

**Equilíbrio Econômico e os Ajustes Externos nos Países Emergentes**

**Jouliana Jordan Nohara** (EAESP- FGV-SP) [jnohara@uol.com.br](mailto:jnohara@uol.com.br)

**Vicente Lentini Plantullo** (EAESP- FGV-) [vplentini@uol.com.br](mailto:vplentini@uol.com.br)

Revista de Administração da UNIMEP, v. 2, n. 1, Maio / Agosto – 2004

Endereço eletrônico deste artigo: <http://www.regen.com.br/ojs/index.php/regen/editor/uploadLayoutFile>

---

©Copyright, 2007, Revista de Administração da UNIMEP. Todos os direitos, inclusive de tradução, são reservados. É permitido citar parte de artigos sem autorização prévia desde que seja identificada a fonte. A reprodução total de artigos é proibida. Os artigos só devem ser usados para uso pessoal e não comercial. Em caso de dúvidas, consulte a redação.

A Revista de Administração da UNIMEP é a revista on-line do Mestrado Profissional em Administração, totalmente aberta e criada com o objetivo de agilizar a veiculação de trabalhos inéditos. Lançada em setembro de 2003, com perfil acadêmico, é dedicada a professores, pesquisadores e estudantes. Para mais informações consulte o endereço <http://www.raunimep.com.br>.

---

*Revista de Administração da UNIMEP*

ISSN – ISSN 1679-5350

©2007 Universidade Metodista de Piracicaba

Mestrado Profissional em Administração

## Resumo

O trabalho discute a impossibilidade de os países emergentes e endividados praticarem uma política monetária independente - que possa atender às necessidades nacionais - num mundo com mercados integrados de capital. O maior instrumento de política econômica, a política monetária, torna-se ineficiente e mesmo inoperante. E a política econômica dos países emergentes dependerá das circunstâncias ditadas pela conjuntura vigente nos países líderes. Trata-se de um trabalho teórico que conta com um levantamento bibliográfico, fornecendo subsídios para as conclusões e uma análise das possibilidades dos ajustes, aliado à observação da conjuntura nos países periféricos e endividados. Ajustes macroeconômicos ininterruptos, orquestrados por instituições externas e que já estão entrando na sua segunda década, evidenciam a impossibilidade de se alcançar os próprios ajustes, que teoricamente redundariam em um crescimento econômico sustentado.

**Palavras-chave:** Equilíbrio interno e externo, taxa de juros, ajustes externos, política monetária

## Abstract

The intentions of the present article are the discussion of the impossibility of the emerging countries with great foreign debts of practicing an independent monetary policy (that can assist to the national needs of an economic development) in a world with integrated markets of capital. The most relevant instrument of economical policy, the monetary policy, becomes inefficient and even inoperative. And the economic policy of these countries raise to depend on the circumstances dictated by the conjuncture in the countries leaders.

**Keywords:** internal and external balance, interest rate, external adjustments, monetary policy

## 1. Introdução

No início deste século, os economistas observaram que, através do aumento da taxa de juros e a atração de capital externo, se evitava a manifestação de uma crise financeira ‘clássica’ com corrida à moeda, mas *não se impedia a recessão ou, em alguns casos, a depressão econômica.*

A atenção dos estudiosos voltava-se à taxa de juros. Até a Depressão de 1930, nos meios acadêmicos, considerava-se que o aumento na taxa de juros, a fim de atrair capital externo, agiria no sentido de uma redução no volume do crédito causada pelo aumento dos custos do comércio (da atividade econômica interna).

Para Keynes, o argumento era insuficiente, pois 1 ou 2% de aumento na taxa de juros — diferencial que teria se mostrado eficaz para atrair fundos externos e impedir a manifestação da crise financeira, para a Inglaterra — não poderia explicar a *significativa* queda da atividade econômica interna que seguia o expediente. Então, a taxa de juros deveria influenciar “*in some way the rate of investment, or at least the rate of some kinds of investment, and, perhaps {...} the rate of investment relatively to that of savings*” (KEYNES, 1930:190). Nesse trabalho de 1930, Keynes começava a perceber que o aumento na taxa de juros resultaria em declínio nas taxa de investimento e, conseqüentemente, na taxa do emprego.

Mas, *somente com a decadência da Inglaterra no cenário internacional* (exemplo de eficiência econômica e centro financeiro mundial), essa preocupação — principal na agenda de Keynes entre 1930 e 1936 — ganhou relevância para a teoria econômica. O resultado final foi a Teoria Geral, que separou os rendimentos do capital, ou melhor, dos capitais, porque, segundo Keynes, havia uma relação *inversa* entre a taxa de juros (capital em forma de empréstimo) e a eficiência marginal de capital (físico). Esta relação era importante para o investimento e o nível da atividade econômica agregada.

Pela primeira vez no plano teórico, o equilíbrio econômico apresentava duas faces: interna e externa. Pior, os dois equilíbrios poderiam não coincidir. Aumentando-se a taxa de juros para algum nível acima do vigente nos outros países deprimia-se o investimento, o emprego e o nível da atividade econômica interna, mas “*the reduction of Bank rate to the international level will lead to an outflow of the foreign money temporarily attracted by the high rate*” (HAWTREY, 1932:415-416). Assim, a taxa de juros que garante o equilíbrio externo pode não coincidir com aquela que garante o equilíbrio interno. Já que a taxa de juros se relaciona com a oferta monetária, haveria duas ofertas monetárias relevantes e uma *escolha* (*trade-off*) a fazer *entre* o equilíbrio externo e o interno.

O equilíbrio, desdobrado em externo ou interno, levaria um filósofo a se indagar sobre a existência e o sentido exato do equilíbrio e deveria levar um economista e um político à indagação: qual deles é mais importante? — o que levanta à questão *para quem?* O equilíbrio, enquanto dilema político, leva à pergunta: quem fará esta escolha e quais serão os seus critérios?

Na análise econômica, que trabalha com um modelo de economia fechada, todos os fatores de produção possuem mobilidade irrestrita e ela permite a mudança de um nível menos eficiente para outro mais eficiente de produção, o que garante a eficiência do sistema. No plano mundial, o trabalho não possui esse tipo de mobilidade. As máquinas e os

equipamentos, uma vez instalados, são relativamente fixos, mas é possível investir os lucros e mesmo todo o fluxo de caixa em outro local e, mais difícil, mas não impossível, em outro espaço econômico e em outro ramo. Por isso, o capital físico é fixo no curto prazo e móvel no longo prazo. O capital de empréstimo possui mobilidade maior que, no entanto, depende das instituições.

O ouro, como ativo e moeda utilizada nas transações internacionais, apresentava aceitação global e mobilidade praticamente absoluta. Mas o estoque mundial de ouro estava concentrado nos países líderes, ou seja, a sua distribuição atendia, *também*, a critérios de eficiência econômica. O papel-moeda conversível em ouro deveria ter os mesmos atributos, mas sua conversão dependia, e ainda depende, da *vontade política* e dos *interesses nacionais*.

De qualquer forma, em havendo mobilidade grande ou irrestrita do capital, ele fluirá para o espaço econômico mais eficiente ou para aquele que apresentar, *conjunturalmente*, maior possibilidade de ganho com menor risco.

## 2. O equilíbrio ou os equilíbrios?

Com essas considerações, o equilíbrio (além de externo e interno) apresentava *mais duas* faces aparente (conjuntural) e básica (*apparent and underlying*) nos discursos dos economistas ingleses, principalmente Hawtrey e Keynes. O equilíbrio aparente (exigido pelo ajuste externo) dependeria da capacidade de atrair fluxos de capital através de medidas de política econômica, fundamentalmente via aumento na taxa de juros. Entretanto, esse tipo de equilíbrio, como haviam notado Keynes e Hawtrey, além de resultar em queda na atividade econômica interna, era *temporário*, vigorava enquanto durassem as condições excepcionais.

O equilíbrio básico, ao contrário, depende dos verdadeiros determinantes da oferta, da dotação de fatores de produção e das condições técnicas na economia. Obviamente, o equilíbrio básico pode ser alcançado pelos países emergentes quando atingirem as condições dos países líderes. Nesse meio termo, enquanto não são produtores eficientes de bens, quando muito, podem almejar apenas o equilíbrio aparente.

## 3. O ajuste e as suas (im) possibilidades

A nossa intenção é apontar para a impossibilidade de os países periféricos e endividados praticarem uma política monetária independente (que possa atender às necessidades nacionais ou o equilíbrio interno) num mundo com mercados integrados de

capital. O maior instrumento de política econômica, a política monetária, torna-se ineficiente e mesmo inoperante. A política econômica dos países emergentes depende das circunstâncias ditadas pela conjuntura vigente nos países líderes.

Ora, ao aumentar a taxa de juros, via uma política monetária restritiva, sacrifica-se o equilíbrio interno (a taxa de investimento e a do emprego). Caso contrário, corre-se o risco de interrupção do financiamento externo, ou seja, corre-se o risco de deflagração de uma crise financeira.

As crises financeiras nos países periféricos foram *sempre* reflexo das condições nas economias líderes e se devem a condições objetivas e atuantes, bem diversas de uma pretensa falta de capacidade e preparo das autoridades monetárias. Num panorama de mobilidade de capital, estas economias não podem ter políticas econômicas independentes. Como bem explicado em 1941 (já mais de meio século atrás) por Salant:

*A country can have an independent monetary policy, {...} if foreign trade accounts for a small share of its national income, but it in turn, is responsible for a sizable percentage of world trade. The exemplar of this, of course, is the United States. Not only was it protected, by small marginal propensity to import, from foreign disturbances; {...}. A larger share in world trade would lessened the impact of this shock on the U.S. economy {...} (FLANDERS, 1989:293)*

Para que o equilíbrio interno de um país coincida com o equilíbrio externo e para que este tenha uma política monetária independente, terá que ser grande, economicamente eficiente no plano internacional, com diversificada pauta de exportações etc. Enfim, *deverá possuir os atributos de um país líder*. Se não for basicamente independente, a simples *possibilidade* de ajuste nos fluxos bilaterais de seu comércio exterior, na presença de mobilidade de capital, é questionável, tal como Keynes havia afirmado ainda em 1930:

*“I do not know why this should not be considered obvious. If English investors, not liking the outlook at home, fearing about disputes or nervous about a change of government, began to buy more American securities than before, why should it be supposed that this will be naturally balanced by increased British exports? For, of course it will not.” {...} (KEYNES, 1930:335)*

Mais tarde, Keynes escrevia sobre as assimetrias do ajuste e em *Bretton Woods*, ele chegou mais longe ao afirmar:

*The problem of maintaining equilibrium in the balance of payments between countries has never been solved, since methods of barter gave way to the use of money and bills of exchange {...} The failure to solve this problem has been a major cause of impoverishment and social discontent and even of wars and revolutions. {...}*

*To suppose that there exists some smoothly functioning automatic mechanism of adjustment which preserves equilibrium if only we trust to methods of laissez-faire is a doctrinaire delusion which **disregards the lessons of historical experience without having behind it the support of sound theory.***

*{..} it has been a fruitful source of all those clumsy hindrances to trade which suffering communities have devised in their perplexity as being better than nothing in protecting them from the intolerable burdens flowing from currency disorders. (KEYNES, s.d.:21)*

Ou seja, ultrapassando a fase de ceticismo de 1930, ele *afirmava* que os ajustes externos não passam de *acidentes* históricos e que, obviamente, não se pode esperar a ocorrência de novos acidentes.

#### 4. Referências Bibliográficas

FLANDERS, June M. *International Monetary Economics, 1870-1960* — between the classical and the new classical. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

HAWTREY, Ralph . *The Art of Central Banking*. New York: Augustus M. Kelley, 1965.

KEYNES, John Maynard. *A Treatise on Money*. Vol. II. London: Macmillan, 1930.

\_\_\_\_\_. “Activities, 1940-1944; shaping the post-war world: the Clearing Union”. *Collected Writings*. Vol. XXV. London: Macmillan, s.d.

NOHARA, Jouliana Jordan. *Crise Financeira: Conteúdo latente da crise econômica*. São Paulo: EAESP - FGV, 1997. (Tese de doutorado)

**Equilíbrio Econômico e os Ajustes Externos nos Países Emergentes**  
**Jouliana Jordan Nohara, Vicente Lentini Plantullo**

Artigo recebido em: 03/11/2003

Artigo aprovado em: 20/12/2003