dos motivos pelos quais as taxas de crescimento entre países diferem entre si. O ponto central do modelo é que um país não pode incorrer em déficits no balanço de pagamentos por um período de tempo suficientemente longo que tenha que ser financiado pelos fluxos de capitais de curto prazo e que resulte em um crescente aumento na razão dívida externa líquida sobre PIB. Se um país tenta fazer isto, a operação dos mercados financeiros internacionais levará a um crescente pressão para baixo sobre a moeda doméstica, com o risco de colapso na taxa de câmbio e de uma conseqüente espiral depreciação/inflação. Conseqüentemente, o saldo básico do balanço de pagamentos – isto é conta corrente mais fluxos de capitais de longo prazo – tem que estar em equilíbrio.

Tal modelo tem como base a chamada “Lei de Thirwall”, que estabelece uma relação entre a taxa de crescimento dos países e a razão entre as elasticidades-renda de suas

¹⁴ Para um aprofundamento, ver Alves Jr et al (2004).

importações e exportações¹⁵. O crescimento da renda doméstica é função do crescimento da renda mundial, da taxa de mudança dos preços relativos e do crescimento dos fluxos líquidos de capitais externos, sendo que o impacto destas duas últimas variáveis sobre o crescimento econômico é quantitativamente negligenciável, de acordo com estimativas empíricas (cf McCombie, 2003). Assim, a análise se concentra sobre os efeitos da renda. Consequentemente, a taxa de crescimento da renda consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos (Y_B) é dada por

$$(1) \quad Y_B = \varepsilon z / \pi = x / \pi$$

onde ε é a elasticidade-renda mundial de demanda por exportações, π a elasticidade-renda doméstica da demanda por importações, z o crescimento da renda mundial, e x o crescimento das exportações.

Da equação acima, pode-se concluir que o crescimento das exportações de um país depende primariamente do crescimento da renda mundial (z) e da elasticidade-renda mundial de demanda por exportações (ε), isto é

$$(2) \quad x = \varepsilon z$$

A taxa de crescimento sustentável de um país (Y_B), isto é, aquela em que a nação pode sustentar sem incorrer no problema do balanço de pagamentos, depende do crescimento da renda mundial (z) e das elasticidades-renda por importações (π) e por exportações (ε), como mostra $Y_B = \varepsilon z / \pi$. O que a Lei de Thirwall indica é que se a posição de pagamentos internacionais de um determinado país não se deteriorar, então a razão de crescimento do país (Y_B) em relação ao crescimento do resto do mundo (z) deve ser igual a razão da elasticidade-renda mundial de demanda por exportações do país (ε) em relação a elasticidade-renda doméstica da demanda por importações (π), ou seja

$$(3) \quad Y_B / z = \varepsilon / \pi$$

Portanto, a Lei de Thirwall mostra que para conseguir um equilíbrio nos pagamentos internacionais, um país deve ajustar o crescimento de sua renda ao seu padrão de comércio, tal como expresso na razão das elasticidades-renda por exportações e importações, conforme a equação 3. Se $\varepsilon / \pi < 1$ e se o crescimento de um determinado país é constrangido pela necessidade de manter um equilíbrio no balanço de pagamentos, então

¹⁵ O artigo pioneiro sobre o assunto é Thirwall (1979). Ver, ainda, Thirwall (2002).

este país pode ser condenado a crescer a taxas menores do que àquelas de seus parceiros comerciais.

Esta abordagem tem especial aplicação na análise de restrições externas ao crescimento em países menos desenvolvidos. De forma geral, a baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportados por países menos desenvolvidos (matérias-primas e outras *commodities*), comparada com a maior elasticidade-renda das importações de bens produzidos pelos países desenvolvidos, gera déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos dos primeiros, o que acaba resultando numa restrição ao seu crescimento econômico. Deve ser assinalado, contudo, quem nem todos os países são necessariamente e simultaneamente constringidos pelo balanço de pagamentos: alguns podem ser “constringidos pela política”, em que políticas de gerenciamento da demanda resultam em um crescimento da renda real abaixo da taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos. O fundamental para romper a restrição externa de um país, e permitir diminuir o prêmio de risco-país e a excessiva volatilidade cambial, é garantir – principalmente através de políticas de reestruturação industrial e mesmo de substituição seletiva de importações – condições para a diminuição da elasticidade-renda da demanda por importações e o aumento da elasticidade-renda da demanda por exportações (McCombie e Thirlwall, 1994). Contudo, se um país menos desenvolvido continuar a desenvolver apenas suas vantagens comparativas estáticas, então ele estará possivelmente condenado a uma pobreza relativa, e a desigualdade na renda global de tornará maior ao longo do tempo¹⁶.

Uma segunda vertente pós-keynesiana analisa a questão da vulnerabilidade externa e de bolhas de ativos tomando como base a hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1982, 1986), segundo o qual as flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, com a fragilidade se elevando em períodos de rápido crescimento devido ao aumento da quantidade de agentes com posturas especulativas. Isto porque a própria dinâmica de crescimento econômico leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas para expandir o investimento. Haveria, assim, uma

¹⁶ Note que esta abordagem tem como inspiração a análise da deterioração dos termos de troca e a crítica a lei das vantagens comparativas feita originalmente por Raul Prebisch no início dos anos 1950, como é reconhecido pelos próprios autores. Ver McCombie e Thirlwall (1994).

tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas em se moverem de um estado de robustez para um estado de fragilidade ao longo do tempo.

Paula e Alves Jr (2000, 2004) utilizam a conceito de fragilidade financeira para avaliar a (maior ou menor) vulnerabilidade externa de um país, através de um índice de fragilidade financeira externa¹⁷. A idéia básica é usar este conceito em uma unidade econômica, constituída por um país, que tem fluxos de pagamentos e recebimentos em moeda estrangeira em suas transações com o resto do mundo. Tal estrutura financeira será mais ou menos frágil quanto mais (ou menos) se torne difícil para o país cumprir seus compromissos financeiros com o resto do mundo, ao menos que se recorra provisoriamente ao refinanciamento das obrigações de curto prazo e/ou à redução de suas reservas cambiais.

Uma economia aberta classifica-se como *hedge* se é capaz de cumprir plenamente suas obrigações reais e potenciais em moeda estrangeira (com relação ao fluxo de bens e serviços) sem precisar recorrer a refinanciamento. Isto significa que seus gastos correntes e compromissos financeiros - ambos em moeda estrangeira - são compatíveis com as receitas e com o grau de liquidez (também em moeda estrangeira) de seus ativos. Por sua vez, uma economia pode ser classificada como *especulativa* quando necessita do recurso ao refinanciamento (e/ou a perda de reservas cambiais) para pagar suas despesas de transações correntes e obrigações financeiras de não-residentes. Um país ao aumentar o financiamento de curto prazo agravará a sua fragilidade financeira se, no(s) ano(s) seguinte(s), as obrigações potenciais aumentam em relação às receitas financeiras obtidas durante o ano, às receitas correntes e às reservas cambiais do país¹⁸.

Dimsky (1998, 2004), por sua vez, procurou “especializar” a estrutura central analítica de Minsky, levando em consideração as fronteiras econômicas espaciais e as restrições cambiais. Ao se considerar os desequilíbrios comerciais e fluxos de fatores

¹⁷ O índice de fragilidade financeira externa (IFE) busca refletir a evolução da estrutura financeira de um país, comparando suas obrigações reais e potenciais em moeda estrangeira com sua respectiva capacidade de pagamento. Assim, $IFE = (M + D_i + D_{OS} + A + CCP_{-1} + IPL_{-1}) / (X + R_i + R_{OS} + RE_{-1} + IED + E_{ml})$, onde: M = importações; X = exportações; D = despesas com juros "i" e outros serviços (OS); R = receitas de juros "i" e outros serviços (OS); A = amortizações de empréstimos; CCP_{-1} = estoque de capital de curto prazo, acumulado até o trimestre anterior; IPL_{-1} = estoque de investimento líquido em portfólio, acumulado até o trimestre anterior; RE_{-1} = reservas oficiais, acumuladas até o trimestre anterior; IED = entrada de divisas correspondente a investimentos diretos; E_{ml} = empréstimos de médio e longo prazo.

¹⁸ Note que esta abordagem é compatível com o modelo de crescimento estrangido pelo balanço de pagamentos, para quem, como vimos acima, um país não pode incorrer em déficits no balanço de pagamentos por um período de tempo que tenha que ser financiado pelos fluxos de capitais de curto prazo e que resulta em uma crescente razão dívida externa líquida sobre PIB.

(capital, trabalho) através das fronteiras percebe-se que desequilíbrios interfronteiras nos movimentos de capitais podem ser uma fonte independente de fragilidade financeira, para além do impulso cíclico da economia. Deste modo, Dimsky argumenta que a fragilidade e a instabilidade financeira de uma economia dependem não apenas dos fatores do ciclo econômico, mas também das tensões entre o setor real e o financeiro da economia, que são inerentes a fluxos de capitais através das fronteiras de países. Assim, o surgimento de bolhas de ativos e tendências de crise financeira depende em parte dos mecanismos institucionais utilizados pela economia para canalizar os capitais em direção a opções de investimento. De modo complementar a esta abordagem, Coutinho e Belluzzo (2004) mostram que, dada a peculiaridade das economias contemporâneas – onde a finança direta e securitizada é dominante - de alta sensibilidade das decisões de gasto a flutuações nos preços dos ativos, observa-se uma intensa e continuada valorização da riqueza financeira privada, que resulta tanto num aumento das decisões de consumo e de investimento dos agentes com graus crescentes de alavancagem quanto em bolhas de ativos que podem no limite provocar graves colapsos financeiros e crises de difícil digestão.

4.3. Regimes cambiais, reestruturação do sistema monetário internacional e autonomia de política econômica

Como assinalado anteriormente, os processos de decisão tanto no mercado nacional quanto internacional são feitos sob condições de incerteza radical. Em tal ambiente, expectativas elásticas criam instabilidade e podem induzir a um processo de declínio cumulativo na taxa de câmbio. A adoção de um regime de câmbio totalmente flutuante¹⁹ aumenta a incerteza no processo decisório das agentes econômicos: “em um mundo incerto onde mudanças inesperadas são inevitáveis, o anúncio de um sistema de taxa de câmbio flutuante deve aumentar o receio de movimentos significativos na taxa de câmbio derivados de qualquer distúrbio exógeno. Este medo cria desincentivos para compromissos internacionais de longa duração pelos comerciantes internacionais. Ele também encoraja movimentos de capital especulativos e precaucionais de curto prazo uma vez que as expectativas sobre as taxas de câmbio futuras determinam a taxa de câmbio de hoje.”

¹⁹ Nas palavras de Tobin (1978, p. 153): “Eu acredito que o problema básico de hoje não é o regime cambial, se fixo ou flutuante. O debate sobre regimes obscurece o problema essencial, que é a excessiva mobilidade internacional do capital financeiro privado”.

(Davidson, 2002, p. 173). Pós-keynesianos, portanto, são favoráveis à estabilidade da taxa de câmbio da mesma forma que recomendam taxas de juros (baixas e) estáveis, de modo a criar um ambiente mais seguro que estimule os empresários a tomarem decisões relacionadas à produção e à ampliação de capacidade produtiva: “uma taxa de câmbio fixa, ou pelo menos muito estável, cujos movimentos são fortemente restringidos é uma condição necessária para encorajar empresários a se engajar mais livremente na produção internacional, no investimento e nas transações comerciais” (Davidson, 2002, p. 177).²⁰

Num contexto de incerteza ampliada, dois tipos de respostas à globalização financeira emergem da perspectiva pós-keynesiana: uma que busca uma solução internacional, incluindo instituições financeiras internacionais e maior regulação sobre as paridades da taxa de câmbio e fluxos de capital – que toma como modelo a proposta de Keynes (1980) nos anos 1940 de criação de uma União de Compensação Internacional; uma outra, em uma linha mais doméstica, que busca criar condições para adoção de uma política defensiva frente a globalização, através de medidas que proporcione maior grau de liberdade para o país adotar políticas keynesianas expansionistas. De forma geral, pós-keynesianos defendem a necessidade de reestruturação do sistema monetário internacional e a adoção de controles de capitais como forma de atenuar a instabilidade macroeconômica causada pela forte oscilação nos fluxos de capitais e permitir uma maior autonomia nas políticas econômicas domésticas.

Na primeira perspectiva, pós-keynesianos defendem a criação de novas estruturas institucionais e agências internacionais potencialmente fortes para servir como uma espécie de banco central global ou regulador dos fluxos cambiais²¹. Eastwell e Taylor (2000) propõem a criação de uma Autoridade Financeira Mundial (*World Financial Authority* – WEA) para desempenhar no domínio dos mercados financeiros mundiais o papel que é desempenhado pelos reguladores nacionais nos mercados domésticos em termos de regulação e supervisão. Uma proposta moderada de controle dos fluxos de capitais, que

²⁰ Note-se, contudo, que tais propostas não têm nada a haver com a adoção de regimes de câmbio fixo a la currency board, que opera com livre conversibilidade da conta de capital. Neste caso, abre-se mão da autonomia da política monetária, já que a emissão monetária fica atrelada às variações nas reservas cambiais.

²¹ Para uma avaliação dessas propostas, ver Alves Jr et al (2004, seção 5), no qual nos baseamos parcialmente na análise que se segue.

conta com a simpatia de alguns economistas pós-keynesianos²², é a chamada Taxa Tobin, que propõe um tributo de 1,25% para todas as transações internacionais de capital (Tobin, 1978). A estratégia da Taxa Tobin é penalizar movimentos de capital especulativo de curto prazo e assim contribuir para estabilidade nos fluxos de capitais, procurando ao mesmo tempo não desencorajar os investimentos de capital de longo prazo. Adicionalmente, a taxa poderia arrecadar um volume substancial de receitas, que seriam usadas no financiamento de projetos internacionais de desenvolvimento. As três razões pelo qual a taxa tem sido proposta são: (i) permitiria diminuir a volatilidade da taxa de câmbio, causada pelo volume excessivo de transações cambiais de curto prazo; (ii) potencial de receita do imposto para financiamento de projetos internacionais de desenvolvimento; e (iii) resultaria em um fortalecimento da autonomia da política econômica nacional, que poderia se voltar para objetivos domésticos. Alguns economistas pós-keynesianos, contudo, têm criticado a eficácia desta proposta, que seria tão-somente “colocar areia nas engrenagens das finanças internacionais” (Davidson, 2002, p. 203). Segundo Davidson, a proposta de Tobin de taxação de todas as transações cambiais seria incapaz de resolver o problema da instabilidade financeira quando os fluxos de portfólio especulativo são predominantes na economia mundial.

Alguns economistas pós-keynesianos têm proposto arranjos monetários internacionais que objetive uma maior estabilidade financeira internacional, entendida como condição imprescindível para que a economia mundial possa voltar a experimentar períodos mais duradouros de expansão e prosperidade econômica. Tais propostas normalmente procuram adaptar algo nos termos da União de Compensação Internacional proposta por Keynes ou nos termos do sistema de Bretton Woods.

A idéia central de Keynes era que a União de Compensação Internacional (*International Clearing Union*) tenha capacidade de exercer “a substituição de uma pressão contracionista por uma pressão expansionista sobre o comércio internacional” (Keynes, 1980, p.176). Para tanto, ele sugere a criação de um banco central mundial - responsável pela compensação de pagamentos internacionais – que fosse emissor de uma moeda internacional (*bancor*) para (i) estabilizar o nível de preços internacional; (ii) regular a

²² Para uma avaliação mais favorável a Taxa Tobin, ver Arestis e Sawyer (1997), que, entretanto, reconhecem que as dificuldades políticas e técnicas (por exemplo, existência de transações *off-shore*) na sua implementação.

liquidez internacional, evitando, assim, pressões tanto inflacionárias quanto deflacionárias na economia mundial; (iii) determinar o valor da taxa de câmbio entre as moedas nacionais e o *bancor*; (iv) fazer com que os custos de ajustamento do balanço de pagamentos passem a incidir tanto sobre os países deficitários quanto nos superavitários; e (v) controlar os fluxos de capitais de curto prazo, essencialmente especulativos.

É nesta direção que Davidson (1982, 1994) desenvolve uma proposta de reforma do sistema monetário internacional. Partindo de uma taxonomia particular para explicar que a dinâmica monetária em economias abertas pode ser tanto do tipo sistema monetário unificado – UMS (*unionized monetary system*) quanto do tipo sistema monetário não-unificado – NUMS (*non-unionized monetary system*)²³, a idéia de Davidson consiste em apresentar um conjunto de pontos necessários para que o UMS possa “(1) prevenir a falta de demanda efetiva global (...); (2) fornecer um mecanismo automático para colocar um maior peso dos ajustamentos no balanço de pagamentos sobre as nações superavitárias; (3) proporcionar a cada nação a habilidade de monitorar e, se desejável, controlar movimentos de capital; e, finalmente (4) expandir a quantidade de ativos líquidos” (Davidson, 1994, p.268).

Assim como Keynes, Davidson argumenta que o sistema monetário internacional deve estar centrado nos seguintes pontos básicos: (i) criação de uma unidade de compensação monetária internacional (*international money clearing unit* - IMCU) para regular a liquidez internacional; (ii) introdução de um mecanismo para permitir que a IMCU fosse “manipulada” tão-somente pelos bancos centrais nacionais; (iii) estabilização do sistema cambial para proteger as taxas de câmbio de ataques especulativos; e (iv) introdução de uma cláusula, um mecanismo de gatilho (*trigger mechanism*), para eliminar os desequilíbrios de balanço de pagamentos, sejam deficitários ou superavitários²⁴. Em outras palavras, Davidson propõe uma agência de compensação internacional para compensar os saldos líquidos entre países em termos de uma unidade de compensação

²³ Conforme Davidson (1994, cap. 12), em uma economia aberta de sistema monetário unificado (UMS) os contratos são expressos na mesma unidade monetária, visto que a taxa de câmbio é fixa, ao passo que em uma economia aberta de sistema monetário não-unificado (NUMS) os contratos são expressos em diferentes moedas, devido ao fato de que a taxa de câmbio é flexível.

²⁴ Pela cláusula do “mecanismo de gatilho” (*trigger mechanism*), os países credores seriam “incentivados” a gastar seus saldos de crédito acumulados no balanço de pagamentos em transações correntes de três maneiras: (i) aumentando seus volumes de importações provenientes dos países membros da IMCU com dificuldades de balanço de pagamentos; (ii) expandindo seus projetos de investimentos diretos nos referidos países; e (iii) transferindo, unilateralmente, recursos para os países deficitários do IMCU.

monetária internacional (IMCU), que seria a moeda internacional apenas para esses propósitos. As taxas de câmbio seriam fixadas em torno da IMCU, podendo ser ajustada se a unidade de custos em diferentes países estivessem muito desajustadas.

Por fim, um segundo tipo de resposta pós-keynesiana à globalização tem sido em uma linha mais pragmática, que defende medidas que permitam uma maior autonomia doméstica para se adotar políticas expansionistas keynesianas dentro de suas próprias fronteiras. Palley (1998), por exemplo, é favorável a adoção de um regime de câmbio flexível, mas que seja limitada a mobilidade de capital através de controles de capitais de alguma espécie, como, por exemplo, tributação sobre o ingresso de capitais e o estabelecimento de prazos mínimos de permanência do capital (a chamada “quarentena”). Isto permitiria que os países, individualmente, pudessem melhorar sua habilidade de perseguir uma política econômica mais autônoma e, ao mesmo tempo, manter uma taxa de câmbio mais estável²⁵. Em termos da chamada “trindade impossível” – que diz que as autoridades econômicas não podem atingir simultaneamente três objetivos: uma taxa de câmbio fixa, conversibilidade livre entre moeda do país com outras moedas e uma política monetária autônoma – o governo sacrificaria o segundo objetivo ao restringir os fluxos de capitais com o objetivo de obter uma maior independência na política monetária para alcançar objetivos macroeconômicos domésticos.

5. Conclusão

Este artigo procurou explorar alguns aspectos da visão pós-keynesiana para questões relacionadas à globalização financeira. Da análise feita, alguns pontos podem ser destacados:

a) A perspectiva pós-keynesiana tem uma visão crítica quanto aos impactos da globalização financeira, sendo particularmente contra a adoção de soluções de mercado para fazer face à globalização. O processo de globalização não é visto como algo

²⁵ Segundo Paula (2002, p.439), “Controles de capitais são usados para diferentes propósitos, dentre os quais destacam-se: (a) Manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta; (b) Discriminar entre fluxos desejáveis e indesejáveis de capitais; (c) Permitir a implementação de políticas monetárias domésticas autônomas (neste caso, se os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para objetivos econômicos domésticos); e (d) Preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital (inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos)”.

inexorável ou irreversível, podendo ser alterado em função da existência de instituições internacionais e nacionais, regulamentações, políticas etc.

b) Regimes cambiais, instituições financeiras internacionais, controles de capitais etc. não são um fim em si mesmo, mas meios para se atingir a um fim, que é a prosperidade econômica global, pleno emprego, e uma distribuição de renda mais equitativa entre indivíduos e entre países mais ricos e mais pobres (Smithin, 2001, p. 122).

c) A visão pós-keynesiana defende o gerenciamento das taxas de câmbio de forma a assegurar os objetivos domésticos de política econômica e de prover um ambiente mais previsível para o investimento produtivo e a atividade produtiva em geral.

d) Contudo, não há uma visão única a respeito das alternativas de políticas a serem adotadas para fazer face a globalização e tampouco concordância quanto a propostas de reforma de arquitetura monetária internacional. Todavia, de modo geral, defende-se que *prevenção a crises em vez de socorros a crises deve ser o objetivo principal das políticas de Estado.*

Referências bibliográficas

- Alves Jr, A. J., Ferrari Filho, F. e Paula, L.F.(2004). Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Andrade, J.. e Silva, M.L.F. (1999). Divergências e convergências sobre as crises cambiais. In: Lima, G., Sicsú, J. e Paula, L.F.R. (orgs.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus.
- Arestis, P. e Sawyer, M. (1997). How many cheers for the Tobin transactions tax? *Cambridge Journal of Economics*, vol. 21, pp. 753-768.
- Carvalho, F. (1992). *Mr Keynes and the Post keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Coutinho, L. e Belluzzo, L.G. (2004). Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Davidson, P. (1982). *International Money and The Real World*. London: Macmillan.
- Davidson, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Davidson, P. (2002). *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham: Edward Elgar.

- Deprez, J. e Harvey, J.T. (1999). *Foundations of International Economics*. London: Routledge.
- Dymski, G. (1998). 'Economia de bolha' e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, n. 11, pp. 73-136, dezembro.
- Dymski (2004). Bolhas de ativos e crises em Minsky: uma abordagem espacializada. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Eatwell, J. e Taylor, L. (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. New York, The New Press.
- Eichengreen, B., Tobin, J. e Wyplosz, C. (1995). Two cases for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal*, n. 105, pp. 162-72, January.
- Fama, E. (1980). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, pp. 383-423, May.
- Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis, Vozes.
- Fischer, S. (1998). Capital account liberalization and the role of the IMF. *Essays in International Finance* n. 207, pp. 1-10, Princeton.
- Glickman, M. (1994). The concept of information, intractable uncertainty, and the current state of 'efficient markets' theory: a Post Keynesian view. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 16, n. 3, pp. 325-349.
- Guérin,, J.-L. e Lahrière-Rèvil, A. (2003). Exchange rate volatility and investment. Mimeo.
- Harvey, J. (2003). Exchange rates. In King, J.E. (ed). *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Holt, R. e Pressman, S. (2001). A look ahead. In Holt, R. e Pressman, S. (ed.). *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London: Routledge.
- IMF (2003). Public debt in emerging markets: is it too high? In *World Economic Outlook*, chapter III. Washington: IMF, September.
- Keynes, J.M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt Brace.
- Keynes, J.M. (1973). *The General Theory and After: defence and development*. London: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 14, edited by D.Moggridge).
- Keynes, J.M. (1980). *Activities 1940-1944: Shaping the Post-War World, the Clearing Union*. London: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 25, edited by D. Moggridge)
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar.

- McCombie, J. (2003). Balance-of-payments-constrained economic growth. In King, J.E. (ed). *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- McCombie, J. e Thirwall, A. (1994). *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*. Basingstoke: Macmillan.
- Minsky, H. (1982). *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York: M.E.Sharpe.
- Minsky, H. (1986). *Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- Oreiro, J.L. (2004). Bolhas, incerteza e fragilidade financeira. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Palley, T. (1998). *Plenty of Nothing: The Downsizing of the American Dream and the Case for Structural Keynesianism*. Princeton: Princeton University Press.
- Paula, L.F. (2002). Controle de capitais: lições para o Brasil. In Benecke, D. e Nascimento, R. (org.). *Opções de Política Econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer.
- Paula, L.F. e Alves Jr, A.J. (2000). External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, n. 4, pp. 589-617, Summer.
- Paula, L.F. e Alves Jr, A.J. (2004). Vulnerabilidade externa e ataques especulativos: a experiência brasileira recente. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. e Kose, M. (2003). Effects of financial globalization on development countries: some empirical evidence, mimeo. Disponível em <http://www.imf.org>. Acessado em: 19/04/2004.
- Smithin, J. (2001). International monetary arrangements. In Holt, R. e Pressman, S. (ed.). *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London: Routledge.
- Stiglitz, J. (2000). "Capital market liberalization, economic growth, and instability". *World Development*, v. 28 n. 6, pp. 1075-1086.
- Thirwall, A.P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 128, pp. 45-53.
- Thirwall, A.P. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Tobin, J. (1978). A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, n. 4, vol. 3/4, pp.153-59.