



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**REGIMES CAMBIAIS EM PAÍSES EMERGENTES:
A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA RECENTE (1994-2006)**

Bruno Martarello De Conti

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação da Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por **Bruno Martarello De Conti** em 11/04/2007 e orientado pela **Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates**.*

CPG, 11/04/2007

A handwritten signature in blue ink, which appears to read "Daniela Magalhães Prates", is written over a horizontal line.

Campinas, 2007

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

C767r

Conti, Bruno Martarello de.

Regimes cambiais em países emergentes: a experiência brasileira recente (1994-2006) / Bruno Martarello de Conti. – Campinas, SP: [s.n.], 2007.

Orientador : Daniela Magalhães Prates.

Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Cambio. 2. Política econômica. 3. Globalização – Aspectos econômicos.
I. Prates, Daniela Magalhães. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

07-044-BIE

Título em Inglês: Exchange rate regimes in emerging countries: Brazilian recent experience (1994-2006)

Keywords: Exchange rates ; Economic policy ; Globalization – Economic aspects

Area de Concentração : -----

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

Profa. Dra. Maryse Farhi

Prof. Dr. Andre Moreira Cunha

Data da defesa: 11-04-2007

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

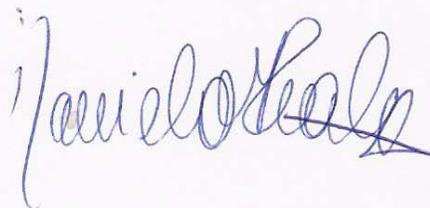
Aluno: BRUNO MARTARELLO DE CONTI

**"Regimes Cambiais em Países Emergentes:
A Experiência Brasileira Recente (1994-2006)"**

Defendida em 11 / 04 / 2007

COMISSÃO JULGADORA

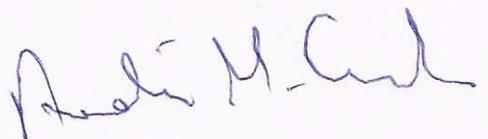
Profa. Dra. DANIELA MAGALHÃES PRATES
Orientadora – IE / UNICAMP



Profa. Dra. MARYSE FARHI
IE / UNICAMP



Prof. Dr. ANDRÉ MOREIRA CUNHA
UFRGS



*Para meus avós,
João e Tamar Martarello
Pedro e Elza De Conti*

Agradecimentos

Agradeço a meus avós Pedro, Elza, João e Tamar, a quem dedico esta dissertação. Do amor ao futebol à paixão por viagens, eles foram e são determinantes da pessoa que me tornei. João e Pedro presenciaram boa parte desta jornada do mestrado, mas tiveram que partir antes que ela se completasse. Ficam aí expressas minha gratidão, meu amor e minhas saudades.

A meus pais Alexandre e Clícia, a quem devo tudo o que sou. Com eles aprendi as coisas mais valiosas que hoje tenho dentro de mim e que me empurram no caminho da vida acadêmica: o amor pelo conhecimento, a indignação com relação ao mundo em que vivemos e o desejo de lutar por justiça social.

A meu irmão Hugo, grande amigo, parceiro de viagens e futuro colega de profissão.

A Daniela Prates por ter sido uma excelente orientadora. Com rigor acadêmico, disposição e disponibilidade, participou com interesse e atenção de todo o processo que resultou nesta dissertação.

Ao professor Ricardo Carneiro, por tudo que com ele aprendi nas disciplinas que ministrou, nas discussões do Cecon e no exame de qualificação desta dissertação.

Aos professores Maryse Farhi e André Moreira Cunha, que compuseram a banca de avaliação desta dissertação e cujos comentários foram extremamente ricos para a elaboração desta versão final e para a determinação de uma agenda futura de pesquisa.

Aos professores do curso de mestrado: Antônio Carlos Macedo e Silva, Daniela Prates, David Dequech, Frederico Mazzucchelli, José Carlos de Souza Braga, José Maria da Silveira, Luciano Coutinho, Mariano Laplane, Paulo Fracalanza, Plínio de Arruda Sampaio Jr., Ricardo Carneiro, Rodolfo Hoffman e Rosângela Ballini.

A toda a equipe do Cecon (Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica), espaço de ricos debates onde tive o privilégio de aprender a maior parte daquilo que hoje sei sobre economia.

A Frederico Valente, um dos mais brilhantes colegas com quem já tive a oportunidade de conviver e que tem imensa participação nesta dissertação. Da definição do tema e elaboração do projeto à redação da versão final, sua ajuda foi essencial. O estudo coletivo, a parceria em artigos e apresentações e as longas horas de discussão foram – e

tenho certeza que continuarão sendo – extremamente enriquecedoras para minhas pesquisas e para minha formação acadêmica.

A Angeli e Diegues, colegas no mestrado e no doutorado, por termos vivido coletivamente as angústias da redação da dissertação e da participação no processo seletivo do doutorado. Pelos momentos de incentivo, de apoio, de descontração, sem os quais não teria sido possível chegar até aqui.

A Andréa, Léo, Luciana, Marcela, Pedro, Rafael e Zana, colegas de mestrado, por tudo o que passamos juntos nesse um ano e meio de disciplinas cursadas.

A Alberto, Cida, Marinete, Alex, Regina, Régis, Ademir, Mário, Bel, Daniel, Alemão, Toninho e a todos os funcionários do Instituto de Economia da Unicamp que, direta ou indiretamente, contribuíram com esta dissertação.

A Adrián, Gabriel, Juan e Rodrigo, companheiros de teto, de risadas e de troca de idéias na reta final da redação desta dissertação.

Aos amigos Fernando Casado, Fernando Paiva, Guilherme e tantos outros que, nos momentos de trabalho exaustivo me fizeram lembrar da existência de uma vida “extra-dissertação”.

Ao Instituto de Economia da Unicamp pelo apoio institucional.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), pelo apoio financeiro.

Resumo

As profundas mudanças verificadas na economia internacional desde o fim do sistema de Bretton Woods criaram um ambiente de maior complexidade, no qual as oportunidades oferecidas aos países que se inserem na lógica da globalização financeira vêm, geralmente, acompanhadas de grandes perigos. Se, por um lado, a emergência do euromercado, o desenvolvimento das finanças diretas e a liberalização financeira aumentaram a mobilidade do capital e o seu potencial de valorização, de outro, os riscos latentes também se elevaram, sobretudo em função da instabilidade sistêmica que caracteriza esta etapa do desenvolvimento capitalista.

Este novo contexto se traduz num quadro de grande volatilidade das principais variáveis macroeconômicas nos países periféricos tidos como emergentes – isto é, aqueles que de alguma maneira fizeram sua inserção na globalização financeira. Tal fato ocorre justamente em razão dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países serem muito mais instáveis do que nos países centrais. As variáveis presentes no balanço de pagamentos parecem estar crescentemente subordinadas à mobilidade do capital internacional. Se antes a questão da estabilidade do câmbio era um atributo do próprio modo de operar do sistema monetário internacional, agora é uma questão deixada em aberto para a intervenção de cada país.

Esta dissertação tem como meta analisar os condicionantes da escolha de regimes cambiais em países emergentes em um contexto de globalização financeira e os resultados econômicos proporcionados pelos diferentes regimes. A hipótese central é a de que países emergentes enfrentam dificuldades na gestão da taxa de câmbio – sobretudo neste cenário de finanças globalizadas – que costumam ser negligenciadas por muitos autores.

Além disso, procura-se analisar e discutir criticamente os regimes cambiais adotados no Brasil desde a implementação do Plano Real. A experiência brasileira recente mostra-se bastante interessante, pois permite a observação de formas variadas de se lidar com a taxa de câmbio, tornando evidentes as dificuldades enfrentadas por países emergentes na condução de sua política cambial. É realizada uma discussão sobre o Plano Real e a âncora cambial vigente durante o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. Em seguida, apresenta-se uma análise do regime de taxas de câmbio flutuantes e do modelo do "tripé" de política macroeconômica adotado a partir de 1999. Por

fim, o foco recai sobre a evolução da gestão cambial no primeiro Governo Lula e as implicações desta sobre o padrão de crescimento da economia brasileira.

Palavras chave: regimes cambiais, países emergentes, globalização financeira, política econômica.

Abstract

The deep changes verified at the international economy since the end of the Bretton Woods system created an ambience of a bigger complexity in which the opportunities opened to the countries that get into the financial globalization logic usually come with some dangers. The emergence of the euromarket, the development of direct finances and the financial liberalization increased capital mobility and its potential of valorization, but, simultaneously, the latent risks were also augmented, mainly because of the systemic instability that characterizes this phase of capitalist development.

This framework engenders a great volatility of the main macroeconomic variables in the peripheral countries considered as emerging countries – i.e., the ones that have in some way made their integration into the financial globalization. This scenario is due to the fact that the capital flows addressed to these countries are much more unstable than those of the central countries. The variables that compose the balance of payments seem to be progressively subordinated to the mobility of the international capital. If some decades ago the issue of the exchange rate stability was an attribute of the modus operandi of the international monetary system, now it is an issue to be dealt with by each country on its own.

This dissertation aims to analyze the conditioning of the choice of exchange rate regimes in emerging countries in the context of financial globalization and the economic results promoted by these different regimes. The central hypothesis is that emerging countries face some difficulties on the management of their exchange rates – mainly in this scenario of global finances – that use to be neglected by most of the authors.

Moreover, this dissertation analyze and discuss, from a critical point of view, the exchange rate regimes adopted in Brazil since the implementation of the Real Plan. Brazilian recent experience is interesting, because it allows observing different ways of dealing with the exchange rate, bringing light over the difficulties faced by emerging countries on the conduction of exchange rate policy. This work makes a discussion of the Real Plan and the nominal anchor practiced during the first mandate of president Fernando Henrique Cardoso. Following, an analysis of the floating exchange rate regime and the so-called “tripod” model of macroeconomic policy, adopted since 1999 is presented. Finally, the focus is put over the evolution of the exchange rate management on

the first Lula Government and its implications over the growing pattern of Brazilian economy.

Key words: exchange rate regimes, emerging countries, financial globalization, economic policy.

Índice

Introdução	1
Capítulo I: Globalização financeira e regimes cambiais em perspectiva histórica	7
I.1 Introdução	7
I.2 As etapas de constituição da “globalização financeira”	9
I.3 Regimes cambiais e mercado cambial no contexto da globalização financeira	22
I.4 Inserção da América Latina na globalização financeira	27
I.5 Considerações finais	30
Capítulo II: As controvérsias teóricas que rondam as escolhas de regimes cambiais	33
II.1 Introdução	33
II.2 Uma breve caracterização dos tipos de regimes cambiais existentes	34
II.3 Regimes cambiais em países emergentes: um outro problema?	42
II.4 Considerações Finais	63
Capítulo III: A Experiência Brasileira Recente (1994-2006)	67
III.1 Introdução	67
III.2 O Plano Real e a âncora cambial: o combate à inflação pela administração da taxa de câmbio (1994-1998)	68
III.3 O modelo do “tripé” de política econômica: um panorama da política cambial no segundo governo FHC (1999-2002)	80
III.4 A “armadilha cambial”: a evolução do regime cambial brasileiro durante o Governo Lula (2003-2006)	90
III.5 Considerações finais	99
Conclusão	101
Anexo estatístico	107
Referências Bibliográficas	117

Introdução

O desafio do desenvolvimento nacional não é tarefa simples, mas passa pela adequação dos meios de que dispõe um país às finalidades escolhidas pelo conjunto da população. Para tanto, a política econômica mostra-se um instrumento central na tentativa de determinar os rumos a serem trilhados pelo país. A história mostra não ser possível percorrer este trajeto através de medidas progressistas isoladas, que negligenciem a política macroeconômica. Dentro do esforço por compreender um dos eixos da política econômica conduzida pelos países emergentes nos últimos anos e sua (in)adequação ao objetivo do desenvolvimento, esta dissertação tem como meta a análise dos condicionantes da escolha de regimes cambiais em países emergentes no atual contexto de globalização financeira e dos resultados econômicos proporcionados pelos diferentes regimes. A hipótese central é a de que países emergentes enfrentam dificuldades na gestão da taxa de câmbio – sobretudo neste cenário de finanças globalizadas – que costumam ser negligenciadas por muitos autores.

A taxa de câmbio constitui o preço de conversão entre as diferentes moedas nacionais, o que lhe confere o caráter de um dos preços básicos da economia. Se no interior de um país as operações comerciais e financeiras são facilitadas pela existência de uma moeda única, nas transações internacionais isto não ocorre, de forma que o crescimento destas operações trans-fronteiriças ensejou o surgimento e o desenvolvimento de mercados nos quais esta multiplicidade de moedas pudesse ser trocada: os mercados cambiais¹. Em princípio, eram os metais preciosos, na condição de equivalentes gerais globalmente aceitos, os instrumentos *par excellence* que viabilizavam estas transações internacionais. O transporte destes metais, porém, além de arriscado, era altamente custoso, de maneira que a expansão do comércio internacional teve como subproduto o desenvolvimento dos mercados cambiais.

Dado, portanto, que a taxa de câmbio viabiliza a ligação entre a economia nacional e o restante do mundo, ela se coloca como o preço relativo que estabelece a comparação entre os preços dos bens domésticos e dos importados, apresentando-se como um importante elemento na promoção ou na redução da competitividade externa de um país. Mais do que isso, esta taxa interfere na alocação interna de recursos entre os setores de bens

¹ Cf. Kenwood & Lougheed (1992).

comercializáveis e não-comercializáveis, cujos preços são determinados no mercado internacional e convertidos na moeda local pela taxa de câmbio. Por fim, a taxa de câmbio determina o montante da riqueza global (investimentos diretos estrangeiros e investimentos de portfólio) que é denominado na moeda local².

Nota-se, destarte, que a taxa de câmbio apresenta uma dupla natureza. De um lado, estabelece a relação entre unidades de conta nacionais e estrangeiras, com impacto direto sobre os fluxos referentes à balança de transações correntes. De outro lado, é um elemento de formação dos preços dos ativos financeiros, sendo determinante nas atividades e decisões concernentes aos mercados financeiros (AGLIETTA, 1986). Este caráter ambivalente da taxa de câmbio cria imensas dificuldades para sua gestão, ao mesmo tempo em que a torna extremamente relevante para o desempenho econômico de um país, sobretudo num mundo crescentemente globalizado.

A gestão da taxa de câmbio pode ser feita dentro de um grande espectro de arranjos institucionais, os chamados regimes cambiais que, segundo Brunhoff (1999, pág. 35), são “conjuntos de regras e convenções que regem as relações entre as moedas dos diferentes países”. Os arranjos utilizados variaram bastante ao longo da história, tornando evidente que, mais do que uma decisão nacional autônoma, sua escolha depende do contexto internacional vigente.

No período regido pelo acordo de Bretton Woods, que se estendeu do pós-guerra a 1971-73, o regime cambial verificado era o de taxas fixas, mas ajustáveis. Os países signatários do acordo deviam declarar o valor da paridade de suas moedas e o Fundo Monetário Internacional responsabilizava-se por fazer cumprir esta regra. A estabilidade cambial, portanto, era imposta e garantida pelo próprio sistema monetário internacional. Com o desmonte de Bretton Woods e a emergência da globalização financeira, esta situação foi modificada e a busca pela estabilidade cambial passou a ser da alçada de cada país. Se por um lado foi aumentada a liberdade para o uso da taxa de câmbio como um instrumento de política econômica – ao menos em teoria -, por outro lado percebe-se uma ampliação das dificuldades enfrentadas pelos governos nacionais na busca pela estabilidade cambial. O capítulo I desta dissertação tem o propósito de discutir a emergência da globalização financeira e suas implicações para a gestão da taxa de câmbio pelos diferentes

² Cf. Presser (2000).

países que se inseriram nesta nova fase do capitalismo. O intuito é contextualizar a discussão da escolha de regimes cambiais que, como dito acima, é específica para cada momento histórico.

Avançando na análise, percebe-se que a questão cambial torna-se ainda mais complexa quando são estudados os países periféricos tidos como emergentes – isto é, aqueles que se inseriram na globalização financeira. Dado o caráter de inconversibilidade da moeda que emitem, estes países enfrentam dificuldades adicionais na gestão da taxa de câmbio e na busca por sua estabilidade, sobretudo em função da volatilidade dos fluxos de capitais que a eles se direcionam. O capítulo II parte de uma discussão teórica dos regimes cambiais entendidos como os mais relevantes e trata das visões de diferentes autores sobre o tema. Procura-se analisar a questão da escolha de regimes cambiais sob uma perspectiva que considere os dilemas constatados pelos países emergentes e as possibilidades de enfrentamento destes problemas.

Uma vez tendo passado pela contextualização histórica e por uma discussão teórica sobre os regimes cambiais em países emergentes, passa-se, no terceiro capítulo, a uma análise aplicada, a saber, a experiência brasileira recente. O intuito é estudar os regimes cambiais vigentes no Brasil pós-Real, mas sob uma ótica que considere também aspectos estruturais da economia brasileira – em especial o grau de abertura financeira – e o cenário econômico externo – os diferentes momentos dos ciclos de liquidez internacional –, entendidos aqui como essenciais para a compreensão da dinâmica cambial.

O caso brasileiro no período em questão é interessante, pois permite a avaliação de regimes cambiais diversos, possibilitando a constatação dos benefícios e prejuízos de cada um dos diferentes arranjos sobre o desempenho da economia brasileira, além da percepção da validade ou não dos pressupostos teóricos. Procura-se observar, em princípio, o período de administração cambial, que se iniciou em 1994, com a promulgação do Plano Real e perdurou até o fim do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso. É notório que a estabilidade cambial permitiu a tão perseguida redução da inflação, mas é também inegável que este regime cambial provocou conseqüências nefastas sobre a economia brasileira, como a explosão da dívida pública e o aumento do passivo externo.

Em seguida, realiza-se o estudo do regime de taxas de câmbio flutuantes, vigente no Brasil desde 1999 e que perpassa o segundo mandato de FHC e o primeiro de Luís Inácio

Lula da Silva. Da mesma maneira, procura-se perceber as dificuldades econômicas ensejadas por este novo regime e seus efeitos sobre a economia nacional. No 2º governo FHC, como se verá, a escassez de liquidez internacional, associada à deterioração da economia brasileira, resultante do período de administração cambial, determinou uma volatilidade cambial bastante acentuada e que promoveu inúmeros prejuízos econômicos. Em primeiro lugar, a instabilidade na taxa de câmbio implica incertezas que podem reduzir o horizonte de decisão dos agentes econômicos envolvidos nas atividades globais, tornando os investimentos menos atrativos. Ademais, a volatilidade cambial exerce efeitos deletérios sobre inflação (*pass-through*), dívida pública e salários reais. Outro problema que pode ser ressaltado refere-se à possibilidade do descasamento monetário entre ativos e passivos (*currency mismatch*), já que as alterações na taxa de câmbio acabam por gerar desequilíbrios patrimoniais entre os agentes, podendo produzir graves dificuldades financeiras na economia.

No 1º Governo Lula, por sua vez, apesar da manutenção do regime cambial herdado, observou-se uma significativa redução da volatilidade cambial e um movimento quase ininterrupto de apreciação da taxa de câmbio. As explicações para este fenômeno não são consensuais, mas é inquestionável o efeito benéfico proporcionado pelo dinamismo da economia mundial ao longo deste período, tanto na esfera comercial, quanto na financeira. Neste contexto, a atitude do Governo Lula foi a de progredir no movimento de ampliação da abertura financeira do país. Como se procurará argumentar, esta abertura progressiva torna a economia brasileira cada vez mais suscetível às oscilações da economia internacional. No arcabouço da globalização financeira, em que a instabilidade econômica inerente ao sistema capitalista parece ter sido potencializada, a situação torna-se ainda mais preocupante.

Defende-se aqui, que na atual conjugação de flutuação cambial, de uma política de metas de inflação bastante restritiva e de uma progressiva abertura financeira, a taxa de câmbio acaba atuando como um canal de transmissão das instabilidades do mercado financeiro para a economia real. Neste quadro, o potencial de volatilidade da taxa de câmbio é enorme e esta instabilidade cambial tem efeitos extremamente negativos sobre a economia brasileira. Por mais que esta volatilidade cambial esteja contida nos últimos anos, não há nada que indique uma mudança duradoura no padrão de comportamento das taxas

de câmbio brasileiras e, num momento de reversão do ciclo internacional de liquidez, ela deverá ressurgir - como outrora ou até mesmo amplificada.

Capítulo I

Globalização financeira e regimes cambiais em perspectiva histórica

I.1 Introdução

A escolha do regime cambial entendido como o mais adequado para um determinado país, além de refletir as decisões das autoridades monetárias nacionais, depende também – e sobretudo – do contexto internacional em voga. Ao longo dos últimos séculos, o sistema monetário internacional passou por diferentes arranjos, que determinaram maneiras diversas de se lidar com a taxa de câmbio.

Nas últimas décadas do século XIX, o arcabouço monetário vigente era o do padrão-ouro, adotado em princípio pela Inglaterra e, sucessivamente, pelas outras grandes potências capitalistas³. Este padrão, que durou até 1914, exigia um lastro em ouro para as moedas e determinava para elas paridades fixas em relação a esse metal e entre si. As variações das taxas de câmbio eram suaves, ocorrendo apenas no interior de bandas pré-definidas pelos chamados “pontos de ouro”. Desta maneira, a concorrência econômica internacional não passava pelo confronto entre as moedas, permitindo uma considerável estabilidade no sistema. Segundo Brunhoff (1999), este foi o regime monetário internacional que permitiu a maior estabilidade das taxas de câmbio⁴.

Com a abolição deste regime, no entanto, tornou-se bastante comum entre os países, nas décadas de 1920 e 1930, a prática das desvalorizações competitivas, que tinham o intuito de elevar as vendas de bens nacionais no comércio mundial em função de uma distorção de preços relativos provocada por um patamar elevado da taxa de câmbio⁵. Esta nova dinâmica, associada à instabilidade política, econômica e militar do período entre-guerras, resultou em uma volatilidade extremamente acentuada das taxas de câmbio, em um período de baixo dinamismo econômico para os países europeus e de uma crise internacional profunda, cujo ponto de partida foi o *crash* da bolsa de valores de Nova York, em 1929.

³ Para maiores detalhes, ver Kenwood & Lougheed (1992).

⁴ “[T]he system worked smoothly, without large and frequent lapses of confidence in the parities of major currencies. This success was due in part to the growth of a multilateral settlement network, and in part to the predominance of Britain in the international commercial transactions” (KENWOOD & LOUGHEED, 1992, pág. 117).

⁵ Taxa de câmbio elevada está sendo utilizada, aqui, como sinônimo de desvalorizada, já que é necessária uma maior quantidade de moeda nacional para comprar divisas internacionais (taxa de câmbio = X unidades de moeda nacional / US\$).

Ao fim da Segunda Guerra, porém, a retomada do crescimento econômico e do desenvolvimento do comércio mundial dependiam de um sistema estável de relações monetárias (FAUGÈRE & VOISIN, 1993, pág. 7). Com este intuito, foi firmado, em 1944, o Acordo de Bretton Woods, que tratava de “erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social” (BELLUZZO, 1995, pág. 12).

Para Eichengreen (2000, pág. 131), foram três os pontos centrais do Acordo. Em primeiro lugar, foi adotado um regime de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, segundo o qual os países signatários deveriam declarar o valor da paridade de suas moedas, definido em termos do conteúdo-ouro do dólar americano e com margem máxima de variação de 1%. Esta taxa estava sujeita a alterações temporárias, já que havia cláusulas de escape que permitiam o ajuste de preços relativos. A idéia era que em caso de déficits externos grandes e recorrentes, os países signatários não recorressem às práticas nefastas do período entre-guerras, como deflação ou protecionismo, mas pudessem desvalorizar suas moedas de forma controlada, sem se enredarem no ciclo de desvalorizações competitivas que haviam sido comuns no passado precedente (FAUGÈRE & VOISIN, 1993, pág. 17).

O segundo eixo importante do Acordo foi a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI), que teve um papel essencial em toda esta arquitetura econômica, já que foi formulado como a instituição responsável pela garantia e regulação do sistema de paridades. Quando do ajuste das paridades cambiais, se eles fossem inferiores a 10% da taxa vigente, os Estados deveriam apenas informar o Fundo; quando fossem superiores a este percentual, era necessário obter sua autorização. Além disso, cabia ao Fundo fornecer linhas de crédito em moeda estrangeira aos países com desajustes no balanço de pagamentos.

Por fim, foi também central para o Acordo de Bretton Woods, a determinação de restrições à mobilidade de capitais, para evitar a volatilidade dos fluxos, sobretudo de capitais de curto prazo. O objetivo principal era a proteção da estabilidade das taxas de câmbio e das moedas, considerada necessária para a retomada do crescimento e desenvolvimento da economia mundial (BRUNHOFF, 1999, pág. 49).

Desta forma, do pós-guerra até o início da década de 70, a manutenção da estabilidade do valor externo das moedas nacionais era um atributo do próprio modo de

operar do sistema monetário internacional. Para Faugère & Voisin (1993, pág. 12), a rigidez da taxa de câmbio no sistema de Bretton Woods foi fruto de dois aspectos do arcabouço monetário internacional: 1) “disciplina imposta a cada país (obrigação de intervenção dos países com o objetivo de assegurar a fixidez das paridades”); e 2) “mecanismos de financiamento gerados por um organismo internacional”⁶ (o FMI, que garantia as divisas necessárias para as intervenções).

Esta estabilidade cambial, de um lado, e a difusão do modelo fordista de produção e de consumo de massa, de outro, foram os eixos de um regime internacional bastante estável, que permitiu ao capitalismo mundial viver seu “período de ouro”, com taxas de crescimento elevadas e sustentadas durante praticamente três décadas (CHESNAIS, 1994, pág. 251). Para Belluzzo (1995, pág. 18), nenhuma outra etapa do desenvolvimento capitalista apresentou a estabilidade econômica verificada neste momento. Com o fim do regime de Bretton Woods e a emergência da chamada globalização financeira, no entanto, a estabilidade da taxa de câmbio passa a ser uma questão deixada em aberto para a intervenção de cada país.

Este capítulo está dividido da seguinte forma. Na seção I.2 apresenta-se, brevemente, o processo de emergência e consolidação da globalização financeira, seguindo a periodização proposta em Chesnais (1999). Passa-se, na seção I.3, a uma análise das implicações desta nova fase do capitalismo sobre os mercados cambiais, que se tornam muito mais instáveis, conferindo dificuldades adicionais à escolha de um regime cambial apropriado. Na seção I.4, procura-se argumentar que, além das dificuldades iminentes ao contexto histórico vigente, a inserção brasileira, em função de seu caráter financeirizado, torna a economia nacional mais suscetível aos movimentos do capital internacional, ampliando a instabilidade potencial da taxa de câmbio brasileira. São formuladas, então, algumas considerações que encerram o capítulo.

I.2 As etapas de constituição da “globalização financeira”

A idéia de “globalização” já está profundamente disseminada e enraizada no meio acadêmico, tratando-se, nas palavras de Coutinho (1995, pág. 21), do “estágio mais

⁶ Tradução livre do autor. No original: “*discipline imposée à chaque pays (obligation d’intervention des pays dans le bût d’assurer la fixité des parités*”; e “*mecanismes de financement gérés par un organisme international*”.

avançado do processo histórico de internacionalização”. Já os termos “globalização financeira”, ou “mundialização financeira”⁷ referem-se, basicamente, a dois processos: no âmbito interno, a liberalização financeira, que promove a abolição dos limites entre os diversos segmentos dos mercados financeiros e estimula um processo de interpenetração destes com os mercados monetários; do ponto de vista externo, verifica-se a integração destes mercados monetários e financeiros domésticos aos mercados globalizados, como fruto da crescente mobilidade de capitais (CHESNAIS, 1999; CARNEIRO, 1999; PRATES, 2002)⁸.

Percebe-se, portanto, que a “dinâmica do sistema financeiro internacional contemporâneo [passa a ser] ditada pela lógica de funcionamento dos mercados de capitais liberalizados, líquidos e profundos.” (PRATES, 2002, pág. 66). Esta nova dinâmica é fruto da emergência de um novo padrão de gestão da riqueza nos países centrais, que privilegia a lógica especulativa⁹ em detrimento da produtiva. Observa-se, então, com a globalização financeira, uma supremacia da lógica financeira sobre a lógica produtiva nas estratégias de alocação de recursos e, portanto, nas decisões que originam os fluxos de capitais. Marx, em *O Capital*, já anunciara a tendência do sistema capitalista à preponderância da esfera financeira de valorização do capital em relação ao circuito produtivo¹⁰. Esta tendência, porém, que permanecera de certa forma restrita pelas imposições de Bretton Woods, foi retomada, caracterizando, nas palavras de Duménil & Lévy (2003) a emergência de uma

⁷ Chesnais (1994, 1999 e 2005) estabelece uma distinção entre os termos “globalização financeira” e “mundialização financeira”. Para os objetivos deste trabalho, no entanto, não será necessário fazer tal distinção, de maneira que os termos serão tratados como sinônimos.

⁸ “A desregulamentação e a liberalização dos mercados financeiros e cambiais iniciaram-se antes da ruptura do sistema de Bretton Woods e contribuíram para a sua derrocada. Desde meados dos anos 1960, começaram a aparecer os primeiros sintomas de desorganização deste arranjo ‘virtuoso’ ” (BELLUZZO, 2005, pág. 8).

⁹ O conceito clássico de *especulação*, presente em Keynes (1936) é o da “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”. Segundo este conceito, diante da expectativa de uma variação dos preços, os agentes alteram a composição de suas carteiras, seja para evitar prejuízos, seja para auferir lucros, caracterizando uma atividade especulativa. Entretanto, de acordo com Farhi (1999, pág. 104), “num contexto em que a formação de expectativas sobre mudanças de níveis de preços norteia a atuação da grande maioria dos agentes – *hedgers*, arbitragistas ou especuladores – [...] consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato. Essa definição permite estabelecer a distinção entre as posições especulativas e as posições de *hedge* ou as de arbitragem”. Para maiores detalhes sobre esta distinção e para um conceito “contemporâneo” de *especulação*, ver Farhi (1999).

¹⁰ Vale lembrar, porém, que a esfera financeira jamais pode se dissociar completamente da esfera produtiva. Para maiores detalhes ver Belluzzo (1998) e Mazzucchelli (2000).

“segunda hegemonia das finanças”¹¹. Uma das evidências maiores deste fenômeno está no predomínio crescente dos fluxos de capitais sobre as transações correntes no âmbito internacional, fato particularmente relevante aos objetivos deste trabalho em função da transformação conseqüente dos mercados cambiais num espaço onde cada vez mais as moedas são compradas e vendidas como ativos financeiros e não para atender a demandas comerciais e/ou produtivas, como será discutido na seção seguinte.

Passando, finalmente, ao estudo da emergência da globalização financeira, nota-se que ela só pode ser entendida com a retomada de acontecimentos que remontam à década de 1950. Na *City* londrina, já em 1958, foi permitida a criação de um mercado interbancário de capitais líquidos registrados em dólares, o chamado “mercado de eurodólares” que, no entanto, permaneceu com importância reduzida durante alguns anos. Neste mesmo ano, foi decretada a conversibilidade da conta corrente pelos países europeus. É apenas a partir dos anos 60, no entanto, que Chesnais (1999) considera que se inicia de fato a acumulação financeira contemporânea, compreendida como a “centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que têm por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros – divisas, obrigações e ações – mantendo-os fora da produção de bens e serviços”. Numa periodização geral com propósitos heurísticos, o autor distingue três etapas deste processo de constituição da globalização financeira: 1960-1979, 1980-85, 1986 em diante.

a) 1ª Etapa (1960-1979)

A primeira fase em questão, chamada pelo autor de “etapa da internacionalização financeira ‘indireta’”, foi marcada, sobretudo, pela evolução dos Estados Unidos em direção às finanças de mercado. No final dos anos 60, esse país passou a apresentar seus primeiros déficits comerciais duradouros no pós-guerra, gerando uma grande oferta de dólares nos mercados internacionais. A constituição de um mercado *off-shore* de dólares garantiria um aumento da demanda pela moeda estadunidense, podendo equilibrar estes mercados. Portanto, se domesticamente o país adotara, em 1963, algumas modalidades de controles de capital, externamente, a constituição de um sistema financeiro liberal era uma

¹¹ A “primeira hegemonia das finanças” teria sido no período do padrão-ouro, quando a mobilidade de capitais também era bastante elevada. Para maiores detalhes, ver Duménil & Lévy (2003).

maneira de preservar a autonomia política dos Estados Unidos diante dos constrangimentos externos.

Desta maneira, ainda que pareça paradoxal, a constituição do euromercado, que sob uma primeira análise pode parecer prejudicial aos Estados nacionais, já que representa o estabelecimento de um espaço de operações financeiras que escapa às regras locais, contou com o apoio das potências hegemônicas da época, a saber, a decadente (Reino Unido), a atual (Estados Unidos) e a ascendente (Japão) (HELLEINER, 1994). No Reino Unido, a constituição do euromercado poderia permitir o restabelecimento da posição de Londres como centro das finanças internacionais, além de representar uma fuga da regulamentação estadunidense. Os governos nacionais pareciam perceber, portanto, os possíveis benefícios da criação de um espaço de livre movimentação de capitais, mas tinham receio de fazê-lo internamente, já que tais medidas poderiam deteriorar a economia nacional e o “estado de bem-estar social”. Assim, “as operações financeiras internacionais, estruturadas em torno da intermediação, se multiplicam, à margem e paralelamente aos sistemas financeiros nacionais”¹² (FAUGÈRE & VOISIN, 1993, pág. 9), criando, de um lado, uma complementaridade e, de outro, uma certa tensão entre os sistemas nacionais regulados e um espaço internacional desregulado¹³.

A constituição de um mercado financeiro que escapasse às regulamentações vigentes tanto em âmbito nacional, quanto internacional (em função do Acordo de Bretton Woods) deu início a um processo de desestruturação e liquidação do sistema. Intensificaram-se os fluxos de capitais especulativos, como fruto dos déficits estadunidenses e de uma desconfiança crescente em relação ao dólar, até que, em 15 de agosto de 1971, o presidente dos Estados Unidos Richard Nixon decretou o fim da conversibilidade dólar-ouro. Todas as outras moedas, no entanto, permaneceram referenciadas (e, portanto, submetidas) ao dólar, revelando a assimetria do sistema monetário internacional. Aparentemente uma demonstração de fraqueza do dólar, o fim da conversibilidade foi, na verdade, uma nova arma nas mãos dos Estados Unidos, já que ampliou imensamente a autonomia de sua política monetária (DUMÉNIL & LÉVY, 2003).

¹² Tradução livre. No original: “*les opérations financières internationales, structurées autour de l’intermédiation, se multiplient, en marge et parallèlement aux systèmes financiers nationaux*”.

¹³ Cf. Belluzzo (1995).

A partir deste momento, o dólar se torna uma moeda fiduciária¹⁴, já que se desvinculou do lastro em ouro, aumentando enormemente a autonomia de política econômica nos Estados Unidos¹⁵. Como destaca Prates (2002), o surgimento deste padrão “dólar flexível, financeiro e fiduciário” e a gestão do sistema monetário internacional pelo país emissor da moeda-chave a partir do final dos anos 60, contribuíram para a emergência e a consolidação da globalização financeira. O fato relevante é que os Estados Unidos perderam, neste momento, qualquer restrição externa com relação ao desempenho de sua balança comercial, o que será importante para a consolidação do euromercado, como será discutido adiante. Além disso, este país ampliou imensamente sua hegemonia econômica, acentuando o caráter hierárquico do sistema¹⁶. É bem verdade que esta característica de um SMI hierarquizado não é peculiar ao atual sistema, já existindo desde o padrão-ouro, quando a libra esterlina desempenhava o papel de moeda-chave¹⁷. A diferença, no entanto, é que as assimetrias tornaram-se mais perversas aos países emergentes no contexto atual, dado o perfil especulativo e volátil dos fluxos de capitais (PRATES, 2002, pág. 153).

Após o fim da conversibilidade dólar-ouro foi firmado, em dezembro do mesmo ano (1971), o Acordo Smithsoniano, que permitiu uma desvalorização de 7,9% do dólar em relação ao ouro e um alargamento das bandas de flutuação. Apesar da manutenção das paridades cambiais fixas, a aproximação de um sistema de taxas flutuantes parecia inequívoca. O marco inicial deste novo sistema ocorreu com o Acordo de Bruxelas, de março de 1973, em que os países europeus, numa recusa aos privilégios do dólar¹⁸, criaram a chamada “serpente monetária”, que foi a tentativa de uma flutuação concertada das

¹⁴ Vale lembrar que, na prática, o dólar já há algum tempo não respeitava a exigência do lastro em ouro - como denunciaram à época Triffin e De Gaulle -, mas a adoção formal deste caráter fiduciário da moeda ocorreu apenas neste momento.

¹⁵ Para maiores detalhes a respeito das implicações do dólar fiduciário sobre a autonomia de política econômica dos EUA, ver Serrano (2004).

¹⁶ “[N]o atual padrão dólar flexível, os crescentes déficits em conta corrente não impõem nenhuma restrição de balança de pagamentos à economia americana. (...) [C]omo a ‘dívida externa’ americana é em dólar, os EUA estão na posição peculiar de determinar unilateralmente a taxa de juros que incide sobre sua própria dívida externa” (SERRANO, 2004). Segundo Strange (1986), ocorre uma mudança na natureza da hegemonia dos Estados Unidos, que deixa de ser assentada sobre a superioridade do sistema produtivo estadunidense e passa a ter como base as dimensões de seu mercado financeiro e a importância de suas instituições financeiras.

¹⁷ A posição subordinada de determinados países no sistema monetário e financeiro internacional é estrutural, segundo Prates (2002, pág. 147), sendo “reflexo da posição periférica no sistema capitalista mundial, que tem como traços determinantes a fragilidade cambial e financeira externa, a natureza dinamicamente dependente do sistema produtivo e a subordinação político-militar”.

¹⁸ Cf. Faugère & Voisin (1993, pág. 23).

moedas européias em relação ao dólar. Pouco a pouco, as moedas mais fracas foram abandonando a serpente, constituindo progressivamente um regime de flutuação multilateral das moedas nacionais, ainda que com intervenções freqüentes das autoridades monetárias no mercado cambial (flutuação “suja”).

No ambiente já instável e suscetível a crises do início dos anos 70, agrega-se ainda um novo elemento de tensão: os aumentos sucessivos no preço do petróleo, que contribuíram para a elevação dos patamares inflacionários verificados em praticamente todo o mundo capitalista. O aumento do montante de dólares em posse dos países petroleiros, gerado por essa alta no preço do produto, constituiu uma fonte adicional de liquidez para o euromercado que, dado seu caráter desregulado, apresenta uma imensa capacidade de multiplicação monetária, o que contribuiu para seu crescimento contínuo e acelerado durante anos (CHESNAIS, 1994).

Os três fenômenos acima descritos podem ser considerados como os mais importantes no desmonte do sistema de Bretton Woods, quais sejam: o aumento da inflação, que tornava insustentáveis os limites impostos às taxas de juros nominais; o surgimento e crescimento do euromercado, como fruto do excesso de dólares provenientes dos déficits estadunidenses e dos petrodólares; e a adoção dos regimes de taxas de câmbio flutuantes. A interação destes processos culminou, nos anos 1971-73, com o fim do capitalismo regulado vigente durante o período de Bretton Woods¹⁹.

Em 1974 houve a supressão, nos Estados Unidos, de regulamentações e taxas que isolavam o sistema financeiro do país e, sobretudo, freavam a arbitragem bancária entre o mercado interno de dólares e o euromercado; como resultado, verificou-se uma considerável ampliação da mobilidade de capitais entre os EUA e o exterior. Da expansão acelerada do euromercado a partir de então e da “reciclagem” dos petrodólares surgiram linhas de crédito extremamente facilitadas para os países do terceiro mundo, sobretudo a América Latina²⁰, constituindo um “mecanismo de transferência de recursos que possui a capacidade de se reproduzir no tempo” (CHESNAIS, 1999, pág. 39). Armou-se uma “bomba”, que explodiria nos anos 80, e que determinou um crescimento contínuo dos fluxos financeiros, ora em direção à periferia, ora proveniente dela e rumo aos países

¹⁹ Cf. Belluzzo (2005).

²⁰ A “captura dos devedores do terceiro mundo”, nas palavras de Belluzzo (2005, pág. 9).

centrais (devido ao pagamento das dívidas e à saída de investimentos de portfólio em momentos de reversão dos ciclos de liquidez internacional). A elevação da dívida pública dos países periféricos, bem como de alguns países da OCDE, passou a alimentar continuamente o processo de acumulação financeira.

Ademais, verificou-se um processo de internacionalização acelerada dos bancos, sobretudo os estadunidenses que, associado à crescente concorrência interbancária, promoveu importantes inovações financeiras e uma maior interconexão entre os diferentes mercados. Surgiram os mercados de derivativos financeiros²¹ que, no entanto, só ganhariam expressão anos mais tarde. Ocorreu, destarte, uma grande expansão do circuito financeiro internacionalizado, com o surgimento de operações de empréstimos e depósitos que escapavam ao controle dos Bancos Centrais (BELLUZZO, 1995).

Segundo a visão marxista de Duménil & Lévy (2003) vivia-se, nos anos 70, uma crise estrutural do capitalismo, já que desde a década anterior a rentabilidade do capital havia diminuído muito, com uma distribuição de dividendos bastante escassa por parte das empresas e juros reais nulos ou negativos, além da estagnação completa das cotações bursáteis. A queda das taxas de lucro, para os autores, foi devida principalmente ao esgotamento do avanço exponencial das técnicas produtivas, que caracterizara a segunda Revolução Industrial. Neste contexto de crescente dificuldade de valorização do capital investido na esfera produtiva, torna-se compreensível o movimento realizado por imensas massas de capital de busca de valorização na esfera financeira. Os lucros obtidos pelas transnacionais, por exemplo, não eram repatriados, mas também não eram reinvestidos na produção, alimentando o euromercado.

O “círculo virtuoso” de crescimento e geração de emprego, que caracterizara o pós-guerra, parecia ter se esgotado. As políticas keynesianas de reativação da demanda agregada fracassaram e talvez tenham até contribuído para o movimento de financeirização, já que foram em grande medida voltadas à expansão do crédito, em um ambiente de

²¹ “A busca de proteção contra esse ambiente financeiro instável [pós-Bretton Woods] está na base da introdução dos mercados de derivativos financeiros. Os derivativos financeiros representam uma resposta de mercado à instabilidade das expectativas e ao acúmulo das incertezas de curto prazo. Surgidos da necessidade de proteção dos agentes econômicos, seu aprofundamento foi extremamente rápido à medida que novos mecanismos foram sendo criados para atender uma demanda cada vez maior e mais precisa. Sua extensão para uma grande gama de ativos resultou do interesse dos agentes de poder usufruir dos mesmos mecanismos de proteção em ativos financeiros” (FARHI, 1998, pág. 6). Para maiores detalhes sobre o surgimento e a dinâmica do mercado de derivativos, ver Farhi (1998).

formação de mercados de títulos, incentivando a consolidação deste mercado incipiente. Este ambiente tornou-se propício ao espraiamento dos ideais do neoliberalismo, que apontavam as práticas keynesianas como as responsáveis pelos problemas econômicos enfrentados.

O pacto do “estado de bem-estar social” começou a se desfazer e as instituições formadas em Bretton Woods, ao invés de buscarem garantir a estabilidade e o desenvolvimento econômicos, como outrora, foram colocadas a serviço da mundialização do capital e dos interesses das classes dominantes²². Neste contexto, a saída escolhida para o impasse vivido nos anos 1970 “não significou lutar contra o desemprego, mas interromper o processo inflacionário, criar novos fluxos de rendimento, restabelecer o patrimônio das classes mais favorecidas”²³ (DUMÉNIL & LÉVY, 2003, pág. 110).

Em 1979, com a ocorrência do segundo choque do petróleo, o presidente do *Federal Reserve* Paul Volcker elevou a taxa básica de juros estadunidense para um patamar extremamente elevado, com o intuito de conter a retomada do aumento dos preços e provocar um movimento de apreciação do dólar. A “política do dólar forte”, como ficou conhecida, teve impactos sobre todo o mundo capitalista e deu início, na periodização de Chesnais (1999), à segunda etapa do processo de globalização financeira.

b) 2ª Etapa (1980-1985)

Esta segunda fase do processo, que o autor chama de “etapa da desregulamentação e liberalização financeira”, iniciou-se em 1980 e foi até a metade da década. Este período caracterizou-se basicamente pela passagem mais disseminada às finanças de mercado e pelo aumento da interligação entre os mercados nacionais, em função da abertura financeira.

²² “*La mondialisation de l'économie de marché privatisée, déréglementée et libéralisée, est en train de 'libérer' le capitalisme de règles, procédures et institutions qui permirent, à l'échelle nationale, de bâtir le 'contrat social' – État providence ou welfare state*” (PETRELLA *apud* CHESNAIS, 1994). Tradução livre: “A mundialização da economia de mercado privatizada, desregulamentada e liberalizada está ‘liberando’ o capitalismo de regras, procedimentos e instituições que permitiram, em escala nacional, a construção do ‘contrato social’ - ou *welfare state*”.

²³ Tradução livre. No original: “*ne s'agit pas de lutter contre le chômage, mais d'arrêter l'inflation, de créer de nouveaux flux de revenus, de rétablir le patrimoine des classes les plus favorisées*”.

O “Golpe de 1979”, como é chamada por alguns autores a elevação dos juros nos Estados Unidos²⁴, foi uma medida bastante ilustrativa e simbólica da força conquistada pelo monetarismo não apenas nos EUA, mas também no Reino Unido. Os governos de Ronald Reagan e Margareth Thatcher mostraram um claro comprometimento com a ascensão do neoliberalismo, dando início à chamada “revolução conservadora” (CHESNAIS, 1999) e fim aos compromissos da “era keynesiana” e à estabilidade relativa que ela proporcionou. Acentua-se, a partir de então, o novo caráter do regime internacional de dominação do capital, que combina dois processos que se reforçam mutuamente: financeirização e liberalismo.

Entre 1979 e 1981 foram tomadas as medidas mais efetivas de liberalização dos movimentos de capital. A integração dos mercados financeiros domésticos e *offshore* mostrou-se realidade e foi atingido um grau de liberdade de movimento de capitais sem precedentes desde 1920. Até mesmo o Japão, que em 1981 passou a ser um grande credor mundial, começou a encorajar a liberalização da economia mundial (HELLEINER, 1994).

Somando-se a isso, a sustentação e o crescimento dos déficits comerciais e orçamentários dos Estados Unidos contribuíram para dar um “segundo impulso e uma nova direção ao processo de globalização financeira”, num processo de desregulamentação competitiva (BELLUZZO, 1995, pág. 16). A securitização da dívida pública fez aumentar muito a participação dos títulos do Tesouro Nacional estadunidense na riqueza financeira mundial. Ademais, o crescimento do endividamento público (sobretudo dos EUA) tornou os governos nacionais extremamente dependentes dos mercados financeiros internacionalizados. Não por acaso, os Estados Unidos, que em um espaço de tempo relativamente pequeno passaram de maiores credores a maiores devedores da economia mundial, começaram a incentivar – e até impor - a liberalização do sistema financeiro dos países da Ásia e da América Latina.

Neste ínterim, foi também relevante o processo de institucionalização da poupança, no qual os investidores institucionais ganharam muito espaço na função de intermediação financeira. Fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras tornaram-se atores-chave na dinâmica da mundialização financeira, mostrando um crescimento muito rápido de seus ativos e a expansão internacional de suas operações. Para Belluzzo (1995, pág. 16), “esse

²⁴ e. g. Belluzzo (1995); Duménil & Lévy (2003)

processo de transformações na esfera financeira pode ser entendido como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos”. Segundo Chesnais (1999), foi para responder às demandas destas grandes instituições centralizadoras de poupança e dos governos emissores de dívida que ocorreu o processo de formação dos mercados de obrigações liberalizados. Nos anos 80, portanto, iniciou-se uma nova etapa da acumulação financeira, com o surgimento de inovações que garantem liquidez aos investidores financeiros.

Os mercados de bônus e de derivativos, que já apresentavam neste momento uma taxa de crescimento bastante elevada, passaram a se submeter cada vez mais à lógica da arbitragem internacional. Diversos países adotaram políticas monetárias de atração de investidores internacionais, oferecendo alta rentabilidade ou facilidades na entrada dos capitais. A transação de direitos de propriedade e títulos de crédito deu aos mercados um caráter crescentemente patrimonialista e extremamente volátil²⁵. A globalização, desregulamentação e securitização geraram uma instabilidade financeira bastante intensa, que aumentaria ainda mais na terceira etapa do processo.

c) 3ª Etapa (1986-2006)

A terceira fase definida por Chesnais é a da “generalização da arbitragem e incorporação dos ‘mercados emergentes’”. Como se sabe, a integração dos diversos países periféricos na globalização financeira não se deu exatamente no mesmo período e sequer da mesma maneira. Por ser central para a compreensão do estado atual das economias periféricas e das diferenças de desempenho entre elas, este tema será discutido numa seção a parte (a seção I.4). Quanto ao aumento da arbitragem, o estreitamento da interligação entre os sistemas monetários e os mercados financeiros nacionais, resultante da liberalização e desregulamentação adotadas nos anos precedentes, é o principal elemento explicativo. A livre mobilidade de capital deu aos operadores a possibilidade de transferir internacionalmente imensas massas de recursos com vistas à maximização de seus lucros financeiros, a despeito do impacto que esta volatilidade de fluxos pode causar nos países em questão²⁶.

²⁵ Cf. Belluzzo (2005).

²⁶ “*La sphère financière représente la pointe avancée du mouvement du capital, celle où les opérations atteignent le degré le plus élevé de mobilité; celle où le décalage entre les priorités des opérateurs et les*

Ainda que tenha havido um processo concomitante de abertura dos mercados de bens e serviços, na esfera financeira o processo de integração foi mais acentuado; a mundialização fez com que os mercados financeiros nacionais fossem dominados ou até mesmo completamente substituídos pelos mercados mundiais (CHESNAIS, 1994, pág. 207). Esta queda das barreiras entre os mercados nacionais e internacionais é, segundo o autor, a faceta externa de um processo de *descompartimentalização*, que apresenta ainda, como faceta interna, a queda das barreiras entre os diferentes segmentos de operações bancárias e financeiras.

Os processos de abertura e desregulamentação atingiram outros mercados, como por exemplo o de ações, que passou a ser um dos pivôs do processo de mundialização financeira, fazendo dos dividendos um importante mecanismo de ganho de capital. Há também um aumento muito expressivo das transações nos mercados de câmbio e de bônus, além da importância que ganha o mercado de derivativos, pretensamente útil para estabilizar o sistema, mas que contribuiu muitas vezes para ampliar sua volatilidade (FARHI, 1999).

O processo de liberalização financeira continuou sua marcha, sendo inclusive bastante estimulado pelos organismos multilaterais. Helleiner (1994) sugere que são três as principais explicações para tal postura nos anos 90: interesses hegemônicos de Estados Unidos, Reino Unido e Japão; ascensão dos movimentos neoliberais na academia e nos *think-tanks* internacionais; e supremacia das estratégias de desregulamentação competitiva, fazendo com que a abertura da conta financeira por um país force os demais países a adotarem a mesma medida. A partir de certo momento, porém, o mercado e as instituições financeiras aparecem como uma força independente e extremamente poderosa diante dos Estados nacionais que, paradoxalmente, permitiram e inclusive contribuíram para sua criação²⁷.

O volume das transações financeiras com o exterior assumiu proporções assombrosas, superando o PIB dos países centrais já em 1992, sendo que em 1980 representava menos de 10% deste PIB (COUTINHO, 1995, pág. 23). Ademais, estes fluxos

besoins mondiaux est le plus criant” (CHESNAIS, 1994, pág. 206). Tradução livre: “A esfera financeira representa a ponta mais avançada do movimento do capital, aquela onde as operações atingem o grau mais elevado de mobilidade; aquela onde a distância entre as prioridades dos operadores e as necessidades mundiais é mais gritante”.

²⁷ Cf. Chesnais (1994, pág. 206).

de capital revelam-se cada vez mais descolados da chamada “economia real”. Neste mesmo período (1980-92), a taxa média de crescimento anual do estoque de ativos financeiros foi 2,6 vezes maior do que a da formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE (CHESNAIS, 1999, pág. 14). Este movimento do capital financeiro, como se sabe, obedece crescentemente à lógica especulativa, buscando o lucro em função da variação dos preços e dos retornos patrimoniais. Até mesmo as empresas do setor produtivo passam a contar com importantes ganhos financeiros, contabilizados como “não operacionais”; sobretudo as empresas transnacionais, por apresentarem a facilidade da transferência de capital intra-firma que, como qualquer transferência, também obedece à lógica especulativa²⁸ (CHESNAIS, 1994).

Retoma-se, então, a “hegemonia das finanças”²⁹, que se esgotara no início do século XX, com as diferenças de que, na mundialização financeira atual, os investimentos são mais voláteis e de curto prazo se comparados àqueles do período pré-1914, além do caráter mais concentrado dos investimentos diretos estrangeiros (CHESNAIS, 1999).

São destacados por Chesnais (1994) três elementos constitutivos desta mundialização financeira, os chamados “3 Ds”, a saber, *desregulamentação* (ou liberalização monetária e financeira), *desintermediação*³⁰ (abertura das operações de empréstimo a todo tipo de investidor institucional) e *descompartimentalização* dos mercados financeiros nacionais.

Neste processo, em que liberalização e mundialização continuam andando *pari passu*, constitui-se um sistema³¹ financeiro internacional com as seguintes peculiaridades (CHESNAIS, 1999, pág. 13):

- i) fortemente hierarquizado (dominação dos Estados Unidos);
- ii) marcado por uma carência de instâncias de supervisão e controle;
- iii) com sua unidade assegurada pelos operadores dos mercados financeiros (seus julgamentos – subjetivos, portanto – interferem no comportamento de certas variáveis econômicas).

²⁸ “*Les critères du capital-argent le plus parasitaire*” (CHESNAIS, 1994, pág. 234). Tradução livre: “Os critérios do capital-dinheiro mais parasitário”.

²⁹ Cf. Duménil & Lévy (2003).

³⁰ Para Freitas (1997) não há desintermediação financeira, mas uma “nova forma de intermediação financeira, caracterizada pela predominância dos ativos financeiros negociáveis tanto no passivo quanto no ativo dos bancos” (*apud* Prates, 2002). Chesnais (1994), porém, utiliza este termo.

³¹ Ou um “não sistema”, para alguns autores (para mais detalhes, ver Faugère & Voisin, 1993).

Segundo o autor (1999, pág. 35), “o mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros está localizado no centro das relações econômicas e sociais”. Se o movimento de mundialização do capital, num sentido mais amplo, apresenta tendências relativamente claras, na esfera da globalização financeira nos deparamos com uma situação caótica e cada vez mais imprevisível, que foge do controle inclusive das autoridades monetárias dos países centrais.

A elevada mobilidade de capitais financeiros e a volatilidade das taxas de câmbio e de juros criam um risco sistêmico imanente. O caráter patrimonialista e volátil dos mercados faz com que “os ciclos de prosperidade e depressão [sejam] mais curtos (...) e [seja] cada vez mais estreito o intervalo entre os distúrbios nos mercados financeiros e cambiais”, já que o contágio é mais imediato (BELLUZZO, 1995, pág. 18).

Desta imbricação entre mercados financeiros e cambiais e da instabilidade inerente ao contexto da globalização financeira, decorre uma maneira particular de se lidar com os regimes e políticas cambiais. Se, por um lado, a possibilidade de escolha do regime cambial mais adequado aumentou o grau de liberdade dos governos nacionais na execução de políticas macroeconômicas, revelando-se algo positivo, por outro lado a busca pela estabilidade cambial foi abandonada à sorte das autoridades monetárias de cada país (já que o Fundo Monetário Internacional perdeu as funções que desempenhara nas décadas precedentes³²) e, como será discutido adiante, esta busca pela estabilidade cambial nem sempre é bem sucedida.

Ademais, explorando o primeiro dos pontos destacados por Chesnais (1999) para caracterizar o atual contexto econômico internacional, vale lembrar que se estabelece um SMI com uma forte natureza centro-periferia, caracterizado pela centralidade do dólar como a moeda-chave do sistema e por uma clara hierarquia das demais moedas nacionais. Esta hierarquia é pautada, sobretudo, pelas funções que a moeda desempenha no cenário internacional e também no âmbito doméstico. Desta feita, para além da supremacia do

³² “*The IMF Articles of Agreement were amended in 1978 to drop the requirement for members to declare exchange rate parities and take the necessary steps to keep market exchange rates near parity. Under the new (and still current) formulation, member countries can in effect choose any exchange arrangement that suits them, provided that it is declared to the IMF, provided that it is consistent with the general objective of the IMF, which is to foster ‘orderly economic growth with reasonable price stability’ and provided that countries ‘avoid manipulating exchange rates...to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members’ (Art.IV. 1 (iii))*” (COOPER, 1999, pág. 3).

dólar, nota-se no atual SMI uma gradação das demais moedas de acordo com sua aceitação internacional, ou seja, de acordo com seu uso enquanto unidade de conta, meio de pagamento ou reserva de valor – as três funções clássicas da moeda. De acordo com estes critérios, a moeda-chave é a única que apresenta conversibilidade plena, ou seja, que desempenha integralmente as três funções da moeda no cenário internacional. Ao redor do dólar, porém, podem ser estabelecidos dois outros grupos de moedas: as conversíveis, que desempenham de maneira secundária estas funções em âmbito internacional, e as não-conversíveis, incapazes de exercer tais funções (PRATES, 2002; CARNEIRO, 2002 e 2005; BELLUZZO & CARNEIRO, 2003).

Com a globalização financeira, portanto, os países, de um modo geral, enfrentam inúmeras dificuldades na gestão de suas taxas de câmbio. Os países de moeda inconvertível, no entanto, enfrentam dificuldades adicionais, acentuadas pela centralidade inédita que o mercado cambial ganha no sistema financeiro internacional, como será discutido na seção seguinte.

I.3 Regimes cambiais e mercado cambial no contexto da globalização financeira

Com o desmonte do sistema de Bretton Woods, não houve nenhum acordo internacional que substituísse o padrão-dólar, ficando a cargo de cada país a decisão a respeito do regime cambial mais apropriado. Entretanto, a flutuação verificada entre as três principais moedas da época, a saber, o dólar, o iene e o marco alemão, permite que se considere que o mundo passou a viver, a partir de então, sob um regime de taxas de câmbio flutuantes (BRUNHOFF, 1999, pág. 50). Na falta de um novo padrão internacional ou de uma paridade oficial entre estas três moedas, as taxas de câmbio passaram a depender das políticas monetárias nacionais, da arbitragem realizada pelos mercados financeiros internacionais e da capacidade de resistência a ataques especulativos.

Nos anos de 1985 e 1987, Estados Unidos, Japão e Alemanha firmaram acordos monetários com o intuito de limitar a instabilidade das taxas de câmbio, reduzindo a margem de flutuação entre as moedas, que fora bastante grande nos anos precedentes. “Esses acordos suscitaram grandes esperanças dos economistas pós-keynesianos, que julgavam que uma cooperação multilateral pública permitiria equilibrar a regulação privada das taxas de câmbio entre as moedas, pelo mercado financeiro, de modo a estabilizar as

arbitragens, através de um novo compromisso hierárquico. Tais esperanças foram frustradas. Os Estados Unidos recuperaram a liberdade de manobra que o papel dominante do dólar ainda lhes proporciona, apesar da concorrência do iene e do marco alemão” (BRUNHOFF, 1999, pág. 53). Percebe-se, então, que com o fim de Bretton Woods os países da tríade passaram a priorizar objetivos domésticos de política econômica em detrimento de uma possível cooperação internacional em torno da estabilidade das taxas de câmbio.

Nos países mal posicionados na hierarquia do sistema monetário internacional, a liberdade de escolha do regime cambial revela-se ainda mais restrita do que nas demais nações. Como diz Miranda (1998, pág. 247), “nos modelos convencionais de economias abertas, a primeira escolha das autoridades monetárias é a do regime cambial. É desta que derivam limites, modalidades e instrumentos das políticas monetária e fiscal (...). Na realidade contemporânea, entretanto, as margens de manobra das autoridades monetárias para escolher autonomamente o regime cambial mais adequado são limitadas”. Isto, pois estes países periféricos contam com uma moeda inconvertível, conforme discutido na seção I.2. Como decorrência, as mercadorias transacionadas internacionalmente, os contratos firmados com estrangeiros, ou os ativos financeiros em posse de não-residentes são denominados em outra moeda, que não a nacional (geralmente o dólar). Dependendo do grau de inconvertibilidade, estas moedas podem perder algumas de suas funções inclusive no âmbito doméstico, sobretudo a função de reserva de valor (CARNEIRO, 2003).

Muitos países periféricos, desta forma, buscaram a estabilidade de suas economias atrelando sua moeda a uma divisa estrangeira, em geral o dólar. Esta medida, no entanto, requer uma renúncia completa da autonomia das políticas fiscal e monetária. Os países que optaram pela flutuação de sua taxa de câmbio, por sua vez, enredaram-se num contexto de alta dependência dos fluxos internacionais de capital, cuja extrema instabilidade gera pressões sobre o mercado cambial, podendo elevar em demasia a volatilidade das taxas de câmbio. Todas as dificuldades enfrentadas pelos países periféricos na escolha de um regime cambial serão discutidas em detalhes no capítulo II; o importante, neste momento, é perceber que a transmissão da responsabilidade sobre a gestão da taxa de câmbio para as autoridades monetárias de cada país criou uma dificuldade adicional aos governos nacionais, que pôde ser bem, ou mal enfrentada, como mostra a história. Alguns países,

sobretudo os asiáticos, aproveitaram-se desta política cambial menos controlada de maneira a estimular o desenvolvimento econômico nacional. Outros países, porém - sobretudo os da América Latina -, encontram-se permanentemente às voltas com dificuldades econômicas impostas por uma gestão equivocada de suas taxas de câmbio.

“Na verdade, as flutuações das taxas de câmbio, supostamente destinadas a corrigir desequilíbrios do balanço de pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas, foram desestabilizadoras. Isto porque a crescente mobilidade dos capitais de curto prazo obrigou a seguidas intervenções da política monetária, determinando oscilações entre as taxas de juros das diversas moedas e criando severas restrições à ação da política fiscal” (BELLUZZO, 1995, pág. 16).

Isto ocorre, pois no contexto atual de hegemonia dos mercados financeiros, é imposta uma certa disciplina³³ aos governos nacionais, que “inibe toda e qualquer tentativa de executar políticas ativas, destinadas a promover o crescimento” (BELLUZZO, 1995, pág. 19). A estabilidade econômica alcançada pelos países periféricos é, em geral, extremamente precária, podendo ser rapidamente destruída pelos movimentos dos mercados financeiro e cambial, que se mostram crescentemente conectados. Desta feita, conforme sugere Brunhoff (1999, pág. 53), o atual arcabouço monetário internacional faz com que, em tese, os países não apenas possam, mas devam cuidar de suas próprias políticas monetária e cambial; na prática, porém, todos os países devem estar submetidos às normas do “novo regime financeiro ditado pelos mercados”, a saber, a busca por taxas de inflação extremamente reduzidas e por altas taxas de retorno financeiro³⁴.

A situação torna-se ainda mais delicada quando se percebe que, com a globalização financeira, os mercados cambiais adquirem um papel de centralidade que não era visto sob a égide de Bretton Woods. As aberturas verificadas tanto na balança comercial, como na conta financeira, ampliaram imensamente a massa de capitais transitando ao redor do globo

³³ Para mais detalhes sobre as restrições de política macroeconômica enfrentadas pelos países periféricos, em função das assimetrias que caracterizam o atual contexto econômico mundial, ver Ocampo (2000).

³⁴ “*Ce qui va condamner le néolibéralisme est inscrit dans sa nature même: une transformation étroitement axée sur l’intérêt d’une minorité qui entraîne l’économie vers la croissance lente, les excès de la spéculation et de l’instabilité financière (sans parler de la destruction de l’environnement)*” (DUMÉNIL & LÉVY, 2003, pág. 112). Tradução livre: “A condenação do neoliberalismo está inscrita em sua própria natureza: uma transformação estreitamente baseada nos interesses de uma minoria que conduz a economia a um crescimento lento, ao excesso de atividades especulativas e de instabilidade financeira (sem falar na destruição do meio-ambiente)”.

o que, por si só, já seria suficiente para explicar um expressivo aumento na necessidade dos agentes de intercambiar moedas. A livre mobilidade de capitais, conforme Miranda (1998), teve como consequência imediata uma expressiva elevação das operações nos mercados nacionais de câmbio, sobretudo no mercado futuro.

Contudo, mais do que mera consequência dos processos de abertura e desregulamentação (financeira e comercial), o crescimento explosivo do mercado de câmbio reflete a descoberta de um novo espaço de valorização financeira. As taxas de câmbio flutuantes dão às moedas um caráter que ficava de certa forma oculto sob o regime de paridades fixas, aquele de um ativo financeiro que apresenta um potencial de rápida e, por vezes, intensa valorização³⁵. Para além deste potencial de valorização, as moedas centrais do sistema e, sobretudo, o dólar, apresentam ainda o benefício da elevada liquidez, já apontado por Keynes desde o início do século.

Por estas razões, o mercado de câmbio foi, segundo Chesnais (1999), o primeiro a entrar na mundialização financeira contemporânea, permanecendo até hoje como um dos mercados onde os investidores institucionais mantêm uma grande parte de seus ativos. O fim do sistema de Bretton Woods, além de significar o abandono das paridades cambiais, transformou o mercado de câmbio, paulatinamente, em um espaço no qual moedas e ativos financeiros estão indissolúvelmente imbricados.

O mercado cambial descola-se progressivamente de sua função original de facilitar as trocas comerciais para, ao longo do período de emergência da globalização financeira, tornar-se o compartimento do mercado financeiro que apresentou as maiores taxas de crescimento. Segundo Chesnais (1994), ao longo da década de 80, as transações neste mercado foram multiplicadas por dez. Ele se torna, segundo o autor, o epicentro da nova economia financeirizada. Dados do BIS para os anos 1994-95 revelam que, naquele momento, menos de 8% das transações realizadas no mercado de câmbio representavam transações internacionais “reais”³⁶.

Para o autor (*op. cit.*, pág. 244), ocorre uma “financeirização das taxas de câmbio”, criando uma alavanca para ganhos financeiros “puros” e imediatos. A parte mais

³⁵ Vale lembrar que os ganhos de capital provenientes do “ativo financeiro” moeda podem ocorrer tanto em momentos de apreciação cambial, quanto de depreciação, bastando que seu detentor seja bem sucedido na escolha dos momentos de compra e venda deste ativo.

³⁶ BIS (1994 e 1995) *apud* Chesnais (1999)

importante e mais rentável das atividades financeiras, portanto, passa a ser realizada justamente nos mercados de câmbio. Para Coutinho (1995), a persistência dos déficits públicos em alguns países desenvolvidos (e.g. EUA), financiados por títulos da dívida pública contribuíram para este processo de “aprofundamento” e desenvolvimento dos mercados cambiais e para a alavancagem das transações nestes mercados.

Os mercados cambiais, cada vez mais globalmente integrados, mostram-se ademais aqueles em que os grupos financeiros conseguem reunir mais rapidamente enormes massas de liquidez. Essas massas centralizadas de capitais podem servir como uma “*force de frappe*” financeira, utilizada indiscriminadamente pelos agentes para atender a seus interesses de valorização de capital (CHESNAIS, 1994). Num contexto de ausência de um padrão mundial estável e de taxas de câmbio flutuantes, a especulação torna-se a regra. A teoria dos “mercados eficientes” propõe que a ação racional dos agentes é mais indicada que a intervenção governamental na alocação de recursos e determinação de preços (inclusive da taxa de câmbio); na prática, porém, o que se verifica freqüentemente é um “comportamento de manada” na ação dos especuladores, sobretudo nos países periféricos³⁷ (BELLUZZO, 1995).

O mercado de derivativos surge e se desenvolve com a globalização financeira e com o fim do regime internacional de paridades fixas, justamente com o intuito de neutralizar os efeitos da flutuação cambial. Hoje em dia, porém, ele se tornou também um espaço de especulação em relação às taxas de câmbio, contribuindo para sua volatilidade (FARHI, 1998; 1999; 2001). O Fundo Monetário Internacional, que durante a vigência de Bretton Woods era a instituição responsável pela garantia da rigidez cambial mostra-se também incapaz de desempenhar hoje um papel estabilizador no mercado de câmbio. Tampouco as reservas cambiais acumuladas pelos bancos centrais dos diferentes países são garantia de que será possível fazer frente aos movimentos especulativos do capital privado³⁸.

Em suma, com o fim do regime de taxas de câmbio fixas, que caracterizou a época do chamado capitalismo controlado, passou a ser da responsabilidade de cada país a escolha

³⁷ Esta questão do comportamento pró-cíclico dos especuladores será discutida no capítulo II.

³⁸ Dependendo do montante de divisas acumuladas é evidente que as reservas cambiais se colocam como um importante instrumento de combate à volatilidade cambial, conforme será discutido nos capítulos seguintes. O ponto aqui ressaltado refere-se à ausência de garantias de sucesso na correlação de forças com o capital privado.

do regime cambial mais apropriado e a gestão de sua política cambial. Como parte do mesmo processo, os mercados cambiais assumiram uma posição central na mundialização financeira e, mais do que isso, se tornaram um espaço de intensos e freqüentes movimentos especulativos.

Revela-se bastante árdua, portanto, a tarefa das autoridades monetárias de lidar de maneira sensata com os movimentos da taxa de câmbio, sobretudo nos países de moeda inconvertível. Percebe-se, ainda, que o grau de dificuldade enfrentado guarda estreita relação com a estratégia escolhida por cada país para a integração de sua economia ao processo de mundialização financeira, conforme será discutido na seção seguinte.

I.4 Inserção da América Latina na globalização financeira

Este contexto de globalização financeira se traduz num quadro de grande volatilidade das principais variáveis macroeconômicas para os países emergentes. Tal fato ocorre, sobretudo, em função da hierarquia das moedas que caracteriza o sistema monetário internacional, que faz com que os fluxos de capitais que se direcionam a esses países emergentes sejam muito mais instáveis do que aqueles que têm como destino os países centrais. Ainda assim, a análise das décadas de 1980 e 90 revela a existência de maneiras distintas de inserção na globalização financeira, que possibilitaram diferentes resultados do ponto de vista do crescimento e desenvolvimento econômicos. As estratégias de inserção podem priorizar a articulação com a dimensão *financeira* da globalização ou, de outro lado, com sua dimensão *produtiva*³⁹. Esta seção tem o intuito de discutir brevemente a inserção realizada pelas nações latino-americanas onde, segundo Carneiro (2006b) e Belluzzo (2005) verifica-se um comando da lógica financeira de integração.

As transformações na economia mundial que caracterizam a “globalização financeira” aceleraram-se, como visto acima, já nos anos 70, mas a crise da dívida, que assolou a periferia do sistema capitalista durante os anos 80, deixou a América Latina temporariamente excluída desta nova fase do capitalismo⁴⁰. Foi somente com a emergência

³⁹ “O alargamento do espaço econômico do Centro, liderado pelos Estados Unidos, ‘constituiu’ dois tipos de regiões na Periferia: aquelas cuja inserção internacional se faz pelo comércio e pela atração de investimento direto destinado aos setores afetados pelo comércio internacional; e aquelas que buscaram sua integração mediante a abertura da conta de capitais” (BELLUZZO, 2005, pág. 14).

⁴⁰ A crise da dívida teve também impactos sobre os países asiáticos, mas que se mostraram mais tênues do que aqueles verificados sobre a América Latina (CUNHA, 2001).

de um novo ciclo de liquidez internacional que estes países conseguiram se inserir de fato na globalização financeira. Segundo Carneiro (2006b), foi a renegociação da dívida externa conjugada com a abertura externa, que permitiu um novo ciclo de endividamento nos anos 90, centrado em financiamentos de portfólio, em geral, de curto prazo.

É bem verdade que a globalização, como extensamente discutido neste capítulo, revela uma preponderância da integração financeira, que se torna inclusive autônoma em relação à produtiva (UNCTAD, 2001)⁴¹. Mas não se deve ignorar a possibilidade de uma adesão a este movimento de mundialização que priorize as transações comerciais e o recebimento de investimentos diretos estrangeiros, que dão aos fluxos de capitais um caráter mais de longo prazo e, portanto, de menos volatilidade⁴².

A integração latino-americana, ao contrário do proposto acima, teve, nas palavras de Carneiro (2006b), um perfil “financeirizado”, já que se deu primordialmente via endividamento externo e investimentos de carteira. Como resultado, os fluxos de capitais que atingem este continente são, via de regra, extremamente voláteis, em função de seu perfil de curto prazo e da presença massiva de capital especulativo, o chamado *hot money*. Percebe-se, assim, uma sensibilidade extremamente elevada destes capitais aos ciclos internacionais de liquidez. Em função deste perfil dos fluxos de capitais e do tamanho restrito das reservas cambiais, estes países mostraram, desde o início dos anos 90, uma necessidade recorrente de acesso aos fluxos de capitais compensatórios provenientes das instituições multilaterais (em especial do FMI).

Outra característica da integração latino-americana está no perfil dos investimentos diretos estrangeiros que, além de serem relativamente escassos, direcionaram-se principalmente para operações de fusão e aquisição ou para a compra de ativos já existentes, sobretudo nos processos de privatização ocorridos na década de 90. Não houve, portanto, investimento significativo em *greenfield*, ou que aportasse novas tecnologias ao parque produtivo local⁴³. Conforme Carneiro (2006b), este padrão financeirizado de integração, apesar de apresentar certo dinamismo na esfera da riqueza, não promove o

⁴¹ *Apud* Carneiro (2006b)

⁴² Para Carneiro (2006b) a integração asiática, se comparada à latino-americana, deu uma ênfase substancial a estes aspectos “produtivistas”.

⁴³ Pelo contrário, nos países em que a integração financeira gerou apreciação cambial, o resultado foi um processo de reespecialização produtiva na indústria. A ocorrência deste fenômeno no Brasil será discutida no capítulo III.

desenvolvimento da estrutura produtiva ou um crescimento considerável na renda *per capita*.

Neste tipo de articulação, o capital financeiro procura nos mercados emergentes aquilo que vislumbra em qualquer outro mercado de ativos, guiando-se pela lógica dos ganhos patrimonialistas de capital, seja pela valorização de ativos, seja pelo diferencial de juros ou câmbio (CARNEIRO, 2006b). Desta maneira, o determinante principal da dimensão e da direção dos fluxos de capital é a etapa vigente dos ciclos de liquidez que, em última instância, é definida pelo comportamento das taxas de juros estadunidenses e pelo estado momentâneo de aversão ao risco. Assim, ainda que as necessidades de financiamento de um determinado país se reduzam, se a capacidade de financiamento também se reduzir (muitas vezes por fatores exógenos, como por exemplo a reversão de um ciclo), haverá movimentos especulativos que podem causar instabilidades na economia local⁴⁴.

Dada a volatilidade dos fluxos de capital que se direcionam à América Latina, estes países apresentam uma acentuada fragilidade em seu balanço de pagamentos. “Se durante os anos 1970, a força catalizadora dos fluxos internacionais foram os desequilíbrios comerciais ou em conta corrente, a desregulamentação do setor financeiro e a liberalização dos controles cambiais independizaram o movimento dos capitais de suas causas originais” (MIRANDA, 1998).

Esta lógica financeira que, segundo Salama (2005), leva a economia a funcionar como um “cassino”, imprime grande instabilidade às atividades econômicas. A abertura financeira, para Carneiro (2006b), agravou a instabilidade monetária⁴⁵ oriunda da inconversibilidade; e o caráter estabilizador da taxa de câmbio flutuante, não apenas mostrou-se falso, mas invertido, já que a volatilidade cambial contribuiu para a instabilidade econômica, ao invés de reduzi-la.

A reinserção da América Latina no circuito financeiro internacional exigiu mudanças nos regimes cambiais, que foram condicionadas por dois conjuntos de fatores: o primeiro, de ordem interna, dizia respeito ao controle da inflação e à revisão dos desajustes no balanço de pagamentos; o segundo, de ordem externa, referia-se ao grau de

⁴⁴ Cf. Salama (2005).

⁴⁵ Estabilidade monetária, para o autor, significa: 1) preços relativamente estáveis 2) taxas de juros estáveis e num baixo patamar; e 3) taxa de câmbio com flutuação moderada.

conversibilidade de suas moedas (MIRANDA, 1998). Com o intuito de fazer frente a estas dificuldades, foram adotados no Brasil arranjos cambiais diversos, mas nenhum deles foi eficaz na garantia da estabilidade econômica⁴⁶.

De acordo com Belluzzo (2005), independentemente do regime cambial vigente, a volatilidade dos fluxos de capital determina a falta de autonomia da política econômica dos países que abriram sua conta financeira e, sobretudo, àqueles que, aproveitando-se dos momentos de alta dos ciclos de liquidez, aumentaram o endividamento externo, como ocorreu com o Brasil nos anos 90. Por tudo isso, Salama (2005) afirma que a mundialização financeira é um “fenômeno contraditório”, já que tem se revelado uma fonte de instabilidade e de novas restrições para os países receptores do capital internacional.

I.5 Considerações finais

As profundas mudanças verificadas na economia internacional desde o fim do sistema de Bretton Woods criaram um ambiente de maior complexidade, no qual as oportunidades oferecidas aos países que se inserem na lógica da globalização financeira vêm, geralmente, acompanhadas de grandes riscos. Se, por um lado, a emergência do euromercado, o desenvolvimento das finanças diretas e a liberalização financeira aumentaram a mobilidade do capital e o seu potencial de valorização, de outro, a possibilidade de crises se tornou maior, sobretudo em função da instabilidade sistêmica que caracteriza esta etapa do desenvolvimento capitalista⁴⁷.

O ponto relevante é que a hierarquia existente no padrão anterior entre a conta corrente e a conta financeira parece ter sido invertida. As variáveis presentes no balanço de pagamentos mostram-se hoje subordinadas à mobilidade do capital internacional. Se antes a questão da estabilidade do câmbio era um atributo do próprio sistema capitalista global, agora é uma questão deixada em aberto para a intervenção de cada país. Num contexto em que o mercado cambial adquire uma centralidade e um tamanho inéditos e torna-se um dos

⁴⁶ Como será visto no capítulo III.

⁴⁷ “*Le système a, pour la première fois dans toute son histoire, confié le sort de la monnaie et de la finance complètement aux marchés [...]. Les gouvernements et les élites qui gouvernent les principaux pays capitalistes avancés ont laissé le capital-argent devenir une force aujourd’hui à peu près incontrôlable, qui se dresse, face à la croissance mondiale, en toute impunité*” (CHESNAIS, 1994). Tradução livre: “Pela primeira vez em toda sua história, o sistema confiou o destino da moeda e das finanças integralmente aos mercados [...]. O governo e as elites que dirigem os principais países capitalistas avançados permitiram que o capital-dinheiro se tornasse hoje uma força quase incontrolável, que se coloca diante do crescimento mundial na mais completa impunidade”.

principais espaços para as atividades especulativas, lidar com a taxa de câmbio com vistas a objetivos nacionais se revela uma tarefa bastante delicada.

Para as nações emergentes, este problema torna-se ainda mais crucial, já que a volatilidade acentuada dos fluxos de capital cria imensa pressão sobre as taxas de câmbio; e se a instabilidade cambial pode de alguma forma ser bem absorvida nos países desenvolvidos, isto está longe de acontecer nas economias emergentes. Em primeiro lugar, pois a volatilidade da taxa de câmbio implica incertezas que podem reduzir o horizonte de decisão dos agentes econômicos, tornando os investimentos menos atrativos. Ademais, esta instabilidade cambial exerce efeitos deletérios sobre inflação, salários reais e dívida pública, que serão discutidos no capítulo III. Outro problema que pode ser ressaltado refere-se à possibilidade de descasamento monetário entre ativos e passivos (*currency mismatch*), já que as alterações na taxa de câmbio acabam por gerar desequilíbrios patrimoniais entre os agentes, dado que o passivo denominado em moeda estrangeira costuma ser, nos países emergentes, maior do que o ativo, produzindo graves dificuldades financeiras na economia.

Além da posição periférica da América Latina dentro da hierarquia do sistema monetário internacional, que enseja a volatilidade de capitais supracitada, a inserção da maioria de seus países na globalização financeira teve um caráter primordialmente “financeirizado”, tornando suas economias extremamente suscetíveis aos diferentes momentos dos ciclos internacionais de liquidez, de maneira que as dificuldades da gestão cambial são acentuadas e o potencial de volatilidade de suas taxas de câmbio revela-se excessivo.

O capítulo II tem o objetivo de analisar as diferentes recomendações de regimes cambiais para países emergentes, de maneira a perceber até que ponto as especificidades destes países são levadas em conta pelos autores e de que forma os dilemas verificados podem ser enfrentados.

Capítulo II

As controvérsias teóricas que rondam as escolhas de regimes cambiais

II.1 Introdução

Conforme verificado no capítulo I, a emergência da globalização financeira acentuou a centralidade e a complexidade da questão cambial. Para os países emergentes, notam-se ainda especificidades que lhes conferem dificuldades adicionais quando da escolha de um regime cambial apropriado. Não são todos os autores, no entanto, que percebem ou dão importância a estas particularidades ao tratarem dessa questão. Neste capítulo, serão abordadas as diferentes recomendações de regimes cambiais, com foco justamente nos países emergentes e nos dilemas por eles enfrentados. Percebe-se que muitas destas recomendações têm, no fundo, um viés político/ideológico (ainda que isso não fique explícito), além, evidentemente, de refletirem as diferentes concepções da teoria econômica, sobretudo no que diz respeito às questões da neutralidade da moeda e da eficiência dos mercados⁴⁸.

O capítulo está organizado da seguinte forma. Na seção II.2, é feita uma tipologia dos regimes cambiais mais representativos e uma breve descrição de suas pretensas qualidades e defeitos - de maneira bastante simplificada e sem apontar ainda as divergências sobre o tema. Passa-se, na seção II.3, a uma análise mais elaborada das principais recomendações de regimes cambiais e do debate teórico a esse respeito, com ênfase sobre a aplicação destes diferentes regimes a países emergentes, emissores de moeda inconvertível. A seção é iniciada com a proposição de Friedman (1953) de um regime cambial de livre flutuação, para, em seguida, argumentar-se a respeito da inviabilidade deste arranjo para grande parte dos países emergentes. Realiza-se, então, um debate sobre a pertinência das intervenções governamentais no mercado cambial e sobre as diferentes concepções e propostas para regimes de câmbio administrado. São tecidas, então, algumas considerações finais sobre o assunto.

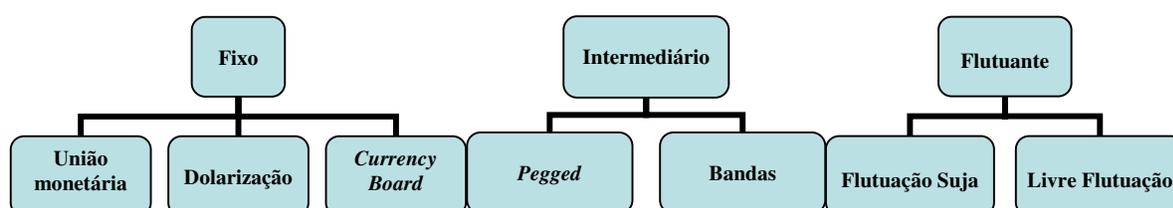
⁴⁸ Para um tratamento da relação entre teoria econômica e recomendações de regimes cambiais, ver Mollo *et alli* (2001).

II.2 Uma breve caracterização dos tipos de regimes cambiais existentes

Na literatura sobre regimes cambiais não pode ser encontrado qualquer consenso sobre a melhor maneira de se classificar os regimes existentes. Sobretudo quando se trata dos regimes intermediários, percebem-se zonas de interseção nas quais a diferenciação entre os modelos é bastante nebulosa. Apesar disso, a literatura convencional continua realizando as discussões sobre o tema a partir de uma certa taxonomia, com o intuito de apontar os benefícios e fragilidades de cada um dos diferentes regimes. Seguindo esta linha, é estabelecida abaixo uma classificação de regimes para, em seguida, mostrar-se que na realidade esta maneira de abordar o tema apresenta importantes limites, sobretudo nos países emergentes.

Segundo Frankel (2003), uma primeira e importante distinção define os três grupos possíveis de regimes cambiais: taxa de câmbio fixa, regimes intermediários e taxa de câmbio flutuante. Na visão do autor, o que estabelece o limite entre os regimes intermediários e os de taxas flutuantes é a existência de metas explícitas para a taxa de câmbio. Desta maneira, ainda que haja intervenções esporádicas das autoridades monetárias no mercado cambial, se não forem perseguidas taxas determinadas *a priori* e anunciadas ao público, o regime deve ser classificado como flutuante. Já para diferenciar os regimes intermediários dos de taxas fixas, o critério utilizado é a existência ou não de um compromisso institucional com a taxa de câmbio buscada (e.g. uma lei). É evidente que dentro desses três grupos existem inúmeras formas possíveis de gestão da taxa de câmbio, mas a opção deste trabalho foi por apresentar apenas os regimes considerados como os mais representativos (Figura 1).

Figura 1. Tipologia dos regimes cambiais



Fonte: Elaboração própria, baseada em Frankel (2003).

A seguir, são mencionadas as principais características destes regimes cambiais.

a) União monetária

Os casos extremos de câmbio fixo – *uniões monetárias e dolarização* – representam no fundo a própria abolição da taxa de câmbio. A principal diferença entre estes regimes é o caráter unilateral da dolarização, ao passo que a união monetária é fruto de um acordo entre diferentes países, que definem para si uma moeda única. Apesar das controvérsias teóricas em relação à viabilidade de uma união monetária, esse acordo revelou-se possível, na prática, entre países que apresentam um alto grau de integração econômica e desejam eliminar por completo a variação da paridade entre suas respectivas moedas para facilitar os intercâmbios comerciais e financeiros⁴⁹. O estabelecimento e a gestão conjunta de uma moeda supranacional também permitem uma expressão mais forte desta no âmbito de um sistema monetário internacional extremamente hierarquizado⁵⁰. O exemplo mais patente disto é o caso do euro, que assumiu uma posição na economia internacional que não era previamente ocupada por nenhuma das moedas que ele veio a substituir (sobretudo no que diz respeito ao percentual que ele hoje representa nas reservas cambiais de diversos países)⁵¹.

A contrapartida é a ausência de autonomia de política monetária dentro de cada um dos países aderentes, já que se estabelece um banco central único para toda a zona. Além

⁴⁹ Para o estabelecimento de uma união monetária, diversos critérios devem ser observados, segundo Frankel (2003), de modo que os benefícios obtidos superem o prejuízo que representa a perda de autonomia na condução da política monetária. Os graus de abertura e de integração econômica, como visto acima, devem ser altos, fazendo com que a redução dos custos de transação e do risco cambial, resultantes do estabelecimento de uma moeda única, incentivem o comércio e o investimento. Outra característica relevante é a existência de mobilidade de força de trabalho na área comum, que permite que recessões em um país não exijam políticas monetárias expansivas ou depreciações cambiais, já que os trabalhadores podem simplesmente buscar emprego nos países vizinhos. É importante, também, que haja um sistema federativo fiscal que direcione fundos a um determinado país da zona comum em caso de choques adversos, já que a absorção do choque não poderá ser feita pela taxa de câmbio, havendo o risco de grandes flutuações macroeconômicas. Se, no entanto, toda a área comum sofre de maneira homogênea os impactos de um eventual choque adverso, a situação torna-se ainda mais fácil, já que uma política monetária ou cambial comum poderá ser posta em prática para se contrapor ao choque. Por fim, o autor destaca que ter objetivos comuns é importante para países que formam uma zona monetária, já que isso facilita a escolha e a busca de determinados resultados de política econômica.

⁵⁰ Sobre a hierarquia do Sistema Monetário Internacional, ver capítulo I.

⁵¹ O Euro foi adotado em 1999 e entrou em circulação em 2002. Substitui hoje as moedas nacionais de 13 países da União Européia: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslovênia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal. Para tanto, estes países tiveram que alinhar sua política econômica, de acordo com as determinações do Tratado de Maastricht. Em junho de 2006 o Euro representava 25,4% das reservas internacionais globais, segundo o FMI.

disso, diante da eliminação da capacidade de livre emissão monetária, as autoridades monetárias nacionais perdem o poder de senhoriagem⁵² e sua função de emprestadores de última instância.

b) Dolarização

Na *dolarização* ocorre a substituição da moeda nacional pelo dólar americano⁵³ como meio de pagamento. Os objetivos principais, segundo Sicsú *et alli* (2003) são três. Em primeiro lugar, o intuito é eliminar completamente o risco de desvalorização cambial, logo, de ataques especulativos. Está implícita aí a idéia de que em países emergentes as paridades cambiais são extremamente volúveis, criando o risco de que a taxa de câmbio sofra constantemente pressões altistas, seja pela demanda por *hedge*, seja devido a ataques especulativos. Uma vez eliminadas as variações cambiais contra o dólar, o segundo objetivo poderia ser atingido, a saber, a estabilidade de preços. Como se sabe, a estrutura produtiva dos países emergentes e o grau de indexação de suas economias fazem com que o percentual de repasse das variações cambiais para os preços domésticos seja elevado. Deste modo, a estabilidade cambial seria um grande instrumento no controle da inflação. O terceiro dos principais objetivos é o de promover a redução das taxas de juros internas e do custo de crédito externo. Isto seria possível com a dolarização, em função da eliminação dos riscos cambial e de descasamento monetário, que elevam as taxas de juros exigidas pelos credores.

Para atingir estes objetivos, no entanto, ocorre uma enorme perda de autonomia, já que a política cambial deixa de ser um instrumento de política econômica e há uma subordinação completa à política monetária estadunidense. A exemplo do que acontece nas uniões monetárias há, também neste caso, a perda da senhoriagem e do papel de emprestador de última instância das autoridades monetárias nacionais. Ademais, este regime pode ser extremamente perigoso quando o país que o adota tem relações comerciais

⁵² “A emissão de moeda – senhoriagem – é uma das formas pela qual o governo pode financiar seus gastos. Dito de outra maneira, a criação de moeda constitui uma alternativa ao empréstimo junto ao público ou à elevação dos impostos” (BLANCHARD, 1999, pág. 530). Nos regimes de câmbio fixo esta alternativa deixa de existir, já que a oferta de moeda está condicionada pelo montante de divisas da economia.

⁵³ Ou qualquer outra moeda forte. O dólar americano é a moeda mais escolhida para este tipo de operação por ser a moeda-chave do SMI, mas a existência de um comércio elevado com outro país que não os EUA pode tornar mais recomendável a escolha de outra moeda.

relevantes com outros países que não os EUA, já que a variação da paridade entre o dólar e a moeda deste parceiro comercial é exógena à economia nacional em questão.

c) *Currency board*

Outro regime que estabelece a fixação do câmbio, mas sem a substituição monetária, é o *currency board*, no qual a paridade entre a moeda local e, em geral, o dólar, é determinada por lei. A conversibilidade entre as duas moedas é garantida pelas autoridades monetárias. Neste caso, a variação da oferta da moeda nacional fica condicionada ao fluxo de divisas, já que deve existir uma proporção fixa entre a base monetária e o volume de reservas cambiais. Em última instância, portanto, a emissão monetária fica subordinada aos resultados do balanço de pagamentos. Elimina-se, desta forma, a possibilidade de financiamento monetário do déficit do governo, restando a alternativa da emissão de dívida. O intuito é mostrar credibilidade aos mercados, já que, uma vez que a rigidez cambial é determinada institucionalmente, o rompimento do compromisso com esta paridade se mostra extremamente custoso, tanto econômica, quanto politicamente, aumentando, aos olhos dos agentes, a probabilidade de que a taxa de câmbio nominal permaneça fixa no médio e longo prazos (FRANKEL, 2003)⁵⁴.

Contudo, o compromisso institucional não torna esse regime imune à possibilidade de especulação contra a paridade. Justamente para fazer frente a esta possível especulação ou para se contrapor a um choque adverso que gere pressões sobre a taxa de câmbio, é necessário que a autoridade monetária do país conte com um grande volume de reservas internacionais, de modo a suprir eventuais lacunas na oferta de divisas ao preço determinado. O Banco Central, desta maneira, intervém apenas passivamente no mercado cambial, já que não faz mais do que preencher a diferença entre oferta e demanda voluntárias de moeda estrangeira, com o intuito de defender a paridade. O governo nacional, portanto, tem um grau reduzido de liberdade na execução da política econômica,

⁵⁴ Frankel (2003) propõe alguns motivos que podem levar um país a adotar o regime de *currency board*. O principal deles, segundo o autor, é uma grande necessidade de “importar” estabilidade monetária, devido a um histórico de hiperinflação, a um ambiente político instável, ou a uma exposição excessiva aos “humores” dos investidores internacionais. Outro motivo que pode conduzir à adoção do *currency board* é o desejo de estreitar relações econômicas com um determinado país. Seja buscando estabilidade, seja para aumentar a integração, há algumas características, para o autor, que favorecem o sucesso deste regime; são elas: a utilização já ampla e disseminada da moeda estrangeira na economia em questão; um sistema financeiro forte, regulado e bem supervisionado; e um nível adequado de reservas internacionais.

já que as políticas monetária e cambial não podem ser independentes (CARVALHO *et alli*, 2000, pág. 415).

Há, ainda, o perigo já discutido para o caso das uniões monetárias, quando o país em questão tem relações comerciais importantes com outros países além dos Estados Unidos (inadequação da moeda âncora). A economia argentina, por exemplo, passou por grandes dificuldades após a maxi-depreciação do real, em 1999, já que o intercâmbio comercial com o Brasil é bastante relevante para o país e a apreciação relativa do peso significou uma importante perda de competitividade para os setores exportadores argentinos.

Além disso, este regime pode apresentar também uma tendência à valorização da taxa real de câmbio, capaz de gerar desequilíbrios na balança comercial. Isso, pois quando a estabilidade de preços em um país é buscada através da fixação do valor externo da moeda, o impacto imediato é apenas sobre o setor de bens comercializáveis, que tem seus preços determinados no comércio internacional. No setor dos não-comercializáveis, porém, verifica-se um resíduo inflacionário que, além de causar uma mudança nos preços relativos, representa uma valorização da taxa de câmbio em termos reais.

Dolarização e *currency board* são, no fundo, o reconhecimento, pelos países emergentes, da condição periférica de suas moedas na hierarquia do Sistema Monetário Internacional. As autoridades monetárias “atam suas próprias mãos”⁵⁵, desistem de buscar a credibilidade da moeda em questão, para importá-la de outra moeda, à qual fica referenciada sua taxa de câmbio.

d) Pegged

No grupo dos intermediários, há o regime que se convencionou chamar de *pegged*, que nada mais é do que a determinação de uma taxa de câmbio fixa, mas cuja rigidez, diferentemente do *currency board*, não é definida por nenhum compromisso institucional mais rígido. O estabelecimento da paridade cambial, portanto, tem um caráter menos restritivo, podendo haver o ajuste temporário da taxa pelas autoridades monetárias. No limite, podem ocorrer até minidesvalorizações diárias sem que se perca o caráter de uma

⁵⁵ Cf. Frankel (2003).

taxa de câmbio *pegged*, já que a paridade continua sendo determinada *ex ante* pelas autoridades monetárias (cf. CARVALHO *et alli*, 2000).

O objetivo do modelo é o controle da taxa de câmbio segundo certas necessidades domésticas, que podem variar desde metas reais, como o aumento das exportações, até o estabelecimento de uma âncora nominal, para o controle da inflação. Para tanto, não há necessariamente a exigência de uma taxa nominal fixa no longo prazo, tornando possíveis os mais diversos regimes cambiais, como mostra a história. No sistema de Bretton Woods, por exemplo, vigia um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, conforme discutido no capítulo I.

Segundo Flassbeck (2001) os dois principais problemas deste regime dizem respeito ao estímulo ao endividamento externo e à possibilidade de especulação. Esse estímulo à contratação de dívidas no exterior surge, pois a taxa de câmbio apresenta certa estabilidade; como, porém, esta estabilidade não é tão rígida como no regime de *currency board*, uma eventual alteração da paridade cambial pode implicar enormes prejuízos para os agentes que apresentarem um passivo excessivamente dolarizado (em relação ao ativo). Além disso, pelo mesmo motivo da ausência de uma rigidez cambial completa, há fortes incentivos a ataques especulativos e, sobretudo nos países que não contam com abundância de reservas internacionais, o mercado pode ser capaz de gerar grandes pressões sobre a taxa de câmbio na busca de lucros extraordinários⁵⁶.

e) *Bandas*

Outro regime intermediário é o de *bandas*, no qual as autoridades monetárias estabelecem margens dentro das quais a taxa de câmbio pode flutuar livremente, de acordo com os movimentos do mercado. O intuito é tentar conciliar alguns benefícios da flexibilidade cambial, com outros decorrentes de uma taxa de câmbio administrada.

⁵⁶ Os modelos de crises cambiais de segunda geração, desenvolvidos após a crise do Sistema Monetário Europeu, enfatizam a questão dos ataques especulativos auto-realizáveis contra a paridade cambial. Estes modelos propõem “uma definição mais ampla dos fundamentos, que inclui além dos fundamentos tradicionais ou ‘estreitos’ (políticas fiscais e monetárias correntes), todas as variáveis exógenas que influenciam as antecipações dos agentes atuantes no mercado de câmbio sobre a política monetária futura do governo, como o nível do desemprego, o grau de endividamento do setor público e a situação do sistema bancário. Assim, apesar da compatibilidade dos fundamentos ‘estreitos’ com o regime de câmbio fixo, os agentes passam a questionar sua sustentabilidade diante da degradação dos fundamentos ‘ampliados’ e realizam um ataque especulativo, que é sancionado pelas autoridades” (PRATES, 2002, pág. 19). Para maiores detalhes sobre as diferentes gerações de modelos de crises cambiais, ver Prates (2005).

Procura-se, desta maneira, evitar um excesso de volatilidade na taxa de câmbio e determinar para ela um certo patamar sem, no entanto, incorrer nas limitações impostas por uma taxa de câmbio fixa.

O que se percebe, porém, é que muitas vezes as autoridades monetárias não são capazes de manter a paridade dentro da banda, podendo também ocorrer ataques especulativos, como nos casos de câmbio fixo. Este risco aumenta pela necessidade de ajustes temporários da banda (por exemplo, para corrigir a inflação). Sabendo desta necessidade, o mercado pode tentar antecipar o momento e a amplitude das variações, ou até mesmo tentar provocá-las, de modo a auferir ganhos patrimoniais. Nesse contexto, quando se mostra incapaz de vencer na correlação de forças com o mercado, o Banco Central pode lograr o estabelecimento de um “piso” para a taxa de câmbio, mas não de um “teto”, já que a pressão altista dos ataques especulativos pode ser excessiva.

Há, ainda, a crítica de que, se a banda for muito estreita, a política monetária neste regime continuaria restrita, assim como no caso típico de câmbio fixo, já que para alguns autores, o grau de independência da política monetária é função da largura da banda (e.g. HERNÁNDEZ & MONTIEL, 2001).

f) Flutuação suja

No regime de *flutuação suja*, o mercado cambial não está livre da intervenção do governo, já que o Banco Central encontra-se apto (e autorizado) a realizar eventuais transações financeiras com o intuito de influenciar as taxas de câmbio. Segundo Frankel (2003), porém, a ausência de metas explícitas para a paridade cambial faz com que este modelo deva ser inserido no grupo das taxas de câmbio flexíveis. Neste regime, portanto, as taxas de câmbio flutuam diariamente, mas as autoridades monetárias tentam interferir nestes movimentos, sobretudo com a intenção de suavizá-los (MISHKIN, 2000). A intervenção governamental deve ocorrer quando a volatilidade cambial de curto prazo for julgada excessiva, procurando garantir uma “boa” formação do preço da moeda estrangeira, mas sem o intuito de determinar um patamar específico para a taxa de câmbio, cujo preço deve ser definido, em última instância, pelo mercado (MODENESI, 2005).

Dada, porém, a ausência de compromissos públicos ou de metas explícitas, as autoridades monetárias podem agir com um grau de discricionariedade maior do que nos

demais modelos. Desta forma, ainda que a justificativa oficial das intervenções deva ser a redução da volatilidade⁵⁷, a experiência mostra que, por vezes, os Bancos Centrais interferem no mercado cambial também na busca por um determinado patamar para a taxa de câmbio (e.g. um patamar competitivo ou que reduza a taxa de inflação). Esta falta de transparência faz com que o mercado, muitas vezes, “teste os limites” da taxa de câmbio, tentando perceber qual é a paridade implícita que está sendo buscada pelas autoridades monetárias.

Os critérios utilizados pelas autoridades monetárias para decidir os momentos e intensidade das intervenções, portanto, não são transparentes, fazendo com que elas sejam mais esporádicas e menos previsíveis do que nos regimes administrados.

g) *Livre flutuação*

Por fim, há o regime de *livre flutuação*, no qual a taxa de câmbio é determinada exclusivamente pelo mercado. O objetivo é a auto-regulação segundo a crença de que a taxa de câmbio é a variável de ajuste que garante o equilíbrio do balanço de pagamentos. A variação cambial, portanto, é o mecanismo de transmissão através do qual os ajustamentos do balanço de pagamentos afetam o desempenho da economia doméstica, já que é induzida uma mudança na composição dos gastos agregados em função da alteração nos preços relativos entre os bens comercializáveis e não-comercializáveis (CARVALHO *et alli*, 2000, pág. 411). Nesse regime, tem-se a impossibilidade de contar com a política cambial como instrumento de política econômica, mas teoricamente libera-se a política monetária para a busca de objetivos domésticos. A taxa de câmbio garantiria o equilíbrio externo, e a política monetária, o equilíbrio interno.

É curioso notar que regimes de câmbio fixo e de câmbio flexível em estado “puro” são, no fundo, uma tentativa de acabar com a possibilidade de realização de política cambial⁵⁸. Não por acaso, a recomendação do *mainstream* para regimes cambiais foi, durante muito tempo, a adoção das “soluções polares”, a saber, os regimes extremos de flexibilidade ou de rigidez cambial⁵⁹. Dada a hipótese subjacente de eficiência dos

⁵⁷ Cf. Carvalho *et alli* (2000).

⁵⁸ Segundo Aglietta (1986) os casos extremos de taxa de câmbio fixa ou flutuante violam “soberania monetária nacional”.

⁵⁹ A visão contida na idéia das “soluções polares”, ou do “*hollow middle*” tornou-se dominante ao final dos anos 90 a partir das experiências das crises asiática, russa, brasileira e Argentina. Segundo Frankel (2003, pág.

mercados, a teoria neoclássica propõe sempre o não intervencionismo, seja num modelo de câmbio totalmente fixo, seja num regime de taxas flutuantes.

Apesar desta semelhança, há diferenças fundamentais entre os grupos diametralmente opostos. Em primeiro lugar, o fato de que, em regimes de câmbio fixo, esta taxa é definida exogenamente pelas autoridades monetárias, enquanto a taxa de juros varia de maneira subordinada. Com câmbio flutuante, por sua vez, se fixa a taxa de juros autonomamente e é a taxa de câmbio que varia de forma subordinada (CARVALHO *et alli*, 2000). Uma outra diferença importante diz respeito à forma dos mecanismos de ajuste em cada caso. Para os regimes de câmbio fixo, o ajuste se dá principalmente via nível das reservas internacionais e nos casos de câmbio flexível o mecanismo de ajuste básico é via preço (taxa de câmbio).

II.3 Regimes cambiais em países emergentes: um outro problema?

O tema da escolha do regime cambial mais apropriado para países emergentes é extremamente controverso na literatura em questão, não podendo ser verificado qualquer consenso nem mesmo entre autores que seguem a mesma corrente de pensamento econômico⁶⁰. Esta seção tem o intuito de discutir as diferentes recomendações de regimes cambiais, com base nos principais autores que tratam da questão. Começa-se a seção, na verdade, com um autor – Friedman - que sequer discute as especificidades dos países emergentes, propondo um modelo cambial que seria universal. Passa-se, então, à crítica deste modelo e aos autores que incorporam na discussão as peculiaridades das economias emergentes.

4), “*this viewpoint is also variously called bipolarity, hollowing out, the missing middle, and the hypothesis of the vanishing intermediate regime. It neither insists that countries generally should float nor that countries generally should institutionally fix. Rather, it says that countries generally should be (or are) moving to one extreme or the other, that the lesson of recent crisis is just the nonviability of intermediate regimes such as those followed in the crisis countries of the 1990s*”.

⁶⁰ “Refletindo sua importância, a escolha do regime cambial é uma das questões mais exaustivamente discutidas na literatura econômica do *mainstream*, sem se atingir um consenso sobre como o regime cambial afeta o desempenho de uma economia em matéria de crescimento, emprego e inflação, os principais objetivos de uma política de estabilização” (PRESSER, 2000, pág. 22).

a) *Friedman e a defesa da livre flutuação*

No “período dourado do capitalismo”⁶¹ e num momento em que poucos questionavam o sistema de Bretton Woods e seu regime internacionalmente aceito de taxas de câmbio fixas, uma voz era dissonante: a de Milton Friedman. Em um artigo publicado no ano de 1953 e que permanece ainda hoje como referência para os debates sobre o assunto, o autor defende com veemência a adoção de um sistema de livre flutuação das taxas de câmbio, entendendo ser este o único regime condizente com os objetivos de uma economia mundial livre e próspera:

“a system of flexible or floating exchange rate – exchange rates freely determined in an open market primarily by private dealings and, like other market prices, varying from day to day – [is] absolutely essential for the fulfillment of our basic economic objective: the achievement and maintenance of a free and prosperous world community engaging in unrestricted multilateral trade. There is scarcely a facet of international economic policy for which the implicit acceptance of a system of rigid exchange rates does not create serious and unnecessary difficulties. Promotion of rearmament, liberalization of trade, avoidance of allocations and other direct controls both internal and external, harmonization of internal monetary and fiscal policies – all these problems take on a different cast and become far easier to solve in a world of flexible exchange rates and its corollary, free convertibility of currencies” (FRIEDMAN, 1953, pág. 157)

As idéias do autor, ainda que não tenham sido prontamente aceitas pela comunidade internacional, resistiram à passagem do tempo, ganharam fôlego com o desmonte de Bretton Woods e são hoje defendidas por muitos economistas, além de aceitas e recomendadas por organismos multilaterais, tais como o Fundo Monetário Internacional e o *Bank of International Settlements (BIS)*⁶². A essência desta proposição encontra seus fundamentos na teoria monetarista, que sugere que os preços devem ser flexíveis e, sobretudo, os três preços básicos da economia – taxa de câmbio, taxa de juros e salários –, de modo que os ajustes do mercado conduzam a economia aos equilíbrios interno e externo. Dado que, sob a ótica de um determinado país, os preços e salários no exterior não são

⁶¹ Cf. Marglin & Schor (1990).

⁶² Cf. Duttagupta *et alli* (2005); Disyatat & Galati (2005); Mohanty & Turner (2005), dentre outros. Entretanto, como será visto adiante, estes autores admitem alguma intervenção cambial em determinados momentos e/ou países, ao contrário de Friedman, que é mais radical na proposição de um regime de flutuação realmente livre.

suficientemente flexíveis, é necessário que a taxa de câmbio o seja, para que se realize suavemente o ajuste a choques, sejam eles reais, sejam de política monetária.

Num regime de flutuação cambial pura, diz Friedman (1953, pág. 173), as variações da taxa de câmbio refletiriam variações nos fundamentos macro e microeconômicos de um país. Assim, uma variação cambial seria fruto de uma elevação da produtividade num ritmo mais rápido (ou mais lento) do que aquele verificado nos parceiros comerciais, ou de uma expansão monetária descompassada com aquela que se observa no restante do mundo; em ambos os casos, a alteração cambial seria benéfica à economia local. Desta forma, se um país apresentasse fundamentos estáveis e consolidados, sua taxa de câmbio seria igualmente estável. Se, por outro lado, houvesse uma alta volatilidade cambial, ela estaria apenas evidenciando instabilidades econômicas mais profundas ou um comportamento dos fundamentos econômicos excessivamente divergente em relação ao de outros países. Nestes casos, fixar artificialmente a taxa de câmbio não eliminaria as causas desta instabilidade e, pelo contrário, aumentaria a volatilidade de outras variáveis econômicas.

Além disso, diz o autor, a estabilidade cambial seria reforçada pela ação dos especuladores, pois, ao contrário do que dizem os críticos, esta ação impediria uma divergência excessiva da taxa em relação ao seu ponto de equilíbrio. A lógica por trás desta hipótese, denominada de “especulação estabilizadora”, é que, uma vez tendo se desviado de sua trajetória “normal”, a taxa de câmbio ofereceria uma oportunidade de ganhos aos agentes que, se antecipando aos demais, percebessem o desvio temporário e, apostando no retorno à taxa original, adotassem uma posição que, por fim, reforçaria e aceleraria este retorno previsto. Através desta dinâmica, ficaria praticamente eliminado o risco da ocorrência de ataques especulativos contra a paridade que a conduzissem para longe de seu ponto de equilíbrio.

Desta maneira, a livre flutuação da taxa de câmbio não seria um empecilho ao cálculo econômico, como argumentam os críticos, já que a tendência seria a obtenção de uma relativa estabilidade cambial. De qualquer forma, havendo flutuação cambial excessiva, os agentes poderiam buscar a proteção através dos mercados futuros; mercados estes que tendem a se desenvolver rapidamente em um contexto de câmbio flexível. Ademais, para o autor, se um regime de câmbio fixo fornece segurança sobre a taxa de

câmbio no futuro, cria maiores incertezas com relação a outras variáveis, inclusive, a própria taxa de crescimento econômico (FRIEDMAN, 1953, pág. 174).

Outra grande vantagem deste regime cambial, conforme ressaltado por Frankel (2003) é a manutenção, na alçada das autoridades monetárias, dos poderes de senhoriação e da capacidade de atuarem como emprestadores de última instância, possibilidades estas que são perdidas num regime de câmbio fixo. Elevando ainda mais o raio de ação do Banco Central, haveria também um aumento da liberdade que se confere à política monetária do país (cf. EICHENGREEN, 2000; DUTTAGUPTA *et alli*, 2005 e muitos outros). Dado não ser perseguida qualquer meta cambial, os governos nacionais poderiam valer-se de sua política monetária única e exclusivamente na busca de objetivos domésticos. Por isso, argumenta Friedman (1953, pág. 180), seria infundada a análise de que um regime de taxa de câmbio flutuante potencializa o problema da inflação. Pelo contrário, diz o autor, a política monetária tornar-se-ia livre para combater a elevação dos preços quando isso se fizesse necessário. Para ele, com taxas de câmbio flutuantes, cada país poderia perseguir a combinação de desemprego e inflação que preferir, ou seja, poderia escolher seu ponto-ótimo na curva de Phillips⁶³. Cada nação poderia, separadamente, buscar sua própria estabilidade monetária, sem que houvesse a necessidade de uma coordenação internacional sobre as políticas fiscal e monetária internas de cada país.

Uma possível crítica à flexibilidade pura, lembrada por Friedman (1953, pág. 185), é a de que taxas de câmbio flutuantes conduzem a uma velocidade e a um *timing*⁶⁴ indesejados no momento de ajustamentos a choques. O autor rebate a esta colocação argumentando que, com taxas fixas de câmbio, o ajuste seria ainda mais errático, alternando fases de muita vagariedade com momentos de extrema rapidez. Para os defensores da livre flutuação, uma vez que os preços não são completamente flexíveis, mudanças na taxa de câmbio mostram-se necessárias para equilibrar a divergência de fundamentos entre os países. O ajuste pelas taxas de câmbio seria superior a um ajuste rápido dos fundamentos, que provocaria grandes perdas na renda real como resultado de ajustes deflacionários (cf. FLASSBECK, 2001, pág. 10). Taxas de câmbio flexíveis, portanto, permitiriam – para Friedman – estabilidade e crescimento econômico.

⁶³ Cf. Cooper (1999, pág. 9).

⁶⁴ No original: “*pace and timing*”.

A análise deste modelo, porém, não pode deixar de atentar para o fato de que, à época de sua proposição, a grande preocupação de Friedman era com o ajuste da economia real aos desequilíbrios do balanço de pagamentos, num contexto de rigidez relativa de preços e salários (devido à ilusão monetária dos agentes). Desta maneira, a imensa e volátil massa de capitais que transita hoje pelo globo não estava presente nas considerações do autor e, como será visto, esta característica da economia mundial contemporânea é extremamente importante para a compreensão da dinâmica atual das taxas de câmbio.

Nos dias de hoje, um dos grandes defensores da livre flutuação é Barry Eichengreen, que baseia suas recomendações no princípio da Trindade Impossível. Seguindo os ensinamentos do modelo Mundell-Fleming, este princípio propõe a existência de uma impossibilidade na obtenção simultânea de três objetivos de política econômica, a saber, livre mobilidade de capitais, regime de taxa fixa de câmbio e autonomia na condução da política monetária. A idéia é que um país deve eleger apenas dois destes três objetivos, já que não seria possível alcançar a todos concomitantemente. No padrão-ouro, havia mobilidade de capitais com taxa de câmbio fixa; em Bretton Woods, manteve-se a rigidez cambial, mas com independência de política monetária; e no atual contexto de globalização financeira, o mais comum seria a adoção de regimes de taxa de câmbio flutuante, com alta mobilidade de capitais e autonomia monetária.

Isto ocorre, argumenta Eichengreen (2000), pois num ambiente democrático como o atual, torna-se difícil aos governos nacionais abrirem mão do uso de uma política monetária autônoma, a serviço dos interesses da população. Ao mesmo tempo, observa-se uma crescente e irrefreável mobilidade internacional do capital, não dando alternativa aos países senão a adoção de um regime de câmbio flutuante. Com as aberturas comercial e financeira que marcaram as últimas décadas, diz o autor, torna-se difícil se contrapor às influências dos movimentos de capital sobre a taxa de câmbio. “A conclusão óbvia é que a tendência para um câmbio flexível é uma consequência inevitável da maior mobilidade do capital internacional” (EICHENGREEN, 2000, pág. 256).

Em países com mercados financeiros imaturos, diz o autor, a flutuação cambial é temida, pois pode resultar numa excessiva volatilidade. Por outro lado, a ancoragem cambial só teria sido possível - no passado – devido à vigência de controles de capitais, que reduziam a interferência das condições financeiras externas sobre as internas, dando aos

governos uma margem de manobra maior para manipular a política interna na busca de interesses domésticos, mas sem afetar a estabilidade da taxa de câmbio. Isto, porém, não seria mais possível, diz o autor, já que:

“como os países asiáticos [e periféricos, de um modo geral] passaram do estágio de crescimento extensivo – onde o problema de política econômica é mobilizar poupança e recursos no maior volume possível de investimento físico – para o estágio de crescimento intensivo – onde o desenvolvimento requer inovação, produtividade, crescimento e capital de risco -, os países da região não têm outra escolha senão liberalizar seus sistemas financeiros. E com a liberalização financeira doméstica vem a inevitável ampliação da mobilidade do capital, salientando a fragilidade das paridades fixas” (*op. cit*, pág. 246).

Por tudo isso, diz Eichengreen, verifica-se no mundo desde o fim do sistema de Bretton Woods um movimento incessante em direção a taxas de câmbio flutuantes, não havendo nada até o momento que faça vislumbrar uma alteração desta tendência. O autor reconhece que, para alguns países muito pequenos e abertos, a excessiva flutuação cambial tem custos econômicos muito importantes, tornando a ancoragem de sua moeda à de um vizinho maior uma alternativa. Mas para a grande maioria dos países, a maior flexibilidade cambial parece estar aí para ficar (*op. cit*, pág. 246).

O prognóstico de Eichengreen encontra respaldo na constatação de que alguns dos principais organismos multilaterais, como BIS e FMI, têm ultimamente defendido a adoção de regimes de taxas flutuantes de câmbio, argumentando ser esta uma tendência inexorável já verificada nos países desenvolvidos⁶⁵. A transição para um regime de maior flexibilidade é entendida como uma questão de maturidade da economia, já que, como visto acima, uma taxa de câmbio flexível seria capaz de proteger o país contra choques externos e aumentar a independência da política monetária (DUTTAGUPTA *et alli*, 2005).

Nesse sentido, as intervenções das autoridades monetárias no mercado cambial deveriam ser extremamente raras e com o propósito único de reduzir a volatilidade, não devendo haver jamais qualquer tipo de esforço para determinar um patamar para a taxa de câmbio. As principais explicações para este tipo de defesa são: (i) dúvidas quanto à efetividade das intervenções sobre a taxa de câmbio real; (ii) intervenções em larga escala poderiam minar as demais ações de política econômica (efeitos colaterais); (iii) mercado

⁶⁵ Dutttagupta *et alli* (2005); Disyatat & Galati (2005); Mohanty & Turner (2005).

financeiro privado seria capaz de absorver os choques; e (iv) poder da intervenção diminuiria com a repetição (BIS, 2005).

Estudos do BIS sobre o assunto (BIS, 2005; RHEE & LEE, 2005; DISYATAT & GALATI, 2005; MOHANTY & TURNER, 2005) argumentam que a efetividade das intervenções cambiais vem diminuindo com a abertura financeira e que a tendência é que elas se tornem cada vez menos válidas⁶⁶. Seus efeitos, para os autores, não se sustentam no longo prazo e revelam uma certa assimetria, já que por vezes se pode estabelecer um piso para a taxa de câmbio, mas dificilmente se determina seu teto. Quando se fizessem necessárias, dizem eles, seria preferível que estas intervenções fossem feitas via “instrumentos de mercado”, tais como operações de compra e venda de divisas e não através de medidas mais duradouras, como por exemplo o estabelecimento de margens de flutuação. Além disso, elas deveriam estar dentro de objetivo mais amplos e transparentes (e.g. o compromisso com um regime de metas de inflação), evitando intervenções *ad hoc* ou inesperadas.

De qualquer maneira, os defensores do regime de taxas de câmbio flutuantes argumentam que, para que os benefícios da flexibilidade se verifiquem, seria necessário que o mercado cambial fosse suficientemente líquido e eficiente, de modo a permitir que a taxa de câmbio respondesse às forças do mercado, que deveriam limitar tanto a frequência quanto a intensidade dos desvios desta taxa em relação a seu “ponto de equilíbrio”, determinado pelos fundamentos macroeconômicos. Para tanto, os países emergentes deveriam transitar todos em direção à liberalização completa de sua conta financeira, associada à independência e transparência do Banco Central⁶⁷. Enquanto isso não ocorre, porém, estes estudos reconhecem que tanto a necessidade, quanto a efetividade das intervenções são maiores nos países emergentes do que nos países centrais.

⁶⁶ O *overview* dos BIS Papers n° 24 propõe que os efeitos colaterais das intervenções cambiais sobre a economia doméstica as tornam cada vez mais difíceis de serem sustentadas (BIS, 2005). Rhee & Lee (2005, pág. 205) argumentam que as intervenções cambiais na Coreia do Sul nos anos 90 foram necessárias e bem sucedidas, mas que “*from a future perspective (...) it is more desirable to let the exchange rate be determined in the market, reflecting the economic fundamentals and foreign exchange flows*”.

⁶⁷ No Brasil, o principal defensor desta linha de raciocínio é Arida (2003).

b) Necessidade e efetividade das intervenções cambiais nos países emergentes

Como mostram Calvo & Reinhart (2000), os países emergentes, ainda que declarem oficialmente a adoção de regimes de flutuação cambial, temem a excessiva volatilidade desta taxa e, a despeito das recomendações supracitadas em favor da livre flutuação, têm o hábito de intervir no mercado cambial. “*Countries that say they allow their exchange rate to float mostly do not – there seems to be an epidemic case of “fear of floating”*” (op cit., pág. 2). Para chegar a esta constatação, os autores observaram séries de dados de 154 arranjos cambiais e notaram uma grande volatilidade das reservas cambiais, das taxas de juros (reais e nominais) e dos agregados monetários da maioria dos países, indicando a ocorrência de intervenções governamentais na taxa de câmbio, seja diretamente no mercado cambial, seja via taxas de juros⁶⁸.

Este medo da flutuação cambial, segundo os autores, acomete até mesmo os grandes países, mas é mais intenso nos países emergentes: “*despite their heterogeneity, emerging markets tend to share a common characteristic – they appear to be reluctant to let their currencies fluctuate*” (op. cit, pág. 5). A causa comum, para os autores, é a falta de credibilidade da política econômica, que reduziria a capacidade das autoridades monetárias de coordenar os rumos da economia, aumentando o peso das expectativas na tomada de decisões dos agentes privados. Na formação destas expectativas, a taxa de câmbio representaria uma âncora nominal mais efetiva do que as taxas de juros, de modo que estas autoridades monetárias - sem credibilidade - perseguiriam a estabilidade cambial, mesmo que em detrimento da estabilidade das taxas de juros.

A busca por este padrão de taxas de câmbio estáveis, portanto, levaria as autoridades monetárias dos países emergentes a praticarem políticas monetárias pró-cíclicas, já que, em momentos de fuga de capitais, a tendência recessiva seria reforçada pelo aperto monetário que procuraria conter (ou reduzir) esta fuga. Como resultado, haveria uma alta volatilidade das taxas de juros, com o intuito de, num contexto de baixa credibilidade das autoridades monetárias, permitir que uma taxa de câmbio minimamente estável favorecesse as atividades econômicas (CALVO & REINHART, 2000). Fica implícito,

⁶⁸ Além disso, observaram a volatilidade dos preços das *commodities* importantes para cada país e constataram que ela foi, em geral, maior do que a volatilidade cambial, mostrando que se a taxa de câmbio absorve os choques nos termos de troca, como supõe a teoria, esta absorção é apenas parcial.

portanto, que um Banco Central com boa reputação diante do mercado não precisaria buscar de maneira tão veemente esta estabilidade cambial.

Uma possível crítica a esse diagnóstico, baseada em Prates (2002) e Carneiro (2006a) é a de que, nos países emergentes, não é o Banco Central ou a política econômica que não têm credibilidade, mas a própria moeda nacional. A hierarquia do Sistema Monetário Internacional, discutida no capítulo I, faz com que os países de moeda inconvertível encontrem inúmeras dificuldades na condução de sua política econômica e na busca pela estabilidade cambial, ainda que porventura venham a se adequar aos ditames de uma política macroeconômica ortodoxa que, supostamente, levariam à “credibilidade nas políticas e instituições”, tão aventada pela teoria convencional. A fraqueza de uma moeda no cenário internacional passa por questões mais profundas do que a mera gestão macroeconômica. São características estruturais da arquitetura monetária global e da economia nacional em questão que conduzem a esta inconvertibilidade.

Entretanto, apesar das limitações na compreensão das causas do “*fear of floating*”, este estudo de Calvo & Reinhart representa um avanço nas pesquisas sobre o tema, já que ao menos chama a atenção dos economistas para o fato de que países emergentes enfrentam dificuldades adicionais quando aderem a regimes de taxas de câmbio flutuantes. São dois os pontos importantes a serem percebidos e discutidos: em primeiro lugar, as taxas de câmbio desses países apresentam uma instabilidade potencial muito mais alta do que no que nos países desenvolvidos – tanto na frequência das variações, quanto em sua amplitude⁶⁹. Em segundo lugar, nos países emergentes esta volatilidade cambial implica prejuízos muito maiores para a economia local do que nos países desenvolvidos. Faz-se necessário, portanto, estudar atentamente estes dois pontos, esforço feito abaixo.

Para Greenville (2000, pág. 4) a variabilidade das taxas de câmbio seria maior nos países emergentes pelos seguintes motivos: ausência de experiências históricas duradouras com taxas de câmbio determinadas pelo mercado; estruturas produtivas pouco maduras e, portanto, suscetíveis a transformações abruptas; poucos especuladores “friedmanianos”⁷⁰; fluxos de capitais mais voláteis e muito maiores relativamente ao tamanho do mercado de

⁶⁹ Para a comprovação deste fato, ver a tabela A2 de Mohanty & Scatigna (2005). A tabela mostra, ainda, que a volatilidade cambial costuma ser mais alta para os países de América Latina.

⁷⁰ Especuladores “friedmanianos” são entendidos aqui como aqueles que cooperam para a estabilidade da taxa de câmbio.

capitais doméstico e à economia nacional como um todo. O último dos motivos elencados por Greenville é entendido aqui como o mais importante deles. No contexto atual de globalização financeira, os fluxos de capitais alcançaram um tamanho e uma mobilidade sem precedentes na história, além de estarem crescentemente submetidos a uma lógica especulativa e de ganhos de curto prazo (como enfatizado no capítulo I). A este caráter inerentemente instável dos fluxos de capitais, acrescenta-se o fato de que o investimento na periferia do sistema capitalista se faz de maneira marginal, já que em geral cumpre apenas as funções de diversificação de portfólio por parte dos agentes estrangeiros⁷¹ e, sobretudo, de acesso à alta rentabilidade oferecida nos países emergentes (GREENVILLE, 2000). Desta maneira, os primeiros recursos a serem realocados quando há qualquer possibilidade de problemas econômicos internacionais, são justamente estes capitais investidos na periferia, seja por motivos internos a estes países, seja por causas externas⁷². Estes fluxos, portanto, são extremamente dependentes do momento do ciclo internacional de liquidez e não da “credibilidade da política econômica” ou dos “fundamentos”.

Prates (2002) associa esta elevada instabilidade dos fluxos de capitais que se direcionam à periferia, à posição ocupada por estes países na hierarquia do Sistema Financeiro Internacional:

“A volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais afeta sobretudo os países ‘emergentes’, pois esses fluxos são determinados, sobretudo, por uma dinâmica exógena a esses países, especificamente, o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais, subordinados à lógica especulativa. (...) [E]sta é uma das dimensões da assimetria financeira. Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças da política monetária no centro ou de aumento da preferência pela liquidez, as moedas (e os ativos financeiros) ‘emergentes’, por não serem detidas como reserva de valor em âmbito internacional – reflexo, por sua vez, da assimetria monetária – são os primeiros ‘alvos’ dos movimentos recorrentes de fuga para a qualidade (ou seja, para o dólar e/ou para os títulos da dívida pública americana) empreendidos por esses investidores” (PRATES, 2002, pág. 156).

⁷¹ Vale lembrar que a lógica da diversificação do portfólio não diz respeito unicamente a estes investimentos nos países emergentes, mas explica também o aumento dos fluxos de capitais entre os próprios países centrais.

⁷² Plihon (1996) também trata do caráter marginal dos investimentos na periferia.

De acordo com Ocampo (2004) os ciclos de liquidez que fornecem expressivas massas de capitais para os países emergentes são caracterizados pelo duplo fenômeno da volatilidade e do contágio. Volatilidade, como discutido acima, por conta das mudanças na avaliação de risco por parte dos agentes (alternância dos momentos de “apetite pelo risco” com outros de “fuga para a qualidade”). Contágio, em função do custo e da assimetria de informações, que fazem com que os países emergentes sejam considerados e avaliados conjuntamente, aumentando a propensão a profecias auto-realizáveis:

“As a result of these factors, developing countries were pulled together into the financial boom that started in the early 1990s (Calvo, et al., 1993), but they have also been subject to a clustering of “sudden stops” in external financing since the Asian crisis (Calvo and Talvi, 2004), in both cases with some independence from the ‘fundamental’ macroeconomic factors” (OCAMPO, 2004, pág. 3).

Esta dinâmica cíclica, para o autor, é fruto das assimetrias da economia mundial, e se reflete, na órbita financeira, em três aspectos básicos: (i) *original sin*⁷³ (incapacidade que alguns países enfrentam de emitir dívida externa em sua própria moeda); (ii) diferenças no grau de desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais de cada país; e (iii) reduzido tamanho do mercado financeiro doméstico dos países emergentes em relação à magnitude dos ataques especulativos que eles enfrentam.

Portanto, em função da instabilidade dos fluxos de capital que se direcionam aos países emergentes, o binômio câmbio livre e mobilidade de capitais gera importantes instabilidades econômicas e potencializa as crises cambiais⁷⁴ (FERRARI & PAULA, 2006, pág. 188). Ademais, como anunciado acima, a volatilidade cambial tem impactos mais deletérios sobre as economias emergentes do que nos países desenvolvidos e as razões para isso são várias.

Em primeiro lugar, dada a incapacidade da moeda local de exercer sua função de unidade de denominação dos contratos no exterior, torna-se muito difícil aos agentes de um país emergente a obtenção de empréstimos estrangeiros em sua própria moeda. Desta maneira, a tendência é a criação de um relevante passivo dolarizado que torna grande o

⁷³ O conceito de *original sin* é desenvolvido em Eichengreen & Haussmann (2003).

⁷⁴ Este assunto será retomado adiante em função de sua relevância para a economia dos países emergentes.

risco do descasamento monetário (*currency mismatch*). Na ocorrência de depreciações da taxa de câmbio, portanto, este passivo dolarizado aumenta (em termos da moeda nacional), podendo gerar graves desequilíbrios patrimoniais, dado que nos países emergentes o tamanho do passivo denominado em moeda estrangeira é, em geral, muito maior que o do ativo, produzindo importantes dificuldades financeiras na economia. Além disso, com o risco de descasamento monetário, há um aumento do risco de crédito que, acrescentando-se aos riscos de mercado e de preço, já bastante altos em países com excessiva volatilidade cambial, exige um prêmio de risco extremamente elevado aos ativos emitidos nos países de moeda inconvertível (CARNEIRO, 2006a)⁷⁵.

Uma segunda característica de muitos países emergentes que amplifica os prejuízos provocados pela instabilidade cambial excessiva é a existência de um *pass-trough* elevado. Seja em função do histórico inflacionário e da conseqüente indexação da economia, seja por conta da dependência de produtos importados, seja devido a uma estrutura produtiva oligopolizada (que dá às empresas maior liberdade para reajustar preços), em muitos países emergentes - e, sobretudo, na América Latina - uma depreciação cambial é repassada em um percentual bastante elevado aos preços internos. Quando isso ocorre, há uma distorção de preços relativos em favor dos setores de bens comercializáveis ou de demais setores cujos preços também são indexados à variação cambial⁷⁶. Mas o mais importante, é que este *pass-trough* apresenta um caráter assimétrico, ou seja, atua mais intensamente na subida da taxa de câmbio do que em sua queda (PEREIRA & FERREIRA, 2003). Desta forma, ainda que a taxa de câmbio percorresse seu “passeio aleatório” em torno de um ponto de equilíbrio, como defendem alguns autores (e.g. WILLIAMSON, 1993), estes movimentos atuam sobre o nível de preços internos de um país emergente com mais intensidade no sentido ascendente. No momento da apreciação cambial, portanto, os preços não regressariam na mesma velocidade ao patamar original. Tendo em vista a propensão da

⁷⁵ Segundo Carneiro (2006a) países emissores de moeda inconvertível podem reduzir este prêmio de risco através do acúmulo de reservas internacionais (que proporciona certa estabilidade cambial) e da obtenção de superávits elevados e sustentados na conta corrente, que garantiriam a estes países uma “convertibilidade virtual”. Para maiores detalhes sobre as implicações da inconvertibilidade monetária sobre os riscos de preço, crédito e mercado, ver Carneiro (2006a).

⁷⁶ No Brasil, como será visto no capítulo III, o setor de bens com preços administrados apresenta um *pass-trough* extremamente elevado em função das regras de indexação determinadas no momento das privatizações.

taxa de câmbio a *overshootings*⁷⁷, e a evidência histórica de uma maior ocorrência deste fenômeno nos países emergentes, esta situação torna-se ainda mais dramática a suas economias.

Esta maior propensão dos países emergentes a enfrentarem o problema do *overshooting* de suas taxas de câmbio encontra explicação em uma outra característica dos mercados liberalizados que também intensifica os efeitos perniciosos de uma alta variabilidade cambial. A ação especulativa, ao contrário do que propunha Friedman é, quase sempre, pró-cíclica e não estabilizadora. A principal razão é que o “comportamento de manada” é a postura racional dos agentes num ambiente marcado pela incerteza (KEYNES, 1936). Dado o histórico de instabilidades, a falta de informações suficientes sobre a economia em questão, ou simplesmente o vislumbre da oportunidade de ganhos excepcionais, os especuladores tendem a adotar, em momentos instáveis, um comportamento que, em lugar de reconduzir a taxa de câmbio a seu ponto pré-crise, só faz exacerbar a variação cambial⁷⁸. Nos países emergentes isto é particularmente preocupante em função da dimensão de seus mercados financeiros e da natureza não conversível de suas moedas nacionais, que se tornam os primeiros ativos a serem abandonados num momento de “fuga para a qualidade”.

Outro importante efeito das variações cambiais ocorre sobre as transações comerciais e o investimento. Os países emergentes, em geral, apresentam mecanismos de *hedge* menos desenvolvidos do que as economias de ponta. Desta maneira, a proteção oferecida pelos mercados futuros não está ao alcance do conjunto dos agentes econômicos. Ademais, os mercados futuros têm se revelado, nos países emergentes, um espaço de intensa especulação, contribuindo para a volatilidade cambial, ao invés de minimizá-la. Neste contexto de grande instabilidade da taxa de câmbio, boa parte do capital produtivo fica paralisada ou sujeita ao risco de grandes perdas. Seja para setores exportadores, seja para aqueles que contam com uma grande parte de seus insumos importados, a intensa variabilidade do câmbio é extremamente prejudicial ao cálculo econômico. A volatilidade

⁷⁷ A questão do *overshooting* da taxa de câmbio no caso dos países centrais foi tratada por Dornbusch (1976).

⁷⁸ “Como moedas não são bananas, em particular a moeda reserva, a sua demanda aumenta como decorrência direta da sua valorização. Ou seja, para todos aqueles que têm ativos nas demais moedas, particularmente naquelas inconversíveis, a resposta à valorização da moeda reserva é um aumento da sua procura. O inverso ocorre com as moedas menos líquidas cuja desvalorização relativa produz uma redução da demanda” (BELLUZZO & CARNEIRO, 2003, pág. 3).

cambial excessiva torna pouco previsíveis os custos flexíveis, referentes às despesas correntes (de curto prazo). Um desalinhamento cambial progressivo, por sua vez, aumenta o risco imanente aos investimentos de longo prazo, já que eleva a possibilidade de prejuízos causados por equívocos no cálculo dos custos fixos.

Alguns autores⁷⁹ argumentam, inclusive, que apesar da ampla aceitação nos livros-texto do efeito benéfico de uma depreciação cambial sobre a atividade econômica dos países emergentes, na prática isso nem sempre se verifica. Isto, pois uma elevação da taxa de câmbio costuma ter nestes países um viés contracionista, em função do expressivo passivo dolarizado (que gera um efeito-riqueza negativo), dos efeitos prejudiciais sobre o acesso do país ao mercado de crédito internacional, das dificuldades comerciais enfrentadas pelos agentes não protegidos por *hedges* e do alto percentual de *pass-trough* do câmbio para os preços internos (que gera queda nos valores reais dos salários e do estoque monetário – FRENKEL, 2004). Em face de todos estes efeitos, mas, em especial, deste último, que põe em risco a tão perseguida estabilidade de preços, a reação dos governos nacionais tende a ser de um aperto da política monetária, acrescentando um novo elemento contracionista sobre o ambiente macroeconômico. De acordo com Frenkel (2004), para que não prevalecessem os efeitos contracionistas de uma depreciação cambial, o governo deveria justamente evitar esta tendência a adotar uma política pró-cíclica e, pelo contrário, deveria exercer políticas fiscal e monetária expansionistas⁸⁰.

Do que foi visto até agora, fica claro que as promessas da ortodoxia a respeito das benesses de um regime de câmbio flexível não condizem com a realidade dos países emergentes. Conforme discutido, a principal razão para isto está na intensa volatilidade dos fluxos de capital que se direcionam a estes países⁸¹. Esta constatação leva Cooper (1999, pág. 17) a propor que:

“[the] two prescriptions regularly extended to developing countries by the international community, including the IMF and the US Treasury, namely to

⁷⁹ e.g. Calvo & Reinhart (2000).

⁸⁰ Nesta lógica toda, porém, não se deve ignorar a distinção, que se mostra extremamente relevante, entre os efeitos de um *processo* de depreciação cambial e da *manutenção* de uma taxa de câmbio depreciada, a ser tratada no capítulo III desta dissertação.

⁸¹ Volatilidade esta que se explica, em última instância, pelo caráter de inconvertibilidade da moeda que estes países emitem (PRATES, 2002).

move toward greater exchange rate flexibility and to liberalize international capital movements, may be in deep tension: even deep contradiction.”

Na mesma linha, Frenkel (2006) sugere que o conjunto de políticas recomendadas pelo Fundo Monetário Internacional e por grande parte dos economistas ortodoxos aos países da América Latina, a saber, a abertura completa da conta financeira, um regime de câmbio totalmente flutuante e uma política monetária de metas de inflação resultaria certamente em dois grandes prejuízos para estes países. Em primeiro lugar, como já visto acima, a instabilidade dos fluxos de capitais seria transmitida às taxas de câmbio (tanto nominais quanto reais) e aos preços relativos. Em segundo lugar, diz o autor, a política de metas de inflação determinaria, nestes países com *pass-through* elevado, um viés de apreciação da taxa de câmbio, gerando efeitos negativos sobre o nível de emprego e sobre o padrão de crescimento da economia.

Tendo em vista, portanto, o potencial de volatilidade das taxas de câmbio nos países emergentes e os efeitos que esta volatilidade tem sobre suas economias é que, mesmo após a ampla difusão e aceitação das teorias do *Hollow Middle* nos anos noventa e, sobretudo, após a crise asiática, há muitos autores que continuam defendendo regimes de taxas de câmbio administradas. Há, entretanto, grandes diferenças entre estes autores no que diz respeito à maneira de se realizar as intervenções e, principalmente, aos seus objetivos.

c) Regimes intermediários: métodos e objetivos da administração cambial

Um dos maiores expoentes na defesa destes regimes intermediários é John Williamson, que entende que, mesmo para países desenvolvidos, algum grau de intervencionismo cambial seria benéfico à economia. Para o autor (WILLIAMSON, 1993), haveria uma “*fundamental equilibrium exchange rate*” (FEER) de médio prazo, que dependeria do equilíbrio da conta financeira e de um fluxo de capitais considerado “normal”, ou “habitual”⁸². Entretanto, haveria desvios temporários desta FEER que, apesar de não serem duradouros, diminuiriam a eficiência da economia em questão. Para evitar

⁸² Este trabalho não pretende discutir as diferentes visões teóricas sobre a determinação da taxa de câmbio. Basta, para os objetivos desta dissertação, perceber que alguns autores entendem haver uma taxa de câmbio de equilíbrio, passível de ser calculada pelas autoridades monetárias, enquanto para outros autores não existe uma taxa de equilíbrio. Para maiores detalhes sobre as diferentes abordagens sobre a determinação da taxa de câmbio, algumas boas referências são Plihon (1991), Zini Jr, (1998), Holland (1998) e Nápoles (2000).

estes desalinhamentos desnecessários, as autoridades monetárias poderiam estabelecer bandas de flutuação, facilitando o retorno da taxa de câmbio ao seu devido lugar. O grande problema de uma taxa de câmbio flutuante, segundo Williamson, não seria sua volatilidade, mas sua tendência a desalinhamentos, de modo que, mais do que servir como uma âncora nominal, o propósito de uma taxa de câmbio administrada deveria ser justamente o de evitar tais desalinhamentos. O autor parece negligenciar o fato de que, se a volatilidade cambial pode de alguma forma ser bem absorvida nos países desenvolvidos, isto não acontece nas economias emergentes, como visto na seção anterior. Desta forma, diferentemente do que sugere Williamson, entende-se aqui que um regime cambial favorável às economias emergentes deve atentar para o posicionamento da taxa de câmbio, mas deve também procurar evitar o excesso de volatilidade cambial.

Seguindo em seu raciocínio, Williamson argumenta que o estabelecimento das bandas cambiais deveria pautar-se por critérios puramente “tecnocráticos” e jamais “ideológicos”. Isto, pois a tentativa de manutenção da taxa de câmbio em um patamar que não seja o de equilíbrio (um patamar competitivo “irreal”, por exemplo), seria um grande equívoco e enfrentaria forte reação do mercado, com uma intensa ação especulativa. Até porque o patamar da taxa de câmbio deveria ser, indiscutivelmente, aquele que garantisse, no médio prazo, a obtenção de uma combinação razoável de equilíbrios interno e externo. Com isto, fica claro que, apesar de fugir das “soluções de canto”, o autor mantém a defesa da ausência de autonomia de política cambial, como os teóricos do *Hollow Middle*, já que as intervenções estariam submetidas a regras bastante estritas. O autor defende, inclusive, o anúncio público das metas, bandas e ações governamentais, de modo a permitir a máxima transparência aos mercados.

É curioso notar que o “Consenso de Washington”, defendido – e batizado – por Williamson, não faz nenhuma proposta quanto ao regime cambial mais adequado aos países emergentes, sugerindo apenas que a taxa de câmbio deve ser competitiva⁸³. Já o chamado “pós-Consenso”, elaborado mais de uma década depois do original, tem uma clara sugestão de regime cambial e que pode ser resumida na seguinte afirmação: “a maior flexibilidade parece ser a escolha sensata (e única?) porque toda forma de fixidez pode ser totalmente

⁸³ Para os dez pontos propostos pela agenda do “Consenso de Washington” ver Kuczynski & Williamson (2004).

vulnerável a uma perda súbita de credibilidade” (Rojas-Soarez, 2004, pág. 124). A autora sugere que a necessidade de transição do câmbio fixo para o flexível na América Latina teria tido causas tanto externas (restrições temporárias impostas pelos mercados internacionais de capital), quanto internas (desilusão com a taxa de câmbio fixa seja no combate à inflação, seja na prevenção de ataques especulativos) e que, portanto, a rigidez cambial não seria uma alternativa viável.

Quando trata de regimes de taxa de câmbio flexível, porém, diferentemente de Friedman, a autora percebe que nos países emergentes a flutuação pura não seria possível. Para ela, os motivos seriam a falta de independência dos Bancos Centrais, o elevado *pass-through* e a volatilidade nos fluxos de capitais, que poderiam gerar depreciações cambiais excessivas, com claro perigo de *currency mismatches*. Rojas-Soarez, portanto, avança em relação aos autores que ignoram as dificuldades enfrentadas pelos países emergentes no que concerne às diferentes fases em que podem se encontrar os ciclos internacionais de liquidez. Ela, no entanto, não estabelece qualquer hierarquia entre os três motivos supracitados, parecendo não perceber que a instabilidade dos fluxos de capitais é, certamente, a razão principal da inviabilidade da livre flutuação cambial nos países emergentes.

A autora avança também na percepção de que não há um regime cambial ótimo para todos os países emergentes e em qualquer momento histórico, já que os países apresentam especificidades que não podem ser desprezadas. Apesar disso, sugere como interessante aos países latino-americanos um regime de flutuação administrada das taxas de câmbio, que combine regras com arbítrio. A regra em questão seria a determinação de que a meta do Banco Central deve ser o combate à inflação. O arbítrio permitiria intervenções esporádicas das autoridades monetárias no mercado cambial com o intuito justamente de combater a inflação (ROJAS-SOAREZ, 2004, pág. 130). Mais uma vez, o que se percebe é a defesa da ausência de discricionariedade, já que as intervenções deveriam ter o propósito exclusivo de combater a inflação, não havendo, à semelhança das propostas de Williamson ou dos autores do *Hollow Middle*, qualquer autonomia no uso da política cambial para a promoção do crescimento e do desenvolvimento econômicos.

Portanto, apesar de afirmar que o regime que propõe combina regras com arbítrio, percebe-se que o arbítrio considerado por Rojas-Soarez diz respeito apenas ao momento e à

forma das intervenções, mas não ao seu objetivo, que é pré-estabelecido: o controle da inflação. É importante que se perceba que esta não deve ser encarada como uma verdade absoluta e que a política cambial pode também ser usada na busca por metas reais de desempenho econômico. Frenkel & Taylor (2006) argumentam que, além da inflação, a taxa de câmbio afeta a economia via preços relativos, competitividade, produtividade, crescimento, expectativas, comportamento do mercado financeiro, composição da demanda efetiva, balanço de pagamentos, etc. Desta maneira, a discricionariedade na condução das políticas cambial e monetária, segundo os autores, pode e deve servir a outros fins que não o mero controle da inflação.

Frenkel (2006) sugere que uma taxa real de câmbio depreciada afeta o nível de emprego por três diferentes canais:

i) canal macroeconômico: o aumento das exportações tem efeito expansivo sobre produto e emprego já no curto prazo;

ii) canal do desenvolvimento: distorção dos preços relativos em favor dos bens comercializáveis; a combinação dada pelo patamar da taxa de câmbio de proteção contra importações e incentivo a exportações promove um aumento nas taxas de crescimento de médio e longo prazo, já que aumentam os investimentos nos setores de bens comercializáveis, com externalidades positivas sobre os demais setores da economia;

iii) canal da intensidade do trabalho: barateando a relação custo do trabalho/ custo do capital (já que o capital é, em geral, importado), a tendência é um aumento na relação trabalho/produto, aumentando o nível de emprego da economia.

Em vista destes efeitos, Frenkel chama atenção para a negligência da maioria dos teóricos e governantes do papel positivo que uma gestão apropriada da taxa de câmbio pode ter sobre os níveis de emprego e renda de um país⁸⁴. O autor propõe um regime de política macroeconômica focado em múltiplos objetivos, contemplando o controle da inflação, mas com ênfase sobre o crescimento econômico e geração de emprego. Para tanto, a sugestão é que as autoridades monetárias tenham como um objetivo intermediário de política econômica uma taxa real de câmbio estável e competitiva: *“We conclude that preserving a competitive and stable RER [real exchange rate] is the best contribution macroeconomic*

⁸⁴ *“In broader terms, in open developing economies, the real exchange rate is one of the crucial determinants of investment, growth and employment”* (FRENKEL, 2004).

policies can make to the improvement of employment and growth performances” (FRENKEL, 2004, pág. 12).

A proposta é que as intervenções do Banco Central no mercado cambial deveriam ter o intuito de preservar uma taxa real de câmbio estável e competitiva. Dado que o mercado cambial funciona como um mercado de ativos qualquer, o importante seria agir sobre as expectativas, que determinam as ações de compra e venda neste mercado. Logo, defende o autor, se as autoridades monetárias lograssem, através de intervenções e sinalizações, estabilizar as expectativas sobre a taxa real de câmbio no médio prazo, o próprio mercado agiria no sentido de manter a taxa à vista relativamente estável. Numa espécie de método *behaviorista* de disciplina dos mercados, a proposta é que o Banco Central deveria ser firme em suas intervenções⁸⁵, de modo que, com o tempo, o mercado não tivesse incentivos para especular, sabendo que, se o fizesse, enfrentaria a forte reação das autoridades monetárias. Desta forma, com o passar do tempo, a frequência das intervenções poderia diminuir. Um ponto importante está na recomendação de que não deveria haver o anúncio de regras e compromissos, mas que as sinalizações deveriam ser dadas sempre de forma implícita. Assim, ficaria resguardado um componente de discricionariedade, diferentemente dos regimes intermediários discutidos até aqui.

A idéia do autor é combinar os benefícios do câmbio flexível no curto prazo com os do câmbio fixo no longo prazo. Desta maneira, dever-se-ia, por um lado, permitir a flutuação cambial no curto prazo, que teria a função de desincentivar os fluxos de capital especulativo. Por outro lado, não se poderiam permitir alterações muito grandes nas expectativas com relação à taxa de câmbio real no médio e longo prazos. O intervalo das intervenções, portanto, deveria ser largo o suficiente para promover o primeiro objetivo, mas curto o suficiente para concretizar o segundo (FRENKEL, 2006, pág. 583).

Fica claro, destarte, não ser necessária a opção integral pelos vértices da “Trindade Impossível”; o mais recomendado, segundo alguns autores, é a adoção dos três vértices, mas todos de maneira parcial, já que se amplia com isso o leque de opções de política econômica. Revela-se uma alternativa, portanto, a adoção de um regime de taxa de câmbio

⁸⁵ Ou seja, deveria tomar as medidas cabíveis no sentido de manter a estabilidade da taxa real de câmbio, ainda que isso incorra em certos efeitos colaterais perniciosos como, por exemplo, altos custos fiscais. A idéia é que, mostrando ao mercado que irá até as últimas conseqüências para manter a estabilidade cambial, a reputação do Banco Central desestimula novos ataques especulativos no futuro, reduzindo a necessidade de novas intervenções.

administrada, com algumas modalidades de controles de capital, como propõe Bradford (2005):

“[T]he calibrated use of policy tools by degrees of commitment, deployment and assignment can create space for different policy-mixes. Selective capital controls, intermediate exchange rate regimes, and some monetary policy autonomy create the policy space within which a variety of policy combinations and mixes are possible and a greater number of instruments are available”.

d) Controle de capitais e o aumento da estabilidade cambial

Segundo Flassbeck (2001), a “Trindade Impossível” não é completamente válida para os países emergentes e o que há, na verdade, é uma “dualidade impossível”, já que a abertura da conta financeira gera perda de autonomia monetária, independentemente do regime cambial em vigor. *“The loss of national sovereignty, the ‘impossible duality’, is an immediate result of the opening of the goods and capital markets, not the result of an inappropriate monetary order”* (op. cit, pág. 40). Desta forma, segundo o autor, o estabelecimento de controles dos fluxos de capital seria um importante passo para o sucesso das políticas econômicas praticadas nos países emergentes.

Esta opinião é compartilhada por Greenville (2000) que, apesar de defender que o regime cambial mais adequado aos países desenvolvidos é o flexível, propõe que nos emergentes é preciso haver algum tipo de administração da taxa de câmbio associada ao uso de controles de capitais. Nestes países, diz o autor, a proposição de que a conta financeira contrabalança a conta corrente não se aplica. O potencial de variação de sua taxa de câmbio é muito maior do que nos países centrais, já que ela está completamente sujeita à reversão dos ciclos de liquidez internacional. Tendo isso em vista, faz-se necessária a adoção de certos controles na conta financeira para evitar a volatilidade dos fluxos de capitais, já que esta menor volatilidade, criando menos distúrbios sobre o mercado cambial, facilitaria uma gestão cambial apropriada pelas autoridades monetárias destes países.

Na mesma linha, Epstein & Schor (1990, pág. 199), refutando a opinião de muitos autores que tratam da abertura financeira como um fato irreversível⁸⁶, defendem que *“countries have a fair degree of latitude to choose how much international integration they*

⁸⁶ e.g. Eichengreen (2000).

want, and can enact restrictions if necessary”. Isso, pois a crença original de que a flexibilidade cambial, num contexto de ampla mobilidade de capitais, aumentaria a autonomia de política monetária, não se verificou e isso se deu, em grande medida, em função da dinâmica especulativa dos fluxos de capital de curto prazo que se direcionam aos países periféricos⁸⁷.

Carneiro (2003) também percebe não ser válida a “Trindade Impossível” para a periferia do capitalismo e atribui isso à posição destes países na hierarquia do sistema monetário internacional⁸⁸. A inconversibilidade da moeda emitida por estes países impede que as flutuações da taxa de câmbio insulem a política monetária, já que estas flutuações são prontamente transmitidas a outras variáveis econômicas e, direta ou indiretamente, têm impacto sobre as taxas de juros. Além disso, diz o autor, a crença do auto-ajuste do câmbio flexível, que concederia autonomia à política monetária, está baseada em uma série de pressupostos ortodoxos irrealistas, tais como a existência de uma taxa de câmbio de equilíbrio baseada em fundamentos e o caráter estabilizador dos movimentos especulativos. Para este autor (*op. cit.*, pág. 20), o que se verifica é que “os fluxos de capitais em direção à periferia são intrinsecamente voláteis e determinam uma dinâmica perversa de desequilíbrio e ajustamento do balanço de pagamentos diante dos quais os regimes cambiais são igualmente impotentes para estabelecer algum tipo de correção”.

Desta forma, para reduzir a possibilidade de ataques especulativos e aumentar a eficácia das autoridades monetárias na determinação da taxa câmbio faz-se necessário o uso de controles de capitais. Para Ferrari & Paula (2006), regimes de câmbio fixo apresentam certos benefícios (e.g. facilidade do cálculo econômico, controle de preços, etc.), mas o custo dos ajustamentos pode ser elevado ou mesmo insuportável em termos sociais. Por isso, algum grau de flexibilidade cambial mostra-se recomendável para que os países possam se adequar a eventuais mudanças no cenário internacional da maneira que julgarem pertinente. Por outro lado, eles concordam com a proposição acima discutida de que a flutuação pura não é recomendada, já que “em países de moeda fraca e não-conversível e

⁸⁷ Sobre os mecanismos dessa dinâmica especulativa, ver Farhi (1999).

⁸⁸ Na verdade, a experiência pós-Bretton Woods tem mostrado que a flexibilidade cambial só permite autonomia completa de política econômica para os Estados Unidos, emissores da moeda-chave do sistema. Em função da hierarquia monetária, os demais países centrais, ainda que adotem regimes de taxa de câmbio flutuante, encontram restrições a essa autonomia que, no entanto, são muito menores do que aquelas verificadas nos países emergentes. Para maiores detalhes, ver Prates (2002).

mercados financeiro/cambial pouco densos”, a instabilidade dos fluxos de capital promove oscilações bruscas e intensas na taxa de câmbio.

Destarte, à semelhança de Frenkel (2006), estes autores sugerem para países emergentes um regime intermediário, que preservasse a flexibilidade de ajuste da taxa de câmbio diante de choques, mas que ao mesmo tempo abrisse a possibilidade de orientação da trajetória temporal desta taxa. O regime proposto teria bandas de flutuação cambial determinadas *ex ante*, mas não explícitas. A determinação prévia do intervalo de flutuação da taxa de câmbio, segundo os autores, “tem como finalidade influir nas expectativas dos agentes econômicos ao procurar reduzir a volatilidade do câmbio nominal e intervir em sua trajetória temporal (ou seja, influir na determinação da taxa câmbio real efetiva)” (FERRARI & PAULA, 2006, pág. 190). Desta forma, haveria algum grau de administração da taxa de câmbio no curto prazo, com a redução da volatilidade e igualmente no longo prazo, com a orientação de seu patamar - ou de sua trajetória temporal - facilitando o alcance do objetivo almejado, a saber, uma taxa de câmbio menos volátil e mais competitiva.

Nota-se, portanto, que são inúmeras as possibilidades de gestão cambial, variando desde a flutuação pura proposta por Friedman, até os regimes de fixidez completa, que vêm caindo em desuso após a crise argentina⁸⁹ e, por este motivo, não foram discutidos em detalhes nesta seção⁹⁰. Nos regimes intermediários, percebe-se uma clara distinção entre os autores que sugerem certa discricionariedade à política cambial e outros que não vêem esta autonomia com bons olhos. Além disso, podem ser notadas grandes diferenças quanto aos objetivos a serem perseguidos pelo intervencionismo cambial, como mostrado na seção anterior. Passa-se, agora, a algumas observações finais.

II.4 Considerações Finais

O primeiro grande aprendizado que se tem com o estudo das recomendações de regimes cambiais é o fato de que, como anuncia Frankel (2003), não há um regime- ótimo para todos os países ou todas as situações, já que as especificidades de cada país devem ser

⁸⁹ Segundo Prates (2002, pág. 111), o regime de *currency board* “torna a economia totalmente vulnerável à instabilidade financeira intrínseca à dinâmica atual do sistema monetário e financeiro internacional, constituindo o tipo de inserção financeira externa mais perverso para os países ‘emergentes’ ”.

⁹⁰ A exceção é a zona do euro que, no entanto, conta com fortes motivações políticas.

levadas em consideração, além da necessidade de se perceber o contexto vivido pela economia internacional. Sobretudo quando o foco são os países emergentes, as análises têm que ser ainda mais aprofundadas, dado o caráter de inconvertibilidade de suas moedas e os problemas adicionais que isso acarreta sobre a gestão da taxa de câmbio.

Percebe-se, portanto, que regimes de livre flutuação cambial não são recomendáveis para países emergentes, por dois motivos básicos:

i) O potencial de variabilidade da taxa de câmbio destes países é muito maior do que nos países desenvolvidos. A principal razão para isso é a dinâmica instável dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países periféricos, em função do caráter de inconvertibilidade de suas moedas.

ii) As variações da taxa de câmbio têm, nestes países, um efeito negativo sobre suas economias que é muito maior do que aquele verificado nos países centrais. As causas disso são diversas, mas vale destacar: o risco de *currency mismatches*, o elevado *pass-through* e a ausência ou precariedade dos mecanismos de *hedge*.

Tendo em vista estes problemas e o fato de que os regimes de taxa de câmbio fixa implicam restrições muito grandes para a política econômica, o arranjo mais adequado para os países emergente parece, portanto, não estar em nenhum dos dois pólos, mas sim na zona intermediária. Mais do que a percepção de que a estabilidade cambial é essencial para a economia, é preciso notar que, nos países emergentes, a experiência revela a necessidade de uma ação contínua das autoridades monetárias para buscar esta estabilidade. Para tanto, ao invés de atar-se a regras e compromissos explícitos, as autoridades monetárias devem preservar a condição de atuar de maneira discricionária, quando isso se fizer preciso. Ademais, a mera conquista de um baixo patamar para as taxas de inflação não é garantia de crescimento e desenvolvimento econômicos; a administração das taxas de câmbio deve ter como finalidade última metas *reais* de desempenho econômico, sobretudo o crescimento do produto e a geração de emprego. Para que se logre estabelecer para a taxa de câmbio um patamar competitivo e uma estabilidade relativa, mostra-se necessário, como visto, reduzir a volatilidade dos fluxos de capitais, adotando-se certas modalidades de controle na conta financeira.

Esta não é, evidentemente, tarefa fácil e o caso brasileiro, discutido no capítulo III, mostra que, independentemente do regime cambial adotado, as dificuldades para a

manutenção de uma taxa de câmbio estável e competitiva são bastante grandes. Por vezes, esta busca acaba até mesmo sendo abandonada em benefício de outros objetivos de política econômica.

Capítulo III

A Experiência Brasileira Recente (1994-2006)

III.1 Introdução

A importância que tem como intermediária de todas as transações entre uma economia doméstica e o restante do mundo confere à taxa de câmbio o caráter de um dos preços-chave da economia. Nos países periféricos esta importância é amplificada, já que, como visto no capítulo II, o perfil extremamente hierarquizado do Sistema Monetário Internacional e a característica de inconvertibilidade das moedas que emitem tornam suas economias mais suscetíveis à volatilidade e ao desalinhamento de suas taxas de câmbio. Desta feita, a política cambial sempre foi uma questão central nas discussões e nos rumos da economia brasileira. Desde o padrão-ouro, passando pelo intervencionismo da Era Vargas e o sistema de câmbios múltiplos para combater o recorrente problema do estrangulamento externo e a restrição de divisas, além da política das minidesvalorizações⁹¹, é patente o uso desse instrumento como variável-chave na condução da política econômica.

Com a emergência da globalização financeira e a inserção brasileira nesta nova fase do capitalismo, a questão cambial ganha importância adicional, dado o aumento das transações econômicas internacionais – como fruto dos processos de abertura comercial e financeira – e o papel de centralidade adquirido pelos mercados cambiais, como discutido no capítulo I. A discussão sobre regimes e política cambial no Brasil a partir dos anos 1990, portanto, torna-se extremamente importante e complexa.

Este capítulo tem como objetivo analisar e discutir criticamente os regimes cambiais adotados no Brasil a partir da implementação do Plano Real. A experiência brasileira recente é bastante interessante, pois permite a observação de formas variadas de se lidar com a taxa de câmbio, tornando evidentes as dificuldades enfrentadas por países emergentes na condução de sua política cambial. Percebe-se claramente que muitas das

⁹¹ A política cambial do Brasil de agosto de 1968 a março de 1990 seguiu o critério das minidesvalorizações da taxa de câmbio. Em seus aspectos gerais, esta política consistia em desvalorizar a taxa de câmbio nominal em intervalos frequentes e a taxas pequenas, corrigindo a taxa de câmbio pelo valor da diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional para garantir a manutenção da paridade relativa do poder de compra. Esta política só iria mudar com o início do governo Collor, quando foi adotado o regime de câmbio flutuante. Porém, na prática, o funcionamento do câmbio flutuante no período assemelhou-se muito ao antigo regime das minidesvalorizações (Zini Jr., 1995). “Com o advento do Plano Real, esta abordagem – de metas reais para a taxa de câmbio – foi substituída pela abordagem da âncora nominal, como guia para a política cambial do governo” (CARVALHO *et alli*, 2000, pág. 424).

promessas teóricas sobre os diferentes regimes cambiais não são respaldadas pela experiência brasileira. O capítulo está dividido da seguinte forma: a seção III.2 discute o Plano Real e a âncora cambial vigente durante o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. Passa-se, na seção seguinte, a uma análise do regime de taxas de câmbio flutuantes e do modelo do “tripé” de política macroeconômica adotado a partir de 1999 (seção III.3). Avalia-se, por fim, a evolução da questão cambial no primeiro Governo Lula (seção III.4). Para um estudo adequado de cada um destes períodos, faz-se necessário atentar para três aspectos principais, como proposto por Prates (2006). No âmbito internacional, deve-se ter em conta a fase vigente dos ciclos internacionais de liquidez. No âmbito doméstico, por sua vez, duas esferas devem ser analisadas, uma de ordem mais estrutural, que diz respeito ao grau de abertura da economia brasileira, e outra mais conjuntural, referente às políticas macroeconômicas praticadas em cada momento.

III.2 O Plano Real e a âncora cambial: o combate à inflação pela administração da taxa de câmbio (1994-1998)

O Plano Real foi um programa de combate à inflação baseado na âncora cambial como mecanismo para alcançar de forma rápida a estabilidade de preços⁹². A idéia central foi utilizar a fixação do valor externo da moeda como meio para atingir a estabilidade de seu valor interno⁹³. A implementação deste plano só foi possível em função de uma conjunção de fatores, tanto de ordem externa, quanto interna, que possibilitaram a defesa da paridade cambial.

a) As pré-condições que tornaram possível o Plano Real

Do ponto de vista internacional, os anos 1990 representaram a volta dos fluxos de capitais voluntários para os países latino-americanos, depois de mais de uma década de escassez de recursos em função da chamada “crise da dívida externa” (gráficos 1 e 2)⁹⁴. As baixas taxas de crescimento da economia mundial e a queda dos juros nos países avançados aumentaram a atração exercida pela alta rentabilidade dos ativos destes países periféricos

⁹² Para uma análise detalhada do Plano Real, ver Filgueiras (2003).

⁹³ A taxa de câmbio teve papel central em diversos dos planos de estabilização experimentados ao longo do período em que a economia brasileira enfrentou inflação elevada (HOLLAND, 1998).

⁹⁴ Como os gráficos são concernentes aos três períodos estudados neste capítulo (1º FHC, 2º FHC e 1º Lula), optou-se por apresentá-los conjuntamente num anexo ao final da dissertação (pág. 107).

(HOLLAND, 1998). No contexto de ampliação da mobilidade internacional de capitais e de desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, que caracterizam a globalização financeira, emergiu um ciclo de abundante liquidez internacional que perduraria por quase toda a década de 1990.

Internamente, iniciara-se no Brasil, ainda na década de 1980, um processo de abertura e desregulamentação econômica e financeira que só viria a se expandir nos anos seguintes. De acordo com Garófalo (2005), uma relevante medida neste sentido foi tomada ainda no Governo Sarney, em 1989, através da instituição do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), que significou um primeiro passo dentro de um movimento de redução do monopólio cambial. Este segmento, que ficaria conhecido como “turismo”, representou uma tentativa inicial de liberalização do mercado cambial, já que o Banco Central evitaria as intervenções sobre esta “taxa de câmbio flutuante”. O MCTF coexistiria, durante dez anos, com um mercado de taxas administradas pelo BCB - o mercado “oficial”, que passou a ser chamado de “comercial” a partir de 1990.

Como parte deste mesmo processo e com o intuito de facilitar o fluxo de capitais para o exterior, foram feitas importantes alterações nas chamadas “contas bancárias de não-residentes”. Estas contas, estabelecidas pela Carta-Circular nº 5, de 27/2/1969, eram inicialmente utilizadas pelos não-residentes, que estavam autorizados a reconverter em dólares e enviar para o exterior o equivalente à quantidade de divisas que tinham outrora internalizado no país. A partir de 1989, aboliu-se esta necessidade de entrada prévia de divisas, de modo que os não-residentes passaram a poder comprar dólares e enviá-los ao exterior, por intermédio das contas de instituições financeiras, qualquer que fosse a origem da moeda nacional utilizada na transação. Na prática, esta mudança tornou a CC5, como é chamada esta conta, um canal de evasão e ingresso de capitais que passou a ser utilizado de forma indiscriminada - inclusive por residentes -, sobretudo em momentos de crise cambial.

Alinhando-se às recomendações dos países desenvolvidos e das instituições multilaterais e a um movimento mais geral de transformações internacionais, o governo do presidente Fernando Collor de Mello (1990-92) adotou importantes medidas de liberalização econômica, tanto na esfera comercial, como na financeira⁹⁵. Com o intuito de

⁹⁵ Para os objetivos desta dissertação, a abertura a ser tratada em maior profundidade é aquela que corresponde à esfera financeira da economia brasileira.

flexibilizar os movimentos de capitais e adequar a legislação brasileira à nova dinâmica verificada nos países centrais, sobretudo no que concerne ao espaço conquistado pelas operações securitizadas, teve início, em 1991, uma série de mudanças no marco regulatório referente à conversibilidade da conta financeira do balanço de pagamentos.

Do ponto de vista da entrada de capitais, as mudanças neste período foram drásticas. Em maio de 1991, através da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n° 1832/91, foi criado o Anexo IV à Resolução 1289/87, que regia os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas. Por meio deste anexo, foi autorizada a entrada direta e irrestrita de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, mantendo, porém, a proibição ao ingresso de pessoas físicas não-residentes (FREITAS & PRATES, 1998). Conforme destaca Prates (1999), os demais anexos desta Resolução exigiam a formação de um fundo de investimento ou sociedade para a entrada no país, enquanto pelo Anexo IV os investidores institucionais estrangeiros tinham acesso direto ao mercado acionário doméstico, já que não havia requisitos de composição, capital inicial mínimo ou prazo de permanência⁹⁶.

Ainda em 1991, no âmbito do movimento de abertura financeira, mas também da mudança em curso no papel do Estado na economia, autorizou-se a constituição dos “Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro”, criando um canal para tornar possível a compra, pelo capital estrangeiro, de ações das empresas estatais em processo de privatização. Já no Governo Itamar Franco, em 1993, foram criados os “Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro”, permitindo os investimentos estrangeiros também no segmento de renda fixa (PRATES, 1999).

Ao longo da década de 90, destarte, os investimentos de portfólio passaram a ter, além da CC5 – mediante a qual os investidores estrangeiros já tinham acesso ao mercado financeiro brasileiro – canais específicos para sua entrada: os fundos e os anexos. Entretanto, de acordo com Freitas & Prates (1998), a CC5 tornou-se, em função da ausência de restrições quanto ao tipo de aplicação, a principal via de ingresso no país dos fluxos de capitais de curto prazo – chamados de *hot money* -, que pela volatilidade que apresentam, podem criar sérias instabilidades econômicas na economia que o recebe, como veremos adiante.

⁹⁶ No ano 2000, como se destacará adiante, a gestão Armínio Fraga alterou os regimentos aqui descritos.

A crescente abertura financeira da economia brasileira, associada a uma conjuntura de abundante liquidez internacional, viabilizou a atração de um grande volume de capitais externos para o país. Como a rigidez cambial buscada pelo Plano Real não seria determinada institucionalmente – como acontece nos regimes de *currency board* – as operações privadas envolvendo divisas poderiam exercer uma pressão sobre a taxa de câmbio que deveria ser contida pelas autoridades monetárias. Além disso, tendo em conta o fracasso das tentativas anteriores de congelamento da taxa de câmbio, era preciso precaver-se de antemão em relação a possíveis movimentos especulativos contra a paridade. A constituição de um significativo “colchão” de reservas, portanto, mostrou-se uma importante pré-condição para a sustentação da paridade cambial prevista pelo Plano. O governo nacional, através do posicionamento das taxas de juros domésticas em patamares exorbitantes, foi extremamente bem sucedido neste objetivo de atração de imensos volumes de capital estrangeiro. O resultado foi um acúmulo de reservas internacionais sem precedentes, como mostra o gráfico 3. As reservas, que eram de menos de US\$ 12 bilhões em janeiro de 1992, passaram a US\$ 43 bilhões⁹⁷ em julho de 1994, quando do início do período de câmbio administrado.

O controle da inflação através de uma âncora cambial tem como pré-requisitos, segundo Carneiro (2002), condições adequadas de funcionamento do balanço de pagamentos e do setor público. Como visto acima, os influxos de capitais foram muito grandes no período que antecedeu o Plano, sendo inclusive maiores do que as necessidades de financiamento externo da economia brasileira, o que permitiu um aumento considerável das reservas cambiais. No que diz respeito ao financiamento do setor público, por seu turno, o Plano Collor, executado alguns anos antes, tivera o efeito de reduzir significativamente a dívida pública brasileira (como mostra o gráfico 4), dando condições para a implementação do Plano Real (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002)⁹⁸.

⁹⁷ Reservas Internacionais: liquidez internacional – Fonte: Banco Central do Brasil.

⁹⁸ Além desta queda da dívida pública herdada do Plano Collor, o Governo Itamar Franco iniciou, no ano de 1993, um processo de ajuste fiscal através do Plano de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE). O diagnóstico dos formuladores do plano era que o equilíbrio fiscal era pré-condição para o sucesso do plano de estabilização. Para maiores detalhes, ver Modenesi (2005).

b) A âncora cambial e as adaptações necessárias

Vendo-se em condições de defender a paridade cambial através das reservas acumuladas e de uma política monetária extremamente restritiva, o governo Itamar Franco instituiu, em 1º de março de 1994, a Unidade Real de Valor (URV)⁹⁹, uma unidade de conta cuja taxa de câmbio em relação ao dólar poderia variar para baixo (apreciação), mas não poderia exceder o teto de 1 URV/US\$. Caso isso acontecesse, o Banco Central se comprometia a entrar no mercado cambial ofertando dólares ao preço previsto. Do ponto de vista de seu valor interno, a variação da URV seria determinada pelo comportamento dos três principais índices de preço do Brasil, a saber, o Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), da FGV; o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do IBGE; e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), da FIPE. Esta indexação plena e a “dolarização artificial” tinham o intuito de fazer da URV a unidade de conta que balizaria a formação de preços na economia e ajudaria no alinhamento dos preços relativos (MODENESI, 2005).

Em 1º de julho de 1994, a reforma monetária foi finalizada, com a introdução da nova moeda brasileira, o real, que equivalia a CR\$ 2750 e US\$ 1,00 (o valor da URV em 30 de junho de 1994)¹⁰⁰. Do ponto de vista da estratégia cambial, manteve-se, nos primeiros meses do plano, uma postura semelhante à adotada em relação à URV, com um sistema de bandas assimétricas no qual o Banco Central se comprometia a intervir no mercado cambial caso o real se depreciasse em relação ao dólar, porém deixava o mercado atuar livremente na direção de uma apreciação da taxa de câmbio.

Para exercer tais intervenções, o Banco Central realizou o esforço já mencionado de acúmulo de reservas cambiais. Como anunciado acima, os fatores externos eram extremamente favoráveis, com a emergência de um expressivo ciclo internacional de liquidez. A consolidação da globalização financeira - sob uma ótica estrutural - conjugada aos aspectos favoráveis da conjuntura vigente, resultantes da redução das taxas de juros nos países centrais, permitiu o restabelecimento de fluxos de capitais voluntários em direção aos países periféricos. De acordo com Biancareli (2006), além deste cenário internacional benigno, que é certamente o principal fator explicativo, contribuíram também para o grande influxo de capitais verificados no Brasil – ainda que de maneira secundária - o

⁹⁹ A URV foi criada pela Medida Provisória n° 434, de 27 de fevereiro de 1994.

¹⁰⁰ A chamada MP do Real, que criou a nova moeda, foi promulgada em 30 de junho de 1994 (Medida Provisória n° 542).

compromisso com o avanço das reformas liberalizantes, a solução dada para os passivos externos acumulados¹⁰¹ e, posteriormente, o sucesso do controle da inflação. Ademais, foi posta em prática uma política monetária extremamente restritiva, de modo a saciar a busca pela rentabilidade do capital internacional e manter o influxo de divisas que permitiam a persecução da estabilidade cambial. Assim, as elevadas taxas de juros em um contexto de abertura financeira e ampla liquidez internacional atraíram volumes extremamente altos de capital estrangeiro, que não só cobriam os déficits em transações correntes, mas possibilitaram a continuidade do acúmulo de reservas (gráfico 9)¹⁰².

Em março de 1995, o ciclo internacional de liquidez sofreu um abalo devido ao forte impacto da crise mexicana, que resultou na perda de US\$ 10 bilhões das reservas cambiais brasileiras. Diante disso e tendo vista o processo de apreciação da taxa de câmbio real, as autoridades monetárias brasileiras optaram por uma nova estratégia e as bandas cambiais de flutuação, até então implícitas, passaram a ser anunciadas publicamente. Estas bandas eram compostas, na verdade, por duas amplitudes distintas: as bandas largas, cujos limites raramente eram atingidos e as bandas estreitas (ou intrabandas) que, por pelos menos 3 anos, foram sempre inferiores a 0,5%. Desta maneira, o mercado não tinha qualquer autonomia na determinação da taxa de câmbio, caracterizando um regime que pode ser chamado de câmbio semifixo (ou *crawling peg*) e que seguia uma política de minidesvalorizações periódicas, de forma a ajustar as bandas recorrentemente (CARVALHO *et alli*, 2000).

Também como uma reação ao “efeito tequila” e às exigências internacionais (e.g. OMC, ALCA, Mercosul) foi estabelecida, em agosto de 1995, a Exposição de Motivos nº 311, que estimulava a entrada e/ou a ampliação da participação estrangeira no sistema financeiro nacional (FREITAS & PRATES, 1998). Num momento em que o sistema bancário brasileiro apresentava crescentes fragilidades financeiras, a idéia era que as

¹⁰¹ Especialmente através do Plano *Brady*.

¹⁰² “Do ponto de vista financeiro, a abertura significou a volta de financiamento externo abundante até 1997, permitindo superar a permanente escassez de divisas típica da década anterior e que se expressava no baixo valor das reservas internacionais e na instabilidade da taxa câmbio. A abertura permitiu, portanto, ampliar consideravelmente o montante das reservas internacionais, assegurando a manutenção do valor externo da moeda” (CARNEIRO, 2002, pág. 362).

empresas ou bancos estrangeiros teriam acesso ao capital internacional mesmo nas fases de restrição de liquidez, em função do apoio que seria dado pelas matrizes¹⁰³.

Passada a turbulência da crise mexicana, o cenário econômico internacional voltou a sua normalidade¹⁰⁴ e o Brasil conseguiu encerrar o ano de 1995 com um volume de reservas cambiais de mais de US\$ 50 bilhões, o que garantia certa tranqüilidade para a continuidade do Plano Real. Farhi (2001) considera ter havido uma “vitória do Banco Central”, já que, no que diz respeito à questão cambial, as autoridades monetárias pautaram o comportamento dos agentes privados ao longo do ano. Houve apostas especulativas de pequena intensidade nos momentos de revisão das bandas, mas que não chegavam a comprometer a tranqüilidade vigente.

A esta altura, de qualquer forma, a abertura financeira já havia progredido bastante, deixando a economia brasileira mais suscetível aos movimentos da economia mundial; os efeitos da crise mexicana, no fundo, não fizeram senão prenunciar desastres maiores.

No que concerne à saída de capitais de residentes, a abertura financeira passou por transformações bastante significativas nesta primeira metade da década de 1990. Em outubro de 1994, haviam sido criados os Fundos de Investimento Estrangeiro, que permitiram que residentes, adquirindo cotas de fundos de investimento constituídos no país, investissem no exterior em títulos da dívida soberana brasileira – *Bradies* e *Global Bonds*. O intuito, segundo Prates (1999) foi o de estimular a saída de divisas, diminuindo o efeito líquido da entrada de capitais sobre a base monetária. A CC5, por sua vez – segundo Carneiro (2002) – foi passando aos poucos por um processo de flexibilização que a fez consolidar-se, progressivamente, como a principal via de expatriação ilegal de capitais, em função de sua permissividade. No ano de 1996, o BCB criou também a modalidade de “Transferências Internacionais de Reais”, como instrumento de transferência de valores para os casos não enquadrados pelos mercados de câmbio. Com estas mudanças, foram praticamente eliminadas as restrições de ordem legal ao investimento de residentes no exterior, restando apenas as restrições operacionais, como por exemplo os custos de transação da utilização destes instrumentos.

¹⁰³ Defendia-se também que a concorrência com o capital estrangeiro traria benefícios ao sistema financeiro doméstico. Para maiores detalhes sobre a abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro, ver Freitas (1997).

¹⁰⁴ Sobre a ocorrência de mini-ciclos internacionais de liquidez em meio aos ciclos mais longos, ver Prates & Farhi (2004).

Também do ponto de vista da entrada de capitais estrangeiros o processo avançou, com a criação, em 1996, de duas modalidades de investimento de portfólio abertos à participação estrangeira: os “Fundos de Investimento em Empresas Emergentes” e os “Fundos de Investimento Imobiliário”, respectivamente para aplicações em títulos de empresas com grande potencial de crescimento e em títulos do setor imobiliário. Desta feita, seja na entrada de recursos, seja na saída, a conta financeira já se encontrava suficientemente aberta para fazer reverberar uma possível reversão do ciclo internacional de liquidez vigente até então. Segundo Prates (1999, pág. 53) “os recursos que ingressam tanto pelo segmento livre – direcionados a aplicações em renda fixa e/ou variável – quanto pelas contas de não-residentes do mercado flutuante (CC5) apresentam elevado grau de conversibilidade, ou seja, conseguem ‘abandonar’ o país rapidamente e com pouca perda de capital”.

Isto ocorreria no segundo semestre de 1997, quando a crise do Leste Asiático deu início a uma série de mudanças no cenário internacional e engendrou ataques especulativos contra a moeda brasileira. Os agentes privados internacionais estavam, em média, muito alavancados e, num típico fenômeno de “fuga para a qualidade”, passaram a demandar divisas ou ativos atrelados ao dólar e a vender ativos em reais. A consequência foi uma rápida fuga de capitais entre junho e dezembro daquele ano, tendo como resultado uma queda de cerca de 10% no volume de reservas cambiais brasileiras. No mercado de derivativos, houve forte redução nos volumes negociados, mostrando a convergência de opiniões (FARHI, 2001). A reação do governo foi imediata, através da alta na taxa básica de juros e de um pacote de contenção fiscal, além da política de oferta de títulos públicos com *hedge* cambial e da venda de reservas. As medidas surtiram o efeito pretendido e evitaram uma crise cambial mais aguda. Em junho de 1998, o volume de reservas cambiais encontrava-se em torno de US\$ 70 bilhões.

Entretanto, mais do que um evento isolado, a crise asiática foi sintoma do início do processo de reversão do ciclo de abundante liquidez internacional que vigorava desde o início da década. De acordo com Biancareli (2006), o ano de 1997 marcou o auge deste ciclo e, após a crise do sudeste asiático, foi se consolidando um ambiente internacional de “aversão ao risco” que tornava extremamente perigosa a combinação de abertura financeira, apreciação cambial, deterioração da conta corrente e endividamento externo de curto prazo.

No segundo semestre de 1998, a economia brasileira sofreu outro ataque especulativo engendrado pela moratória russa, decretada no dia 17 de agosto. Neste momento, porém, ao contrário da crise asiática, havia também a idéia por parte dos *market players* de que os fundamentos macroeconômicos brasileiros eram frágeis, sobretudo em função dos déficits comerciais e de transações correntes verificados e do alto endividamento do setor público, a serem discutidos a seguir. Tal crise de confiança gerou uma rápida e intensa fuga de capitais do país, que atendia principalmente a dois propósitos: a busca por cobertura de riscos e a antecipação da remessa de lucros ou do pagamento de dívidas, diante do temor de uma depreciação cambial (FARHI, 2001).

Tendo em vista a proximidade das eleições, o governo valeu-se de um processo de “queima” de reservas e de um leilão diário de títulos com correção cambial, com o intuito de manter a paridade cambial até que se assegurasse a reeleição do presidente¹⁰⁵. A crise foi adiada, mas já no primeiro mês do novo mandato de FHC, em janeiro de 1999, a situação tornou-se insustentável e o governo foi obrigado a mudar o regime cambial para um sistema de câmbio flexível. Adotou-se o chamado “modelo do tripé” de política macroeconômica, vigente até hoje, que consiste em um regime de metas de inflação e superávits primários, além do sistema de câmbio flutuante¹⁰⁶.

c) Os “efeitos colaterais” da administração cambial

O controle da inflação por intermédio da administração cambial mostrou-se inegavelmente bem sucedido. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE) caiu de uma média de 43% ao mês no primeiro semestre de 1994 para 6,8% já no primeiro mês de vigência da nova moeda (julho de 1994) e, desde então, só superaria a marca de 3% no mês em uma ocasião - junho de 2002, em função da forte elevação da taxa de câmbio. Por outro lado, as conseqüências nefastas deste regime de câmbio administrado são várias e merecem aprofundada discussão.

Em primeiro lugar, é importante perceber que a estratégia de contenção da inflação baseada na estabilidade cambial tem um efeito imediato apenas sobre os setores de bens

¹⁰⁵ A explicação governamental para a insistência com o regime de âncora cambial era a de que uma depreciação da taxa de câmbio poderia ter fortes efeitos inflacionários.

¹⁰⁶ Os detalhes desta crise e da adoção do novo regime cambial serão tratados em detalhes na seção III.3. Realiza-se, antes disso, uma análise das conseqüências econômicas deste período de âncora cambial sobre a economia brasileira.

comercializáveis, cujos preços são determinados no exterior. Sobre os demais setores da economia brasileira, no entanto, se abateu uma inércia inflacionária que durou alguns meses, como mostra o gráfico 5. Esta falta de sincronia na trajetória dos preços, além de produzir um resíduo inflacionário que apreciava a taxa real de câmbio, promoveu uma distorção de preços relativos que alterou a alocação dos recursos da economia em favor dos setores de bens não-comercializáveis. Este fenômeno, segundo Carneiro (2002), já ocorria desde o início do processo de abertura comercial, mas foi amplificado pela estabilidade da taxa de câmbio.

Este resíduo inflacionário tornava a queda da taxa de câmbio, que já era considerável em termos nominais, bastante significativa em termos reais – como mostram os gráficos 6 e 7 – reduzindo violentamente a competitividade do setor produtivo nacional. O barateamento relativo dos produtos estrangeiros ensejou um processo de substituição de importações ao revés, ou seja, de preterimento dos produtos nacionais em face da concorrência dos importados. Este fenômeno ocorreu nos mais variados setores, tanto agrícolas quanto industriais, mas talvez tenha sido mais pronunciado no setores de bens de capital. Segundo Laplane & Sarti (2006) “a importação foi, do ponto de vista das empresas, o caminho mais curto e mais barato para ganhar acesso às inovações ‘disponíveis’ no exterior e para aumentar sua competitividade”. Os autores sugerem nesse contexto a ocorrência de um processo de “especialização regressiva”¹⁰⁷ na indústria brasileira, já que a tendência foi a fuga dos setores mais intensivos em inovação, onde a concorrência estrangeira é maior e a (re)especialização nas atividades intensivas em recursos naturais. A desarticulação das cadeias produtivas e o desestímulo à produção local foram patentes.

Já no ano de 1995, como resultado deste aumento das importações resultante da valorização cambial e também do estímulo econômico provocado pela estabilidade de preços, a balança comercial brasileira apresentou um saldo negativo, revertendo uma tendência que havia prevalecido desde o início da década anterior, de obtenção de grandes superávits comerciais. Este saldo comercial negativo aumentou progressivamente durante a vigência da taxa de câmbio administrada, chegando a um vale de US\$ - 6,8 bilhões em 1997 (gráfico 8). Na comparação entre a primeira e a segunda metade dos anos 1990, os

¹⁰⁷ Coutinho (1997).

saldos anuais médios são de US\$ 12 bilhões positivos e de US\$ 6 bilhões negativos, respectivamente (cf. Carneiro, 2002).

A manutenção das taxas de juros em um patamar extremamente elevado, com vistas à sustentação do regime, atendia à demanda do capital internacional em sua “busca pela rentabilidade” e, enquanto manteve-se a fase de alta do ciclo de liquidez, a economia brasileira obteve relevantes superávits em sua conta capital e financeira (gráfico 9). É necessário, no entanto, observar a composição deste capital entrante, de modo a perceber a sustentabilidade destes saldos. Os fluxos de capitais de portfólio constituíram-se numa fonte de recursos extremamente importante para o financiamento externo da economia brasileira e para a composição das reservas cambiais. Isso se torna preocupante quando se tem em mente o caráter de elevada volatilidade e reversibilidade deste tipo de investimento. Ainda que boa parte deste investimento de portfólio fosse no mercado acionário, não se pode ignorar que o capital estrangeiro aplicado em ações é também muito volátil, podendo ter efeitos negativos sobre a bolsa de valores e o mercado cambial doméstico, como ficou evidente na crise de outubro de 1997 (PRATES, 1999). Conforme discutido no capítulo II, a inconversibilidade monetária torna os fluxos de capitais que se direcionam aos países emergentes extremamente suscetíveis aos humores dos mercados internacionais.

A outra modalidade de fluxo de capitais que teve importância para a economia brasileira neste período foram os investimentos diretos estrangeiros (IDEs), que costumam ter um perfil mais de longo prazo e poderiam significar uma maior segurança do ponto de vista do equilíbrio externo. Estes investimentos, porém, tiveram no Brasil uma característica que lhes conferiu um caráter patrimonialista: na maioria dos casos, eles não resultaram em acréscimos ao estoque de capital do país, já que em grande medida fizeram parte do processo de fusões e aquisições aberto pela onda de privatizações que assolou o país no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso¹⁰⁸. O aumento da participação do capital estrangeiro nos sistemas produtivo e financeiro brasileiros, a médio e longo prazo, acabaria contribuindo até mesmo para o aumento do déficit em transações correntes e da vulnerabilidade externa da economia brasileira (CARNEIRO, 2002). Segundo Laplane & Sarti (2006), a desnacionalização da indústria nacional acrescentou à demanda de divisas

¹⁰⁸ Vale lembrar que estes IDEs direcionados a processos de fusão e aquisição na década de 1990 não foram específicos ao caso brasileiro, sendo verificados em praticamente toda a América Latina.

para importação uma demanda de divisas para remessa de lucros e dividendos por parte das empresas estrangeiras¹⁰⁹, agravando a pressão sobre o balanço de transações correntes. Tendo em vista que muitas destas empresas não se inseriram em setores comercializáveis, elas não geravam divisas, aumentando a demanda, mas não a oferta de dólares no mercado cambial brasileiro¹¹⁰.

Este influxo de capital (proveniente dos IDEs e dos investimentos de portfólio), que superava as necessidades de financiamento corrente do balanço de pagamentos foi, em grande parte, esterilizado pelas autoridades monetárias através da emissão de títulos públicos. Esse mecanismo permitia que qualquer expansão da base monetária resultante do ingresso de capital externo fosse compensada pelo enxugamento proporcionado pela venda dos títulos públicos federais, evitando que todo o esforço do Plano Real fosse comprometido pelo aumento da oferta monetária – dentro da hipótese de inflação de demanda. Tanto do ponto de vista corrente, quanto patrimonial, a deterioração das contas públicas foi patente e os superávits operacionais verificados reverteram-se em déficits crescentes até 1998, quando da realização do ajuste fiscal. Agravando ainda mais a situação, esses títulos eram emitidos a taxas de juros extremamente elevadas e eram, em grande parte, indexados ao dólar, promovendo uma explosão da dívida pública, que aumentou em 20 pontos percentuais do PIB em apenas três anos (gráfico 4).¹¹¹

Além deste efeito sobre as contas públicas, a política monetária restritiva teve também impactos sobre o dinamismo da economia brasileira. A estabilidade de preços e a momentânea melhora dos salários reais promoveram um relativo crescimento econômico durante os anos imediatamente posteriores à adoção do Plano Real. Não se pode ignorar, entretanto, os efeitos contracionistas da política monetária praticada pelo Banco Central (CARNEIRO, 2002). Em momentos de ataques especulativos contra o real, a elevação dos juros amplificava os efeitos recessivos já inerentes à política cambial vigente.

É inegável que o regime cambial vigente no país entre 1994 e 1998 foi essencial para o fim da espiral inflacionária vivida pela economia brasileira já há mais de uma

¹⁰⁹ A desnacionalização de parte do sistema bancário brasileiro também contribuiu com esta elevação das remessas de lucros e dividendos para o exterior.

¹¹⁰ Segundo Freitas & Prates (2001, pág. 105) “o aumento contínuo do passivo externo do país não tem sido acompanhado por investimentos que ampliam a capacidade de geração e/ou a economia de divisas, ao mesmo tempo em que resulta numa elevação significativa das remessas de serviços fatores”.

¹¹¹ Para maiores detalhes sobre a deterioração das contas públicas resultante do Plano Real, ver Lopreato (2006).

década. Mas também inegável é o fato de que esta administração cambial gerou uma série de efeitos colaterais nefastos sobre a economia brasileira, tais como a alteração de preços relativos, geração de déficits comerciais, deterioração das contas públicas, arrefecimento das taxas de crescimento econômico, dentre outros. Para Kregel (1999) “a própria estratégia de estabilização, e o seu sucesso, traziam consigo as ‘sementes da própria destruição’ ”. Segundo o autor, a economia brasileira se inseriu num círculo vicioso, já que o Plano Real se assentou sobre a estabilidade cambial, que era produzida por um influxo contínuo de capital estrangeiro. Para manter este influxo, foi necessário adotar taxas de juros permanentemente altas, deteriorando as finanças públicas e as contas externas. Neste contexto, as taxas de juros não poderiam ser rebaixadas, sob o risco de uma fuga massiva de capitais. *“It was the success of the policy that attracted the capital inflows, but this required interest rate policies that produced deterioration in both the fiscal and foreign balances that eventually created doubts about the long-term success of the policy and a reversal of capital flow”* (op. cit, pág. 36).

A deterioração dos fundamentos que, num contexto de reversão do ciclo de liquidez, ensejou a crise, é consequência da própria estratégia de estabilização dos preços com abertura financeira. De acordo com Holland (1998), “mudanças nos regimes cambiais (e monetários, em geral), guardam fortes vínculos com movimentos endógenos na economia, em grande parte, provocados pelos próprios regimes cambiais”. É evidente que os fatores exógenos foram centrais para a ocorrência da crise cambial no Brasil, mas é também certo que esta deterioração dos fundamentos domésticos tornou a economia nacional mais propensa a abalos numa eventual situação de restrição externa de capitais, como a que veio a ocorrer.

Passa-se agora à análise do segundo governo FHC, da crise cambial que caracterizou o início deste mandato e do regime de flutuação cambial, instituído com vistas à superação da crise.

III.3 O modelo do “tripé” de política econômica: um panorama da política cambial no segundo governo FHC (1999-2002)

Como visto na seção anterior, a economia brasileira encerrou o ano de 1998 em meio a turbulências de diversas ordens, com profundas repercussões sobre os mercados

financeiros. Do ponto de vista externo, o efeito-contágio da crise russa e a conseqüente “fuga para a qualidade” geraram um intenso movimento de saída de capitais do país. Segundo Biancareli (2006), a ocorrência de crises sucessivas no sudeste asiático, na Rússia e neste momento no Brasil revela que a responsabilidade por estas dificuldades não foi exclusivamente destes países, mas que estavam em curso mudanças nas nações centrais que reduziam a liquidez dos mercados financeiros globais (e.g. a subida das taxas de juros nestas economias centrais para conter a “exuberância racional”).

Somando-se a isso, porém, há aspectos internos que amplificaram as dificuldades enfrentadas no país. Verificava-se à época certa insegurança em relação aos fundamentos da economia brasileira, sobretudo em função da deterioração das contas externas e das contas públicas, como visto na seção III.2. Neste contexto, surgiram rumores sobre a saída de Gustavo Franco do controle do Banco Central e sobre possíveis alterações na política cambial. Este somatório de incertezas contribuiu para que os títulos soberanos brasileiros tivessem seu *rating* rebaixado e as linhas comerciais encontrassem dificuldades de renovação¹¹² (FARHI, 2001).

Ainda nas primeiras semanas do segundo mandato FHC, os boatos se confirmaram e o Banco Central anunciou, em 13 de janeiro de 1999, uma troca na cadeira da presidência, que passou a ser ocupada interinamente por Francisco Lopes. Adotou-se, neste mesmo dia, a chamada “banda diagonal endógena” – para pautar as variações cambiais – que apresentava uma amplitude maior do que as bandas vigentes até então e com limites que seriam alterados a cada três dias úteis. Em poucos dias ficou evidente a reação negativa do mercado com as novas medidas, já que a fuga para o dólar continuava e, conseqüentemente, a perda de reservas. Segundo Farhi (2001) houve um desapontamento com a manutenção das bandas e com os indícios de que as taxas de juros continuariam altas. Para Garófalo (2005), a troca na direção do Banco Central, associada a dificuldades na compreensão da nova dinâmica cambial e a uma “implementação claudicante” por parte do BC gerou uma situação de certo pânico no mercado.

Na sexta-feira, 15 de janeiro, o Banco Central anunciou que se retirava do mercado cambial e que definiria o novo sistema na segunda-feira seguinte. A reação, desta vez, foi positiva, com uma depreciação cambial comedida, com recuperação dos índices da bolsa de

¹¹² Sobretudo em função da crise argentina.

valores e dos preços dos títulos públicos e com redução na fuga de capitais. Na segunda-feira, 18 de janeiro, foi anunciado então, através da Comunicado nº 6565, um regime de flutuação cambial, com a ressalva de que o Banco Central poderia “intervir esporadicamente no mercado com o objetivo de conter movimentos desordenados das taxas”. Ficava indicado, portanto, que não se estava aderindo a um sistema com liberdade plena para a flutuação cambial. Entretanto, abolia-se a necessidade de salvaguardar a âncora cambial, retirando-se das autoridades monetárias o compromisso de outrora de intervenções recorrentes no mercado cambial.

Apesar da boa reação dos mercados, a liberação da flutuação cambial resultou num *overshooting* da taxa de câmbio que, em apenas 11 dias passou de 1,54 para 1,98 R\$/US\$¹¹³ (gráfico 6). É bem verdade que a sobreapreciação cambial do período precedente precisava ser rearranjada, mas não se pode ignorar o efeito dos especuladores neste intenso processo de depreciação da taxa de câmbio (FARHI, 2001). Se uma das principais virtudes atribuídas aos regimes de câmbio flexível é o desestímulo à atividade especulativa – ou o caráter estabilizador da especulação –, a experiência brasileira já surgiu revelando que a situação na prática é bem mais complexa do que sugere a teoria convencional. Se, do ponto de vista individual, a proteção ou a especulação são atitudes racionais, no agregado das operações estes movimentos ampliam a demanda por divisas ou por ativos atrelados ao dólar, contribuindo para a continuidade do processo de depreciação cambial.

Neste contexto de incertezas, o mercado futuro tornou-se um importante espaço de proteção ou de especulação, apresentando um volume de negociações mais elevado do que aquele verificado no mercado a vista. Para Farhi (2001), o mercado futuro foi, desde o segundo semestre de 1998, o epicentro das tensões e do nervosismo dos mercados financeiros. Este volume de negociações nos mercados futuros foi possível, apesar da convergência de opiniões sobre a depreciação cambial, pois o Banco Central assumiu a ponta oposta dos contratos (ou seja, a ponta vendida), dando proteção ao setor privado e garantindo sua lucratividade. Esta “socialização dos prejuízos” teve ainda como importante instrumento os títulos públicos indexados ao dólar, que significavam a assunção dos riscos cambiais por parte do setor público.

¹¹³ O que significou uma variação de 27,3% entre os dias 18 e 29 de janeiro de 1999.

No dia 1º de fevereiro Francisco Lopes foi demitido da presidência do Banco Central, em meio a escândalos e denúncias. Armínio Fraga assumiu confirmando a opção por um regime de flutuação “suja”, através do anúncio de intervenções cambiais “ocasionais, limitadas e sem aviso prévio”. O sucesso na revisão do acordo com o Fundo Monetário Internacional ainda no mês de março forneceu às autoridades monetárias um arsenal de divisas suficiente para arrefecer a pressão pela depreciação cambial. De janeiro a abril, o Banco Central do Brasil vendeu cerca de U\$ 12 bilhões de dólares, o que representava um terço das reservas cambiais do início do ano¹¹⁴. Portanto, embora tenha deixado o real flutuar, o Banco Central procurou conter o nível da depreciação da moeda, por meio de volumosas vendas de moeda estrangeira no mercado de câmbio. Esta forte intervenção no mercado cambial nos meses que sucederam a implantação do novo regime foi necessária para combater o ambiente de incerteza e minimizar o *overshooting* cambial.

Ficaram claras, desde logo, as diferenças entre as intervenções cambiais ora vistas e aquelas praticadas na vigência do regime anterior. Nos anos precedentes, havia a necessidade de se manter a qualquer custo a âncora cambial, enquanto neste novo regime as ambições eram menores, desejando-se apenas reduzir uma variação cambial excessiva. Até mesmo porque a revisão do acordo com o FMI, que de um lado fornecia às autoridades monetárias divisas passíveis de serem utilizadas para interferir na formação das taxas de câmbio, de outro lado estabelecia limites e critérios para estas intervenções. De acordo com as recomendações do Fundo, elas seriam admissíveis apenas em duas situações: i) para atender às necessidades de financiamento do balanço de pagamentos; e ii) para conter eventuais desordens no mercado cambial (SOUZA, 2005). Mas a maior limitação imposta pelo Memorando de Política Econômica resultante deste acordo foi a declaração de que a partir de março de 1999 o Banco Central do Brasil deixaria de intervir no mercado de futuros de câmbio¹¹⁵. Este tipo de intervenção fora extremamente importante nos meses precedentes e significou uma perda relevante na capacidade das autoridades monetárias de interferirem nos movimentos da taxa de câmbio.

¹¹⁴ US\$ 7,6 bilhões foram vendidos apenas nos primeiros 15 dias do ano.

¹¹⁵ “Desde a crise na Tailândia e, posteriormente, na Coréia, o FMI vinha se preocupando com as operações dos Bancos Centrais nos mercados de derivativos financeiros, devido à sua falta de transparência.” (FARHI, 2001).

A crise cambial foi controlada e, ao contrário do prognóstico de muitos agentes, não se tornou uma crise bancária ou uma crise financeira mais ampla¹¹⁶ e nem produziu uma recessão econômica pronunciada, como ocorrera em outros países que também adotaram um regime de câmbio flutuante em meio a ataques especulativos. Segundo Prates (2002) e Farhi (2001), os principais fatores explicativos deste fenômeno são: a menor abertura financeira da economia brasileira em relação à verificada em outros países emergentes – e.g. Argentina e México -, sobretudo no que diz respeito ao grau de dolarização dos ativos e passivos do sistema bancário; a política restritiva de esterilização dos fluxos de capitais e de aumento dos depósitos compulsórios, que reduzia a liquidez primária da economia; o saneamento do sistema financeiro; a proteção cambial possibilitada por um mercado líquido de derivativos cambiais e pela antecipação da depreciação cambial por parte dos principais agentes privados; e a assunção dos prejuízos pelo setor público. O setor público, inclusive, de acordo com Carneiro (2002), foi o grande perdedor com a crise, já que houve um impacto duplo sobre a dívida pública: de um lado o aumento do endividamento externo junto às instituições multilaterais, para garantir a saída dos capitais de curto prazo; e de outro lado o efeito da depreciação cambial sobre uma dívida fortemente dolarizada, que dava proteção ao setor privado.

Ao longo dos meses seguintes a situação foi se acalmando, com a consolidação do novo arranjo de política macroeconômica, que se compôs, além do regime de flutuação cambial, pela busca por superávits primários e pelo estabelecimento de um regime de metas de inflação. Já a partir do segundo trimestre de 1999 inaugurou-se um período – que se estenderia até o início de 2001 -, no qual o regime cambial brasileiro mais se aproximou do padrão canônico de flutuação livre (SOUZA, 2005). De fato, as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio foram raras e de reduzida magnitude, até mesmo porque o nível das reservas líquidas estava relativamente baixo após as “queimas” de divisas verificadas nos anos precedentes. Foi um período, no entanto, de ausência de grandes turbulências, sobretudo em função de uma abundante oferta de capitais externos, de modo que o comportamento da taxa de câmbio apresentou uma tendência de relativa estabilidade.

¹¹⁶ Ou seja, não se constituiu uma crise gêmea, diferentemente das crises que atingiram outros países emergentes. Para maiores detalhes, ver Prates (2002).

Neste quadro de aparente tranquilidade, foi decretada a Resolução n° 2689, que extinguiu as diferentes modalidades de investimento estrangeiro de portfólio vigentes até então e permitiu que os investidores estrangeiros tivessem acesso às mesmas aplicações disponíveis para os residentes, inclusive ao mercado de derivativos (PRATES, 2006). Alguns meses mais tarde, em 30/08/2000, o Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução n° 2770, retirou 237 normativos que regiam a emissão de títulos de renda fixa no exterior e eliminou a exigência que havia até o momento de uma autorização do BCB para qualquer tipo de captação de recursos. Segundo Freitas & Prates (2001), com estas medidas da gestão Armínio Fraga, o processo de liberalização e desregulamentação da conta financeira, iniciado anos antes, foi finalizado. A ampliação dos espaços disponíveis para a arbitragem internacional, em especial com a permissão do acesso de estrangeiros ao mercado de derivativos, aumentou enormemente a suscetibilidade da economia brasileira aos movimentos dos fluxos internacionais de capitais.

No segundo trimestre de 2001, esta vulnerabilidade ficaria evidente. A conjugação da ruptura na base de sustentação política do governo com a crise energética, o aprofundamento da crise argentina e a recessão norte-americana provocariam uma piora substancial nos rumos da economia brasileira. A crise se expressou na retração dos fluxos de capitais para o país, em simultâneo com um aumento da demanda por *hedge* cambial por parte das empresas com passivos em dólar.

A reação do governo foi tentar conter a elevação da taxa de câmbio, atuando em três frentes principais: a intensificação da emissão de títulos públicos indexados ao dólar, a venda de reservas no mercado de câmbio e uma alta na taxa de juros básica (SOUZA, 2005). Além disso, dada a impossibilidade de atuar no mercado de derivativos cambiais em função do acordo com o FMI, o Banco Central adotou uma nova estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista com o objetivo de reafirmar que continuaria fiel ao regime de flutuação, mesmo vendendo reservas. Assim, a partir de julho daquele ano, o Banco Central venderia (de forma anunciada, para respeitar o princípio da transparência) US\$ 50 milhões por dia. A idéia de vender uma quantidade fixa todos os dias, que deveria ser mantida mesmo em momentos em que o real eventualmente se apreciasse, era reduzir o tamanho da depreciação provocada pela escassez momentânea de financiamento externo, sem tentar, no entanto, estabelecer qualquer meta para a taxa de câmbio. Para Farhi (2001, pág. 75) “Esse

anúncio foi interpretado como uma confissão de impotência da autoridade monetária e serviu de sinal para novas altas da taxa de câmbio”.

Segundo a autora, o ataque especulativo contra o real teve características semelhantes às de bolhas especulativas, nas quais os agentes privados se dispõem a pagar um preço cada vez mais alto por um ativo na esperança de que esta alta de preços persistirá. Neste caso, os ativos em questão eram o dólar ou os títulos a ele indexados. A grande diferença em relação ao ataque verificado no regime de bandas cambiais é que, naquele momento, o ataque especulativo promovia uma fuga de capitais com impacto direto sobre o nível das reservas internacionais do país, já que o Banco Central sempre marcava presença como agente provedor de liquidez, fazedor de mercado e formador de expectativas. Num regime de câmbio flexível, por sua vez, o impacto imediato é sobre a taxa de câmbio. Assim, ao final do primeiro semestre, a taxa de câmbio já havia alcançado um nível 20% superior ao do final do ano anterior e em outubro a depreciação acumulada no ano somava 40% (SOUZA, 2005).

No último trimestre do ano de 2001, uma ação mais firme das autoridades monetárias combinada com a percepção de uma melhoria nos fundamentos econômicos (superávits primário e comercial, aumento dos IDEs, etc.) permitiram o descolamento da situação brasileira em relação à crise argentina e o desinflar da bolha (FARHI, 2001). A taxa de câmbio caiu ligeiramente, mas os efeitos do *overshooting* não foram completamente revertidos, sobretudo no que diz respeito às pressões inflacionárias. Ademais, a depreciação do real fomentou certa desconfiança por parte dos mercados internacionais, que contribuiu para uma redução nos influxos de capitais e uma queda na oferta de divisas no mercado à vista.

O breve período de calma foi, mais uma vez, sucedido por turbulências no setor externo. A partir de maio de 2002, uma nova crise de confiança emergiu, desta vez relacionada ao aumento da aversão internacional ao risco a partir dos escândalos contábeis de grandes corporações norte-americanas, ao colapso argentino e, em menor medida, às incertezas e à especulação provocadas pelo processo eleitoral brasileiro. Como se pode ver a partir do gráfico 6, a crise cambial foi ainda mais intensa do que em 2001. O risco-país chegou a incríveis 2400 pontos no final de setembro, provocando uma abrupta interrupção dos fluxos de capitais para o Brasil (SOUZA, 2005).

As armas utilizadas pelo governo foram as mesmas da crise anterior. Talvez a diferença tenha sido a proporção, já que a crise de fato colocava em xeque o regime macroeconômico brasileiro vigente desde 1999, justamente num ano eleitoral. Assim, as taxas de juros foram elevadas para um patamar de 25% ao ano (gráfico 18) e houve forte “queima” de divisas¹¹⁷. Além disso, um novo acordo com o FMI foi estabelecido, negociando-se a redução do piso líquido das reservas de US\$ 15 bilhões para US\$ 5 bilhões, com o intuito de aumentar o poder de intervenção do Banco Central no mercado cambial. O grande esforço do governo para deter a escalada cambial, segundo Souza (2005), estava associado ao medo de a inflação sair do controle em meio ao eventual desmoronamento do regime de metas.

Toda essa situação, no entanto, contrasta fortemente com as promessas do regime estabelecido no Brasil. Uma das vantagens esperadas com a adoção do câmbio flutuante é a menor propensão a ataques especulativos, já que o próprio mercado se auto-regularia e reconduziria a taxa de câmbio a seu patamar de equilíbrio (conforme argumentado no capítulo II). A economia brasileira, porém, sofreu dois ataques especulativos (2001 e 2002) ao longo do período de vigência do câmbio flutuante (gráfico 6) e, ao contrário do esperado pela teoria ortodoxa, não houve um retorno rápido às taxas originais. A vulnerabilidade da economia brasileira persistiu, e talvez tenha até sido acentuada pela continuidade do movimento de abertura e desregulamentação financeira e pela reversão do ciclo de liquidez internacional. O papel do câmbio flutuante na absorção de choques, portanto, não se revelou efetivo.

A ação dos especuladores é, em geral, pró-cíclica, não havendo a hipotética “especulação estabilizadora” proposta por Friedman (1953). Ao invés disso, o receio dos agentes é de que o movimento de depreciação – ou apreciação – continue, o que os leva a um “comportamento de manada” que amplifica o *overshooting*. Nos países emergentes esse movimento é ainda mais intenso, dada a inconversibilidade de suas moedas e a conseqüente instabilidade dos fluxos de capitais que recebem.

¹¹⁷ Em termos absolutos, a venda de reservas de 1998 foi muito maior do que a verificada neste momento. No ano de 2002, no entanto, esta queima de divisas foi significativa em termos proporcionais, já que o nível de reservas estava relativamente baixo. As vendas de divisas no segundo semestre deste ano chegaram a US\$ 8 bilhões, equivalentes a 30% das reservas líquidas disponíveis.

Esta dinâmica é particularmente preocupante no Brasil em função do elevado *pass-through*, que transmite aos preços parte importante da variação cambial. Isto se explica, sobretudo, pelo caráter oligopolizado de importantes setores produtivos, da relevância das importações para a economia e do grau de indexação de alguns setores. Segundo Souza (2005), na depreciação cambial de 1999, o *pass-through* fora baixo, em função da sobreapreciação prévia; no ano de 2002, porém, este índice de transmissão da variação cambial para os preços chegou à incrível marca de 17%, contra uma média histórica – já alta – em torno de 7%. Como se não bastasse, esse *pass-through* se mostra extremamente assimétrico no Brasil, fazendo com que a queda de preços em um momento de apreciação cambial não seja proporcional a sua elevação quando do aumento da taxa de câmbio¹¹⁸. Assim, ainda que a taxa de câmbio flutuasse em torno de um ponto de equilíbrio, como sugere a teoria convencional, os efeitos desta variação não seriam desprezíveis para a economia, sobretudo do ponto de vista da inflação.

Esta dinâmica faz com que o regime de metas de inflação no Brasil não funcione conforme o esperado, principalmente, no que diz respeito ao insulamento da política monetária. Segundo a teoria que embasa o “regime do tripé”, a política monetária deveria estar a serviço do controle da inflação, sem qualquer preocupação com a taxa de câmbio que, sendo flexível, seria a variável de ajuste do balanço de pagamentos. Dado o elevado *pass-through*, no entanto, o controle da inflação não pode prescindir de uma atenção especial com a taxa de câmbio.

Outro aspecto do mal funcionamento do regime de metas de inflação no Brasil diz respeito à distorção de preços relativos (cf. FARHI, 2003). Para combater uma inflação que nitidamente não era de demanda, o Banco Central elevou as taxas de juros a níveis assombrosos, de forma a conter a escalada dos preços. Entretanto, além dos setores de bens comercializáveis, que têm seus preços determinados exogenamente, os setores de bens administrados também possuem preços que são em grande medida atrelados aos movimentos da taxa de câmbio, já que os acordos firmados com grande parte das empresas prestadoras de serviços no momento das privatizações indexaram a variação de seus preços ao Índice Geral de Preços (IGP-M), da FVG. Este índice é composto da seguinte maneira: 60% Índice de Preços ao Atacado (IPA), 30% Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e 10%

¹¹⁸ Para maiores detalhes, ver Pereira & Ferreira (2003).

Índice de Preços à Construção Civil (IPCC). Tendo em vista que os preços no atacado são fortemente influenciados pelo dólar, percebe-se que o IGP-M também o é, transmitindo aos preços administrados um percentual bastante elevado das variações cambiais. Desta forma, os únicos preços que respondem à queda na demanda promovida pelo caráter contracionista da política monetária são os preços dos bens não-comercializáveis que, desta forma, caem acentuadamente em termos relativos, promovendo um rearranjo na alocação de recursos da economia (gráfico 10).

A depreciação cambial, como já apontado acima, tem também um efeito extremamente negativo sobre as contas públicas. Apesar de todo o esforço fiscal realizado pelo governo a partir do ajuste de 1998 e da obtenção de superávits primários desde então, a dívida pública cresceu enormemente no período 1998-2002 e, em especial, a parcela desta dívida que é indexada ao dólar. Este crescimento teve como principal causa as altas da taxa de câmbio verificadas em 2001 e 2002 e o conseqüente aumento da demanda por títulos cambiais. Neste biênio, segundo Souza (2005), a elevação da taxa de câmbio foi responsável – por si só - por um acréscimo na dívida pública de 12,5 pontos percentuais do PIB. Além disso, a forte elevação das taxas de juros, com o intuito de combater a depreciação cambial, revelou-se um elemento adicional de contribuição à explosão da dívida pública.

Um outro ponto importante refere-se à tendência de extrema volatilidade apresentada pela taxa de câmbio brasileira neste contexto de liquidez internacional restrita (gráfico 11). Desde a adoção do regime de flutuação, em 1999, podem se notar variações bastante elevadas da paridade real/dólar seja no curto prazo (dia-a-dia), seja no longo (oscilações no patamar do câmbio de um ano para outro). Esta volatilidade, que tem como uma de suas principais causas a vulnerabilidade da economia brasileira aos movimentos de entrada e saída de capitais pela arbitragem internacional, é extremamente prejudicial ao cálculo econômico capitalista e, portanto, ao setor produtivo nacional. Tanto os setores industriais, como o agropecuário, perdem o estímulo à produção diante da impossibilidade de determinarem um horizonte expectacional confiável. Ademais – como discutido acima -, esta volatilidade cambial, em um regime de metas de inflação, gera também uma

variabilidade bastante alta nas taxas de juros domésticas, contribuindo para a “paralisia” do investimento produtivo¹¹⁹.

Dessa forma, a volatilidade do mercado financeiro é transmitida à economia real – via câmbio e juros –, determinando um padrão de crescimento extremamente oscilante, conhecido como de *stop and go* (FARHI, 2006). Uma vez esgotado o *boom* de consumo e investimento do biênio 1994-95, promovido pela estabilidade de preços, a economia brasileira não voltou a crescer dois anos seguidos a mais de 3% a.a. (gráfico 12). Quando se compara estes valores com as taxas de crescimento dos demais países periféricos a mediocridade fica ainda mais evidente¹²⁰.

Ao fim de toda esta análise, fica nítido que a livre flutuação cambial tem um caráter de exceção na história econômica brasileira, podendo ser identificada apenas durante alguns poucos meses e num contexto de abundância de liquidez. Na reversão do ciclo, prevaleceu o “medo [justificado] de flutuar” (SOUZA, 2005). O segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso coincidiu com um momento de liquidez restrita em âmbito internacional. Biancareli (2006) mostra que a média anual de fluxos líquidos de capital privado cai quase pela metade na comparação do período 1998-2002 com o período 1994-1997. Neste ínterim, a volatilidade da taxa de câmbio brasileira foi excessiva, com impactos extremamente nefastos sobre a economia brasileira, tanto na esfera financeira, quanto na produtiva.

III.4 A “armadilha cambial”: a evolução do regime cambial brasileiro durante o Governo Lula (2003-2006)

Ao final de 2002, portanto, a economia brasileira vivia um momento de profundas incertezas. A taxa de câmbio atingira patamares inéditos e a inflação se acelerava. O novo governo brasileiro, empossado em janeiro de 2003, reiterou a opção de seu antecessor no que se refere aos regimes monetário, cambial e fiscal. Assim, desde o início, o Governo Lula optou por manter o regime de flutuação cambial e de metas de inflação, com um aperto fiscal ainda maior, visando resgatar a credibilidade na política monetária. Dados os temores em relação ao governo de um partido pretensamente de esquerda, o

¹¹⁹ Sobre a relação câmbio-juros, ver Sicsú (2002).

¹²⁰ Para uma comparação das performances econômicas dos países emergentes no período recente, ver Biancareli (2006).

conservadorismo na política econômica foi, em muitos aspectos, maior do que aquele verificado no período FHC, de modo a conquistar a tão aludida “confiança dos mercados”. Alguns exemplos disso são o aumento do superávit primário (de 3,75 para 4,25% do PIB) e a busca incondicional pelo cumprimento das metas de inflação, mesmo que num contexto de choques externos (alta dos preços das *commodities*)¹²¹.

A marca da gestão cambial no início do governo Lula (primeiro ano de mandato) foi um grau bem menor de intervenção no mercado de câmbio. Nesse sentido, um compromisso fiel com um sistema de livre flutuação parecia ter sido assumido¹²². Após um período inicial de *stress* no mercado cambial, provocado pelas expectativas em torno da transição de governo, a taxa de câmbio caiu para um patamar de 2,9 R\$/US\$ e se manteve relativamente estável até o segundo trimestre de 2004 (gráfico 6).

Além da redução dos temores do mercado em relação a uma possível guinada heterodoxa do Governo Lula, esta estabilidade cambial se explica pela emergência, a partir de 2003, de uma nova fase de alta do ciclo internacional de liquidez. A frouxidão das políticas monetárias japonesa e européia, a permanência das *FED funds rates* em um patamar historicamente baixo durante um longo período, a resistência das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos a subirem apesar da elevação das taxas de curto prazo¹²³ e a ausência de crises financeiras globais criaram no período 2003-2006 um ambiente externo de abundância de liquidez. Biancareli (2006) mostra claramente as possibilidades abertas por este novo ciclo no que diz respeito às facilidades de financiamento externo para os países emergentes: há uma queda violenta nos prêmios de risco destes países, um aumento expressivo no volume negociado nos mercados secundários de títulos emitidos por emergentes, um grande aumento nas aplicações de estrangeiros em seus mercados de ações domésticos e verifica-se até mesmo a emissão de títulos denominados em moeda local nos mercados internacionais.

Neste cenário internacional benigno, iniciou-se, em meados de 2004, uma fase prolongada de apreciação da taxa de câmbio brasileira, que prosseguiu até o fim do primeiro mandato de Lula. Apesar da evidência do ciclo, não há consenso sobre as causas

¹²¹ Segundo Farhi (2006), a gestão Armínio Fraga era muito mais tolerante em relação a pressões inflacionárias geradas por choques externos do que a gestão Henrique Meirelles.

¹²² Nos anos seguintes, porém, o grau de intervenção aumentaria, como será visto adiante.

¹²³ Fenômeno que se tornou conhecido como *conundrum*.

da apreciação cambial, já que o influxo líquido de divisas não foi suficientemente grande para explicar todo o movimento da taxa câmbio. Deste modo, a questão que se coloca de forma central na análise do setor externo e, em especial, da evolução da taxa de câmbio e da gestão cambial nesse período refere-se, justamente, às causas da longa e persistente apreciação do real e o papel que as autoridades monetárias vêm desempenhando no que tange a esse fenômeno.

A explicação oficial, liderada pelo Banco Central, é a de que houve uma alteração estrutural dos termos de troca, provocada pelo aumento do preço das *commodities*. Este aumento estaria permitindo superávits cada vez maiores na balança comercial brasileira, gerando nos últimos três anos uma tendência de apreciação cambial. Soma-se a isso a redução do endividamento em dólares das empresas e a manutenção de um significativo ingresso de investimentos diretos – menos sensíveis à conjuntura – que estariam contribuindo para apreciar ainda mais a taxa de câmbio. Segundo esta perspectiva, o papel do capital especulativo seria coadjuvante, já que o influxo líquido de divisas resultante das operações com capitais de curto prazo foi de fato pequeno.

Autores críticos, no entanto, argumentam que grande parte deste superávit comercial, comemorado como permanente, se deve a uma bolha de preço das *commodities* primárias e de produtos de baixa densidade tecnológica (áreas em que se concentram as exportações brasileiras) e a um ciclo de aquecimento do comércio mundial, de caráter mais conjuntural¹²⁴. Na verdade, a tão propalada melhora estrutural dos termos de troca foi muito menos intensa do que a apreciação cambial. Conforme indica o gráfico 13, embora a relação entre os preços das exportações e importações tenha se recuperado bastante no último ano, sua evolução ainda é significativamente menor do que a apreciação cambial; entre outubro de 2004 – quando se inicia uma melhora ininterrupta do índice de termos de troca – e dezembro de 2006, a variação deste índice é de 16%, contra uma variação cambial de -26%¹²⁵. Assim, a melhora conjuntural das contas externas do Brasil é fruto da interação de um conjunto de fatores: fraco desempenho da economia doméstica (baixa absorção interna), mudança na estratégia das empresas em função da depreciação cambial dos anos precedentes (no que diz respeito ao mercado de destino de sua produção), extraordinário

¹²⁴ Ou seja, o chamado “choque externo benigno” (PRATES, 2006).

¹²⁵ Utiliza-se aqui o Índice de Termos de Troca da Funcex.

crescimento do comércio internacional, elevação dos preços das *commodities* e condições relativamente estáveis de liquidez internacional.

Além disso, um outro argumento ressalta o lado da arbitragem internacional na valorização da taxa de câmbio, fruto da maior taxa real de juros básica do mundo. Farhi (2006) sugere que, em um contexto de abundante liquidez internacional, o diferencial entre a taxa de juros brasileira e aquelas vigentes no restante do mundo provoca um movimento de arbitragem que, ainda que não signifique um fluxo real (físico) de divisas para o país, tem atingido o mercado de derivativos de forma crescente, gerando um impacto na taxa de câmbio futura e, num segundo momento, também na taxa a vista. Nesta mesma linha, Frenkel & Taylor (2006, pág. 6) advertem que nos países de renda média “*a more or less floating rate is determined in spot and future asset markets: in effect, the spot rate floats against its ‘expected’ future values*”¹²⁶.

O mecanismo por trás do processo recente de apreciação cambial guarda esse componente de profecia auto-realizável, fruto da convenção por boa parte dos agentes estrangeiros expressa na venda de posição futura em dólar e compra no presente de posição em juros¹²⁷. Essa operação de arbitragem contrapõe a taxa de juros vigente num período determinado a uma expectativa de variação da taxa de câmbio. Ou seja, o predomínio das posições vendidas de câmbio, para o futuro, contribuiu decisivamente para a queda da cotação futura do dólar ante o real. O desconto dessa taxa de câmbio à taxa corrente de juros deprimiu ainda mais a cotação do real à vista. Toda essa operação só foi possível pela conjuntura formada por juros extremamente altos, redução do risco-país e melhora progressiva da conta corrente, num contexto de elevada liquidez internacional (CARNEIRO, 2006; FARHI, 2006).

A lentidão na queda das taxas de juros deixou transparecer, ao longo destes anos, um desejo de apreciação cambial por parte do Banco Central, revelando que o foco da política cambial foi, neste momento, o combate à inflação – resultado não previsto pelo modelo adotado no Brasil. Ou seja, houve uma estratégia implícita de, nas condições de liquidez internacional altamente favoráveis, deixar que ocorresse uma apreciação cambial

¹²⁶ A ocorrência desta dinâmica depende, evidentemente, do grau de desenvolvimento do mercado de derivativos no país em questão.

¹²⁷ Como visto na seção anterior, as aplicações de investidores estrangeiros no mercado de derivativos, permitida no ano de 2000, representou um espaço adicional para as operações de arbitragem internacional.

muito significativa (37,5% em termos nominais, de janeiro de 2003 a dezembro de 2006), e essa apreciação cambial foi usada como mecanismo de combate à inflação. O que se percebe é que a política monetária brasileira tem hoje centrado sua estratégia de controle da inflação na manutenção de uma taxa de câmbio apreciada, através das elevadíssimas taxas de juros praticadas pelo Banco Central. Desta maneira, a taxa de câmbio perde seu caráter de variável de equilíbrio do balanço de pagamentos para, então, tornar-se uma variável central nos ajustes do regime de metas de inflação¹²⁸. Rojas-Soarez (2004) sugere que a adoção conjunta de metas de inflação e de um regime de flutuação cambial deve abrir precedentes para que as autoridades monetárias intervenham na formação da taxa de câmbio se uma drástica alteração de seu patamar for considerada conflitante com as metas buscadas para a inflação. Assume-se, portanto, que o Banco Central pode tomar medidas *reativas* para impedir – via taxa de juros ou venda de divisas – alterações excessivas na taxa de câmbio. O que o Banco Central brasileiro fez, porém, foi determinar *ativamente* a apreciação cambial¹²⁹, através do diferencial de juros.

Se é verdade que a volatilidade cambial brasileira foi reduzida no Governo Lula, como mostra o gráfico 11, é também notório que o movimento de queda da taxa de câmbio desde meados de 2004, ainda que seja suave de um mês para outro, gerou esta apreciação cambial excessiva, tratada acima, e que já tem surtido efeitos negativos sobre diversos setores da economia brasileira. Sobre os exportadores, a consequência é uma queda na rentabilidade das exportações que, apesar de ter sido contrarrestada em alguns momentos – e em alguns setores – pela alta dos preços das *commodities*, somou 27,4% na comparação entre o início e o fim do primeiro mandato de Lula¹³⁰ (ver gráfico 17). O resultado, desde fevereiro de 2005, é a progressiva redução da taxa de crescimento das exportações, como pode ser visto no gráfico 14¹³¹. Nos setores com alto componente importado e com preços definidos no mercado internacional (e.g. alguns setores agrícolas), ocorre um fenômeno igualmente prejudicial, já que o contínuo movimento para baixo das taxas de câmbio faz

¹²⁸ “A subordinação da taxa de juros à taxa de câmbio foi demonstrada à saciedade nos últimos dois anos no Brasil, quando foi recorrentemente utilizada para amenizar choques de preços de oferta.” (CARNEIRO, 2006, pág. 18).

¹²⁹ Ou pelo menos a magnitude desta apreciação.

¹³⁰ Comparação entre as médias móveis (12 meses) de dezembro de 2006 contra janeiro de 2003.

¹³¹ É importante notar que desde abril de 2006 as importações têm crescido a uma taxa superior à das exportações, como mostra o gráfico 14.

com que a venda dos bens seja feita a uma taxa de câmbio inferior à taxa de compra de seus insumos, implicando perdas aos produtores.

Em alguns setores industriais, a apreciação cambial gerou uma “janela de oportunidade” para a compra de bens de capital, como apontado por Amitrano (2005). Todavia, nos setores voltados para o mercado internacional ou que enfrentam a concorrência externa, o baixo patamar da taxa de câmbio tem sido nefasto. Prates (2006) percebe, ainda, que a apreciação cambial tem promovido no Brasil um aumento do investimento doméstico no exterior e uma realocação dos investimentos de empresas exportadoras em direção a outros países, onde os ativos são relativamente mais baratos e a relação câmbio/salário é mais lucrativa.

Portanto, qualquer que seja a explicação para o movimento verificado de apreciação cambial, o importante é perceber que, uma vez tendo havido o *overshooting* de 2002, o não retorno da taxa de câmbio ao patamar original talvez fosse interessante à economia brasileira. À semelhança do que fizeram alguns países asiáticos¹³², o governo poderia ter se aproveitado da situação para manter a paridade cambial em um nível competitivo. Até porque o “preço” da depreciação já havia sido pago, a saber, o aumento da inflação e a corrosão dos salários reais (o gráfico 15 mostra que no segundo mandato FHC – janeiro de 1999 a dezembro de 2002 – a queda dos rendimentos reais médios dos assalariados da Região Metropolitana de São Paulo chegou a incríveis 28%¹³³). A queda da taxa de câmbio, porém, conforme discutido acima, não foi capaz de promover uma recuperação das perdas do movimento de alta.

Cabe aí uma importante distinção entre os efeitos de um *processo* de depreciação cambial e de uma taxa de câmbio depreciada. O processo de depreciação tem, em geral, um forte caráter contracionista nos países emergentes, já que eleva a dívida dolarizada, gera corrosão de salários reais (pelo aumento da inflação), aumenta as incertezas da economia (gerando certa paralisia nos investimentos), estimula o aumento das taxas de juros, etc. Entretanto, uma vez que este processo se interrompe e a taxa de câmbio se estabiliza num patamar depreciado, verifica-se um viés expansionista, sobretudo pelo aumento da

¹³² Sobre algumas das experiências asiáticas, ver Hernández e Montiel (2001), Johnson (2006), Noland (2005).

¹³³ Não existe uma série de rendimentos da Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE para todo o período desejado, já que a pesquisa foi modificada no ano de 2002. Por isso optou-se aqui pelo uso dos dados do Dieese, que abarcam todo o período analisado.

competitividade do setor produtivo interno, que estimula as exportações e a substituição de importações¹³⁴. O Governo Lula, segundo Prates (2006), aproveitou-se dos benefícios de um patamar depreciado da taxa de câmbio, herdado do período FHC, sem arcar com o preço do processo de depreciação que, por ser mais imediato, recaiu sobre a economia brasileira ainda no mandato anterior¹³⁵.

É bem verdade que o Banco Central vem executando desde 2004 e principalmente em 2005 e 2006, massivas compras de divisas no mercado cambial. De acordo com Prates (2007) o governo brasileiro tem se aproveitado destes anos de abundante liquidez internacional para efetuar expressivas compras de dólar, com os intuitos básicos de pagar a dívida externa e de recompor reservas. Conjuntamente, Tesouro e Banco Central adquiriram, ao longo destes três anos, US\$ 90 bilhões, como mostra o gráfico 16. Esta constatação corrobora a tese de que não foi a entrada de capitais que gerou a apreciação cambial, já que esta oferta de divisas deparou-se com uma demanda (oficial).

Estas intervenções cambiais para o acúmulo de reservas, no entanto, não são uma peculiaridade dos anos recentes. Cunha *et alli* (2007) observam que ao longo de toda a vigência do regime de flutuação cambial no Brasil, as autoridades monetárias mantiveram, à semelhança do verificado no modelo de taxas de câmbio administradas, uma significativa compra de reservas – sempre que a conjuntura internacional o permitiu. Garófalo (2005) recorda que a Lei de Responsabilidade Fiscal, decretada em 2002, determinou que o Banco Central perderia a capacidade de emissão de Letras do BC, justamente o título mais utilizado no financiamento da compra de dólares. Segundo o autor “[o] poder de intervenção do Banco Central, por meio de compras, reduziu-se drasticamente”.

A despeito de tudo isso, as análises revelam que o comportamento das autoridades monetárias em relação ao acúmulo de reservas não teve grandes alterações ao longo do período estudado (1994-2006). O que mudou de um regime para o outro foram os objetivos por trás desta estratégia: se na vigência das bandas cambiais as reservas internacionais eram imprescindíveis para o controle da taxa de câmbio, no regime de flutuação verifica-se a busca pela composição de uma “reserva precaucional”, que antecipa eventuais flutuações

¹³⁴ Para maiores detalhes sobre o papel da taxa de câmbio no crescimento econômico, ver Frenkel (2006).

¹³⁵ Está subjacente aí a idéia de que nos mercados de ativos os efeitos são mais imediatos do que nos mercados de bens, nos quais se verifica um *lag* entre, por exemplo, a elevação da taxa de câmbio e o aumento das exportações.

da economia internacional. Percebe-se, portanto, que outra pretensa vantagem do regime de flutuação cambial, a saber, a ausência da necessidade de reservas cambiais, não se verifica em países de moeda inconvertível. Isso ocorre, pois o acesso restrito ao crédito internacional e o temor da escassez de divisas criam nos países em questão esta “demanda precaucional de reservas internacionais” (CUNHA *et alli*, 2007). Os intuitos básicos são a redução do risco soberano e a minimização dos efeitos de uma crise financeira internacional de “fuga para a qualidade”. Dado o elevado patamar das taxas de juros brasileiras, contudo, estas reservas têm um altíssimo custo quasi-fiscal, com grande impacto sobre as contas públicas¹³⁶.

Mais adiante, com as mudanças na direção do Ministério da Fazenda, passou-se a buscar formas alternativas de enfrentar a apreciação da taxa de câmbio. No intuito de preservar a credibilidade no sistema de câmbio flexível, porém, as medidas adotadas foram no sentido da continuidade da desregulamentação do mercado cambial, com vistas à redução da oferta de divisas. Foi adotada pelo Conselho Monetário Nacional, no ano de 2005, uma medida que flexibilizou a cobertura cambial às exportações, permitindo que 30% das divisas obtidas pelos exportadores com as vendas externas possam ser utilizadas para operações de compra de insumos no exterior sem sua prévia internalização; para o restante das receitas, foi alargado o prazo para a internalização (210 dias após a realização da exportação, sendo que anteriormente este prazo era de 20 dias após o recebimento do pagamento, não podendo exceder 180 dias da data da exportação)¹³⁷. Com estas medidas, a economia brasileira está ainda mais vulnerável e exposta aos riscos de inversão do comportamento dos fluxos de capital internacional. Esta maior exposição deve-se ao fato de que os dólares gerados pelas exportações passam a se subordinar à mesma lógica especulativa que comanda os fluxos de capitais, ou seja, o diferencial de juros interno e

¹³⁶ Não se pretende aqui questionar a importância das reservas internacionais. No atual contexto de fluxos de capitais bastante volumosos e voláteis, entende-se que o acúmulo de reservas é um instrumento extremamente importante para um país de moeda inconvertível que almeja um mínimo de estabilidade econômica. O ponto aqui destacado refere-se à falsidade do argumento dos defensores da livre flutuação cambial de que neste regime não seria necessário o acúmulo de reservas internacionais.

¹³⁷ “A dilatação do prazo de cobertura cambial e a sua desvinculação do prazo de recebimento das receitas em dólares não são medidas que visam à *consolidação de posição já conquistada*, elas vão além. Estas são medidas de sentido liberalizante, ou seja, são medidas que *conquistam novas áreas* e poderão alterar profundamente o funcionamento da economia brasileira. De fato, o que foi aprovado pelo CMN foi a flexibilização da cobertura cambial.” (SICSÚ, 2006, pág. 369).

externo, a expectativa de valorização do câmbio e o risco soberano¹³⁸. Segundo Sicsú (2006, pág. 370) “a tarefa de estabilizar o câmbio é deixada aos movimentos de capitais especulativos, comandados por financistas e a partir de agora também por exportadores”. O governo trata o estado atual – de abundância de liquidez – como se esta fosse a regra, parecendo não perceber que, a despeito da melhora dos “fundamentos macroeconômicos”, a fase de baixa do ciclo implicará uma diminuição na oferta de divisas.

A medida acima descrita, de ampliação da conversibilidade da conta corrente, não foi isolada, ocorrendo em paralelo a novas rodadas de ampliação da abertura financeira da economia brasileira, que foram intensificadas durante o governo Lula. A Resolução BACEN n° 3.265, de março de 2005, que unificou os mercados de câmbio livre e flutuante e eliminou as contas CC5, reduziu acentuadamente os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior. Os incentivos fiscais concedidos no início de 2006 para os investidores estrangeiros de títulos brasileiros (MP n° 281) ensejaram um aumento rápido e intenso da participação relativa dos estrangeiros na aquisição de títulos públicos nacionais. Estas medidas, somadas à flexibilização da cobertura cambial, descrita acima, aumentaram o grau já elevado de abertura da economia brasileira, reduzindo ainda mais o espaço de manobra da política cambial. Carneiro (2006c) chama atenção para o fato de que as medidas adotadas ampliam tanto a oferta quanto a demanda de divisas. Donde se conclui que, nas fases de bonança, a tendência à apreciação cambial será elevada; nas fases de reversão dos ciclos, por sua vez, a pressão para a depreciação será intensa. Nota-se, destarte, uma clara contribuição ao aumento do potencial de volatilidade da taxa de câmbio brasileira. Volatilidade esta que, aumentando as incertezas com relação ao futuro e dificultando o cálculo econômico é, sem nenhuma dúvida, um grande entrave ao investimento produtivo no Brasil. Segundo Prates (2006), este efeito deletério atua especialmente sobre os setores mais intensivos em tecnologia e de maior dinamismo no comércio internacional, já que são justamente os setores em que o país não tem vantagens comparativas estruturais.

¹³⁸ Mesmo economistas como Gustavo Franco (1999) argumentam dessa mesma forma. Segundo ele, “no Brasil, os exportadores são obrigados a fechar câmbio, ou seja, a vender a moeda estrangeira ao BC ou a quem ele autorize (vale dizer, no mercado de câmbio doméstico) e isso, volta e meia, aparece como um dispositivo a ser repensado. Não acho que faça sentido abrir mão dessa regra, sem a qual o exportador poderia manter a moeda estrangeira no exterior, e com isso, combinar uma exportação com uma ‘fuga’ de capital”.

Pode-se dizer, portanto, que a economia brasileira assentou-se sobre uma “armadilha cambial”¹³⁹, já que, com a reversão do ciclo de liquidez e com o desaquecimento do comércio global¹⁴⁰, a escassez de divisas gerará grande pressão sobre a taxa de câmbio. O processo de depreciação possivelmente trará consigo, mais uma vez, uma forte pressão sobre a inflação, elevação dos juros e recessão econômica, de modo que a novela do *stop and go* viverá mais um de seus capítulos na triste história econômica recente do Brasil. Um cenário alternativo seria aquele de continuidade das condições externas favoráveis. Neste caso, a pergunta que se coloca é: o Brasil vai abrir mão de uma estrutura industrial mais complexa, admitindo uma ampliação do peso do setor de *commodities* de base agrícola e mineral na estrutura produtiva? Em outras palavras, seria aceitável o processo de especialização regressiva da economia brasileira? Os perigos da reprimarização sobre a vulnerabilidade externa de economias como a brasileira são bem claros, sobretudo pelos ensinamentos da CEPAL desde o final dos anos 1940.

III.5 Considerações finais

A análise da experiência brasileira recente deixa claro que não há panacéia na questão dos regimes cambiais para países emergentes. Desde 1994, quando da implementação do Plano Real, a economia brasileira adotou maneiras diversas de se lidar com a taxa de câmbio e, em todos os momentos, os entraves ficaram patentes. Na vigência de uma taxa de câmbio administrada, os grandes problemas foram o custo fiscal do acúmulo de reservas; a necessidade de uma política monetária extremamente restritiva e com efeitos negativos sobre o desempenho econômico; a tendência a uma apreciação da taxa real de câmbio, promovendo déficits comerciais significativos; o enfrentamento de ataques especulativos contra a paridade.

Com um regime de flutuação cambial, a taxa de câmbio brasileira apresentou, na maior parte do tempo, uma volatilidade acentuada, exercendo pressão sobre a inflação, alterando preços relativos, desestimulando o investimento produtivo e criando o risco de descasamentos monetários (*currency mismatches*). Além disso, a taxa de câmbio mostrou uma extrema suscetibilidade a choques externos e a ataques especulativos, ao contrário do

¹³⁹ Farhi (2006).

¹⁴⁰ Que não são pouco prováveis nos casos de continuidade da subida das taxas de juros estadunidenses ou da redução das taxas de crescimento da economia chinesa.

que supõe a teoria convencional para o caso de regimes de flutuação. Nota-se, portanto, que com a abertura financeira, a economia brasileira está fortemente subordinada aos movimentos dos ciclos de liquidez internacional. Sobretudo porque, no atual contexto, a trajetória do balanço de pagamentos aumentou seu grau de vinculação à dinâmica dos fluxos de capitais, em detrimento dos fluxos comerciais. A dinâmica destes fluxos, que é extremamente instável em países de moeda inconvertível, tem impacto imediato sobre as taxas de câmbio. E estas oscilações da taxa de câmbio, seja diretamente, seja mediadas pelo comportamento das taxas de juros, afetam toda a atividade econômica.

Por maiores que tenham sido as mudanças no regime cambial brasileiro ao longo deste passado recente, o país encontra-se hoje novamente assentado sobre uma “armadilha cambial” que guarda algumas semelhanças em relação à vivida ao fim do primeiro mandato de FHC¹⁴¹. A inflação está estável em função de uma taxa de câmbio que não exerce pressões altistas, dado o contexto internacional benigno e as elevadas taxas de juros brasileiras¹⁴². Na reversão do ciclo de liquidez, porém, uma política monetária, por mais restritiva que for, não será capaz de manter os capitais de curto prazo no país e uma fuga de capital será inevitável, gerando nova depreciação cambial, com novo impacto sobre a inflação, etc.

Portanto, o tão almejado desenvolvimento econômico impulsionado pela volta do crescimento só poderá ter êxito se as autoridades monetárias reconhecerem que a economia do país está presa numa armadilha dupla, que envolve taxa de juros e de câmbio e decidirem inverter o processo perverso da atual equação macroeconômica ancorada em altas taxas de juros e numa taxa de câmbio sobreapreciada.

¹⁴¹ Apesar do volume de reservas internacionais ser hoje bastante superior ao observado àquela época.

¹⁴² Ainda as maiores do mundo em termos reais.

Conclusão

As análises realizadas revelam que a escolha de um regime cambial depende das decisões internas de um país, mas também do contexto internacional vigente. O fim do sistema de Bretton Woods alterou completamente a maneira pela qual os diferentes países devem lidar com suas taxas de câmbio. Se a estabilidade cambial era, até o início da década de 1970, resultante do próprio funcionamento do sistema monetário internacional, a partir de então ela passa a ser buscada por cada país isoladamente.

A globalização financeira se caracteriza basicamente por dois aspectos: no plano doméstico, pela liberalização financeira e, no plano externo, pela integração dos mercados financeiros e monetários nacionais com os estrangeiros. Esta nova fase do capitalismo cria uma dinâmica em que fica patente a supremacia da lógica financeira de valorização do capital sobre a produtiva. Neste ínterim, os mercados cambiais adquirem um tamanho e uma centralidade inéditos, que se explicam pelo aumento das transações internacionais, resultante das aberturas comercial e financeira, mas também pela “descoberta”, nos mercados cambiais, de um espaço de valorização do capital que ficava de certa forma obstruído no regime de taxas de câmbio fixas. Segundo Chesnais (1999) há uma financeirização das taxas de câmbio e os mercados cambiais tornam-se o “epicentro da nova economia financeirizada”, já que se caracterizam crescentemente como um lócus de realização de atividades financeiras extremamente rentáveis, nas quais os ganhos financeiros são puros e imediatos. Portanto, além de volumosos e centrais, os mercados cambiais tornam-se um espaço de intensa atividade especulativa, ampliando ainda mais a volatilidade potencial das taxas de câmbio.

Nos países emergentes, como visto, a gestão da taxa de câmbio se torna ainda mais problemática. Em um sistema monetário internacional extremamente hierarquizado, como o atual, e num contexto de ampliação da mobilidade de capitais, os países de moeda inconvertível se vêem à mercê de fluxos de capitais bastante volumosos e especialmente voláteis. Diante da constatação de que o balanço de pagamentos vem se tornando crescentemente subordinado à dinâmica destes movimentos de capitais, percebe-se que sua volatilidade exerce enorme pressão sobre a taxa de câmbio. A instabilidade cambial resultante tem efeitos extremamente deletérios sobre qualquer economia nacional e, principalmente, sobre economias emergentes.

Chega-se, destarte, a duas conclusões sobre a instabilidade cambial nos países emergentes:

i) O potencial de variabilidade da taxa de câmbio destes países é muito maior do que nos países desenvolvidos. A principal razão para isso é a dinâmica instável dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países periféricos, em função do caráter de inconversibilidade de suas moedas.

ii) As variações da taxa de câmbio têm, nestes países, um efeito negativo sobre suas economias que é muito maior do que aquele verificado nos países centrais. As causas disso são diversas, mas vale destacar o risco de *currency mismatches*, o elevado *pass-through* e a ausência ou precariedade dos mecanismos de *hedge*.

A rígida fixação de uma taxa de câmbio, entretanto, apresenta também conseqüências bastante negativas sobre a economia nacional. Em especial, porque subordina a política monetária à busca incondicional da manutenção da paridade prevista. Por isso, entende-se aqui que, num ambiente internacional intrinsecamente instável, como o atual, as autoridades monetárias devem ter autonomia para promoverem as adaptações necessárias aos diferentes momentos dos ciclos internacionais de liquidez.

A lógica intrínseca dos fluxos de capital financeiro é a sua rápida valorização, principalmente através do mecanismo de arbitragem internacional. A característica básica da nova fase da economia mundial é a integração e a liberalização dos diferentes tipos de mercados, bem como o estímulo à livre mobilidade dos fluxos de capitais. Desta forma, a inserção econômica rápida e desregrada na globalização financeira, ainda que promova grandes ganhos no curto prazo, pode elevar a propensão a crises e aumentar a vulnerabilidade das economias emergentes diante de choques externos.

Nesse sentido, seria importante que o Brasil tivesse uma estratégia de longo prazo de inserção na globalização financeira, conhecendo e respeitando as dificuldades que deve enfrentar uma economia subdesenvolvida. A mera obtenção da estabilidade inflacionária, por mais importante que tenha sido, não dá ao país condições de assumir na economia internacional a mesma postura que têm os países desenvolvidos.

Fica claro, portanto, que não há panacéia na questão dos regimes cambiais para países emergentes e o caso brasileiro é bastante eloqüente a esse respeito. Desde 1994, quando da implementação do Plano Real, a economia brasileira adotou maneiras diversas

de lidar com a taxa de câmbio e, em todos os momentos, houve expressivos entraves. Na vigência de um regime de âncora cambial, os grandes problemas foram o custo fiscal do acúmulo de reservas; a necessidade de uma política monetária extremamente restritiva e com efeitos negativos sobre o desempenho econômico; a tendência a uma apreciação da taxa real de câmbio, promovendo déficits comerciais significativos; o enfrentamento de ataques especulativos contra a paridade.

Com um regime de flutuação cambial, a taxa de câmbio brasileira apresentou, nos momentos de escassez de liquidez internacional, uma volatilidade acentuada, exercendo pressão sobre a inflação, alterando preços relativos, desestimulando o investimento produtivo e criando o risco de descasamentos monetários (*currency mismatches*). Além disso, a taxa de câmbio mostrou uma extrema suscetibilidade a choques externos e a ataques especulativos instabilizadores, ao contrário do que supõe a teoria convencional para o caso de regimes de flutuação. Fica a evidência, portanto, de que com a abertura financeira, a economia brasileira está fortemente subordinada aos ciclos de liquidez internacional. A dinâmica dos fluxos de capitais, que se mostra extremamente volátil em países de moeda inconvertível, tem impacto imediato sobre as taxas de câmbio e estas oscilações cambiais, seja diretamente, seja mediadas pelo comportamento das taxas de juros, afetam toda a atividade econômica.

Por maiores que tenham sido as mudanças no regime cambial brasileiro ao longo deste passado recente, o país encontra-se hoje assentado novamente sobre uma “armadilha cambial” que guarda semelhanças em relação à vivida ao fim do primeiro mandato de FHC. A inflação esteve baixa em função de uma taxa de câmbio que não sofreu pressões altistas, dado o contexto internacional benigno e as elevadas taxas de juros brasileiras. Na reversão do ciclo de liquidez, porém, uma política monetária, por mais restritiva que for, não será capaz de manter os capitais de curto prazo no país e uma fuga de capital será inequívoca, gerando nova depreciação cambial, com novo impacto sobre a inflação, etc.

Assim, a adoção de práticas que permitam às autoridades monetárias atuar de maneira anti-cíclica mostra-se fundamental. Em primeiro lugar, o acúmulo de reservas internacionais deixa o país com um maior poder de resistência diante da reversão dos ciclos

internacionais de liquidez, inerentes ao atual contexto da globalização financeira¹⁴³. Simultânea ou alternativamente, algumas modalidades de controle de capital ou de regulação prudencial - mesmo que de maneira temporária - podem apresentar bons resultados. O ponto central da defesa de tais instrumentos é a necessidade de promover a proteção da economia brasileira diante da volatilidade dos fluxos de capital, tentando evitar a ação nociva do capital especulativo e reduzir os efeitos indesejáveis dos movimentos de *feast or famine* da economia internacional.

Tais medidas poderiam tornar possível a determinação de uma taxa de câmbio minimamente estável no Brasil, ao contrário do que vem ocorrendo nos anos recentes. Conforme argumentado, a instabilidade cambial verificada nos últimos anos tem mostrado seus efeitos perniciosos sobre as mais variadas esferas da atividade econômica. Não apenas a volatilidade de curto prazo da taxa de câmbio prejudica o cálculo econômico, como também a mudança do patamar cambial ao longo de meses ou anos dificulta a projeção de um horizonte expectacional confiável, que permita a realização dos investimentos necessários para a retomada de um crescimento mais expressivo e persistente da economia brasileira. Cabe reiterar que variações excessivas na taxa de câmbio têm um impacto direto sobre os níveis de inflação e também sobre os preços relativos, exigindo taxas de juros bastante elevadas e igualmente voláteis.

Uma outra questão central é a necessidade de garantir um patamar competitivo para a taxa de câmbio do ponto de vista do setor externo. Entende-se como taxa de câmbio competitiva aquela que estimula e sustenta a expansão das exportações líquidas (isto é, o saldo de comércio em bens e serviços), incentivando o investimento na ampliação da capacidade exportadora e o crescimento econômico.

Conclui-se, portanto, tendo em vista os problemas acarretados pelo excesso de volatilidade cambial e o fato de que os regimes de câmbio fixo implicam restrições muito grandes para a política econômica, que o arranjo mais adequado para os países emergentes não está em nenhum dos dois pólos – fixo ou flutuante -, mas sim na zona intermediária. Entende-se aqui que os problemas verificados pelos regimes cambiais vigentes no Brasil no período recente – que estiveram sempre nesta zona intermediária – não são fruto da

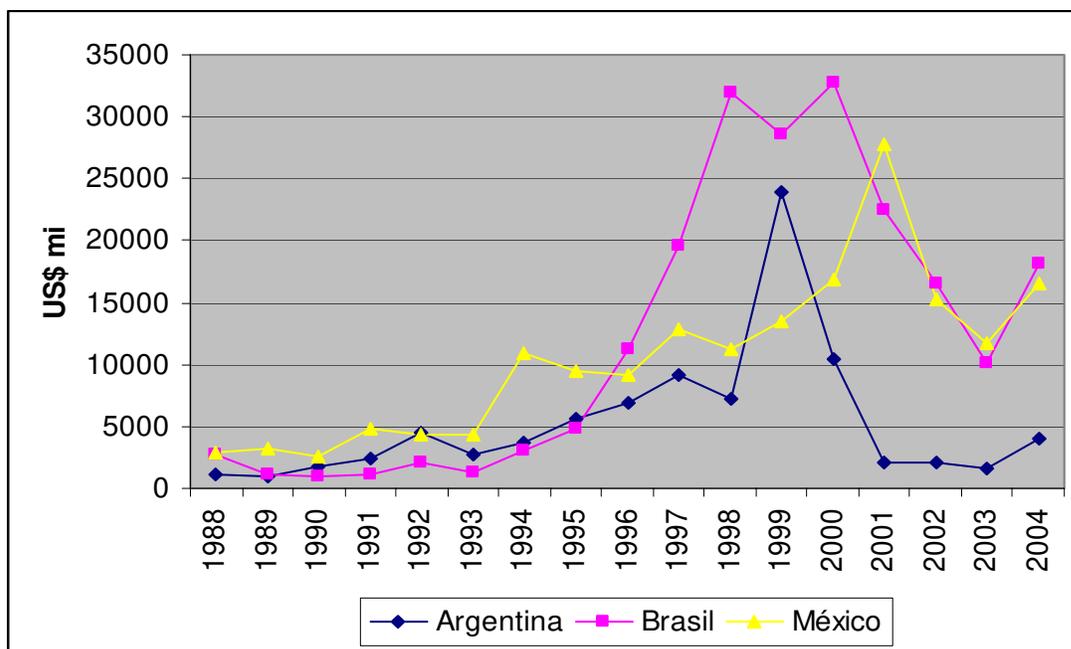
¹⁴³ É evidente que essa prática envolve um alto custo fiscal no Brasil em função das elevadas taxas de juros. Nesse sentido, torna-se imperativo que a estratégia de acúmulo de reservas seja acompanhada de uma redução substancial da taxa *Selic*.

ausência de compromissos mais firmes com a rigidez ou com a livre flutuação, mas são resultantes de todo o arcabouço de política macroeconômica, dos métodos de intervenção e, sobretudo, dos objetivos perseguidos. Ademais, no contexto acima mencionado de grande instabilidade da globalização financeira, a economia brasileira, por meio da abertura progressiva de suas contas financeira e de transações correntes expõe-se sobremaneira às vicissitudes e aos humores da economia internacional.

Deste modo, mais do que a percepção de que a estabilidade cambial é essencial para a economia, é preciso notar que, nos países emergentes, a experiência revela a necessidade de uma ação contínua das autoridades monetárias para buscar esta estabilidade. Para tanto, ao invés de atarem-se a regras e compromissos explícitos, as autoridades monetárias devem preservar a condição de atuar de maneira discricionária, quando isso se fizer preciso. Tudo isso, com a compreensão de que a mera conquista de um baixo patamar para as taxas de inflação não é garantia de crescimento e desenvolvimento econômicos; a administração das taxas de câmbio deve ter como finalidade última metas *reais* de desempenho econômico, sobretudo o crescimento do produto e a geração de emprego.

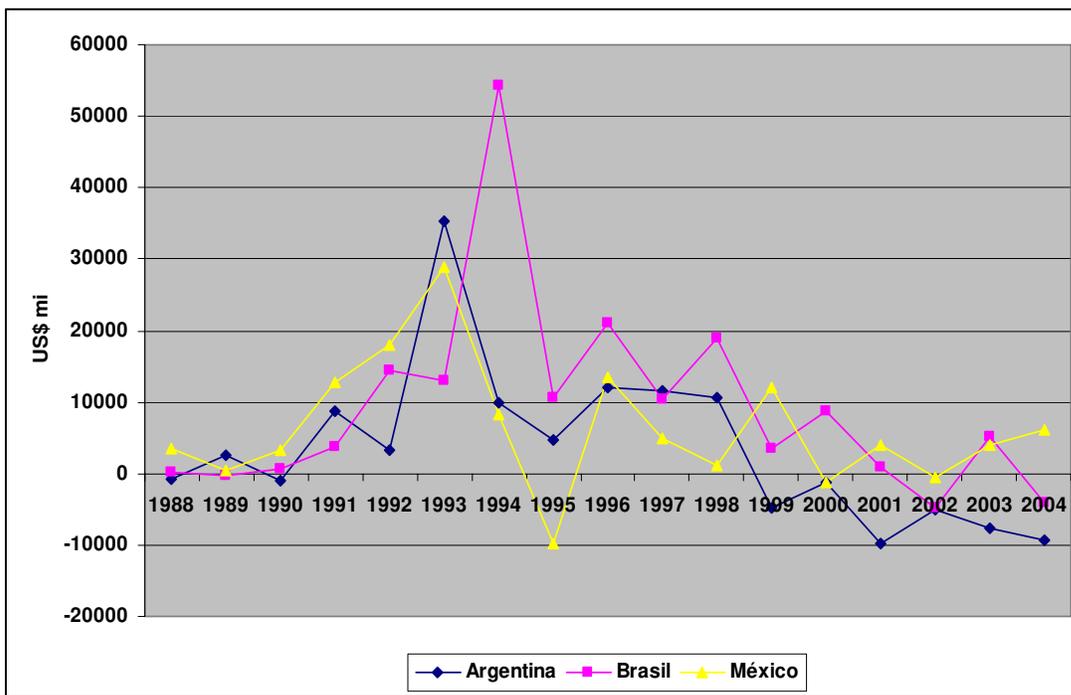
Anexo estatístico

Gráfico 1: Investimento Direto Estrangeiro



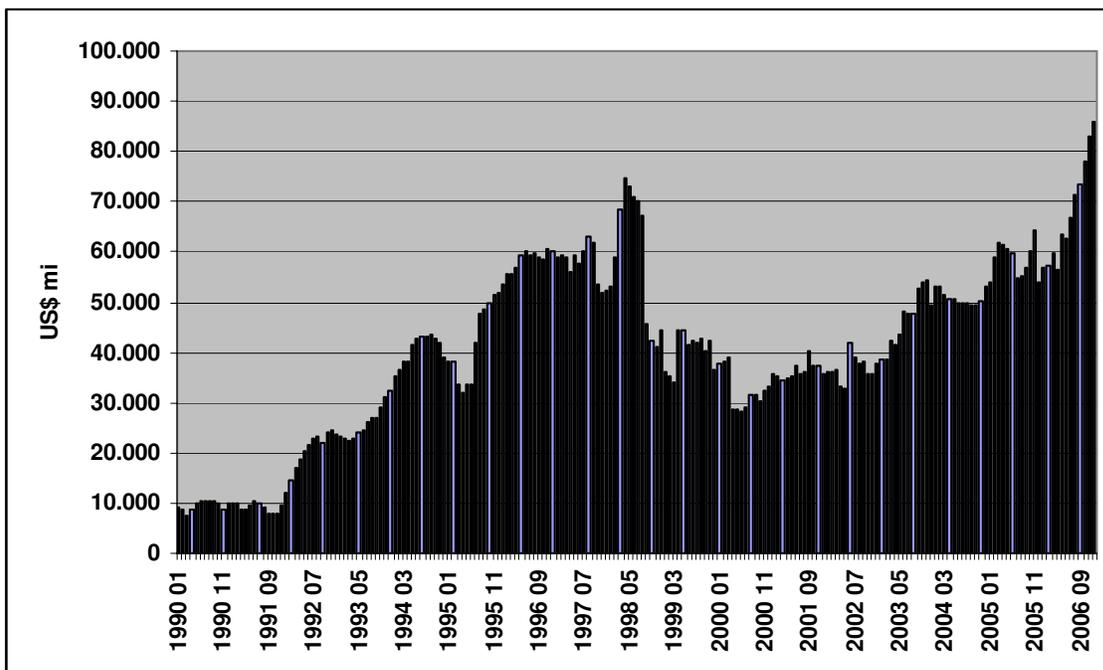
Fonte: UNCTAD. Elaboração Própria

Gráfico 2: Investimento de Portfólio – passivo



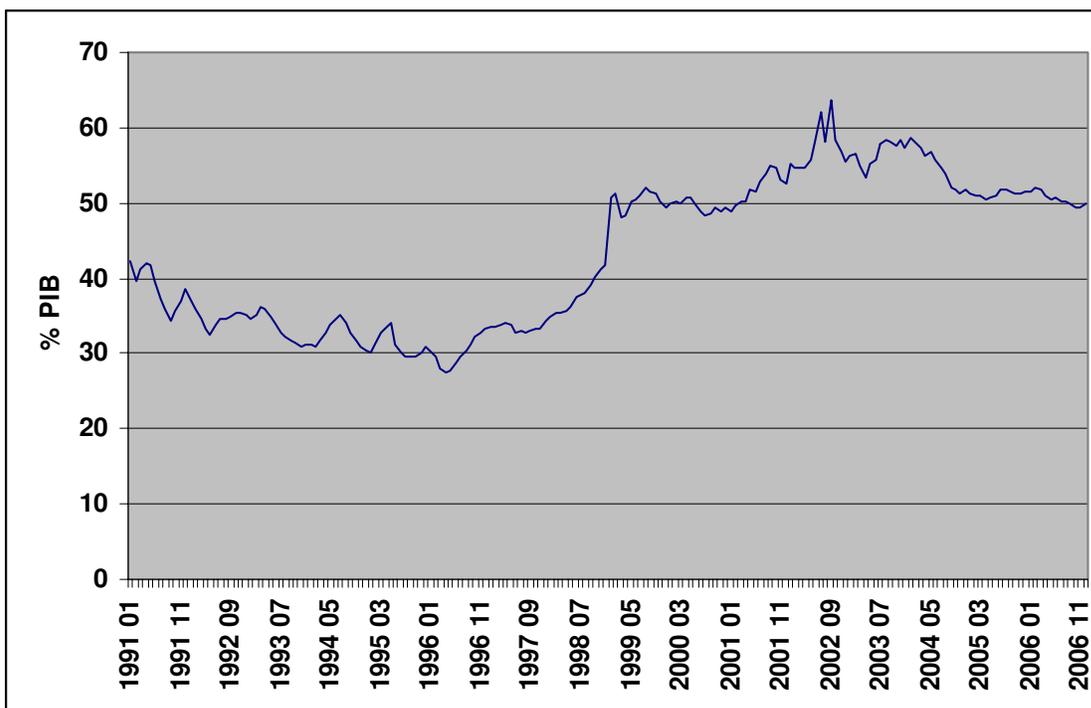
Fonte: UNCTAD. Elaboração Própria.

Gráfico 3: Reservas Internacionais



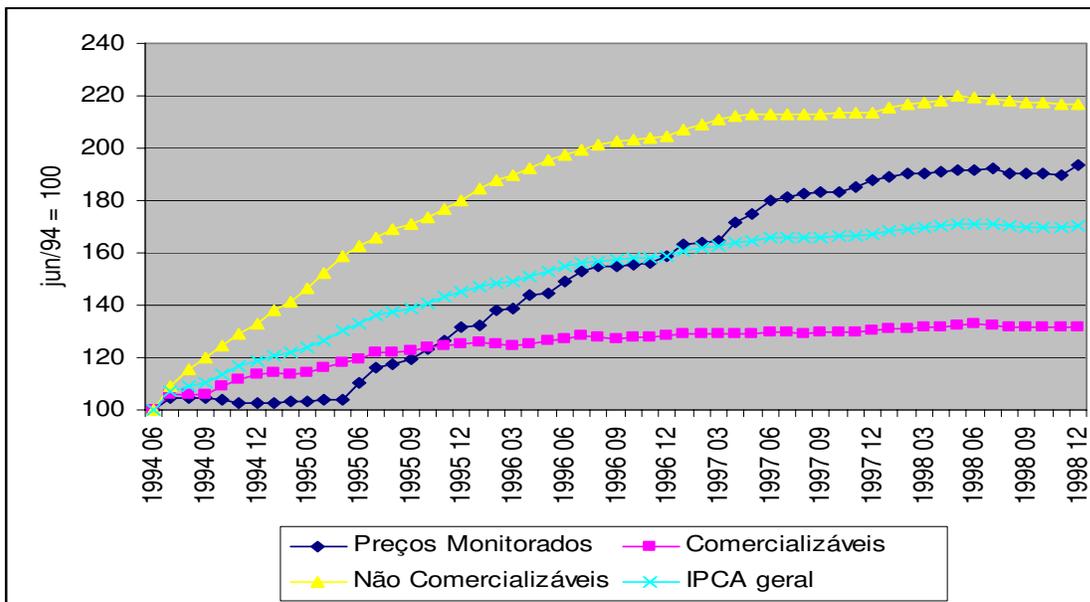
Fonte: BCB

Gráfico 4: Dívida Líquida do Setor Público



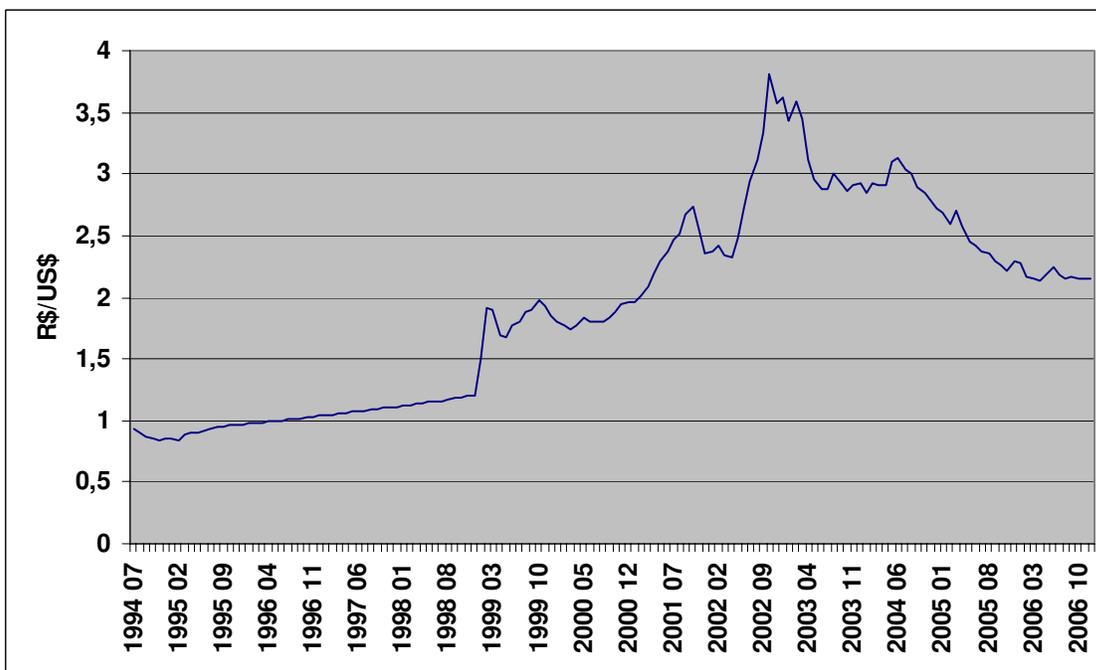
Fonte: Ipeadata

Gráfico 5: Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) segundo categoria de bens - Regime de administração cambial (1994-1998)



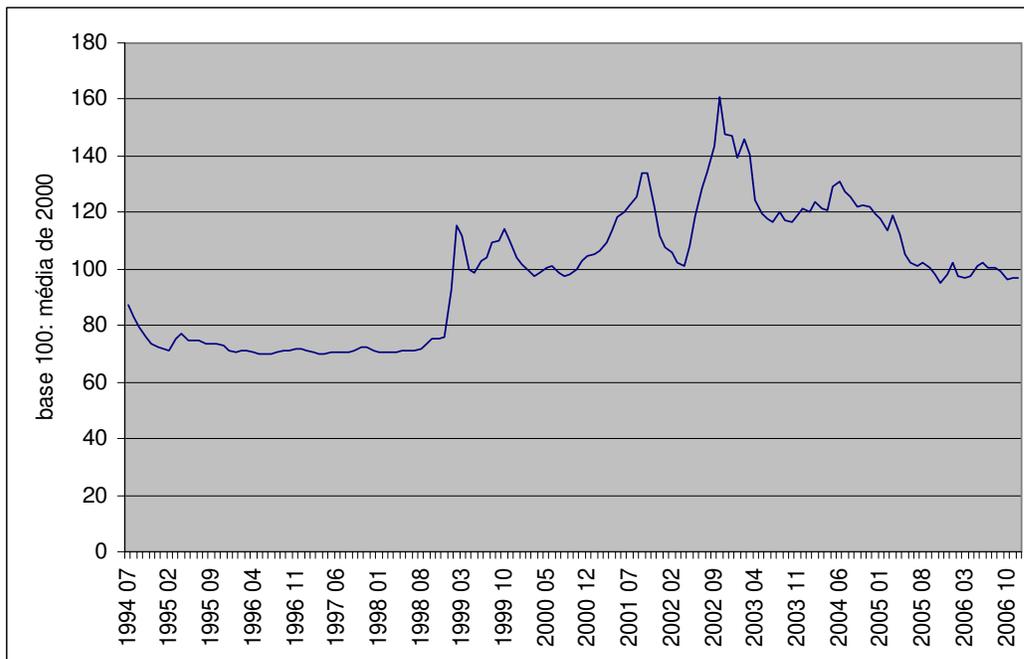
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Gráfico 6: Taxa câmbio comercial para venda (média mensal)



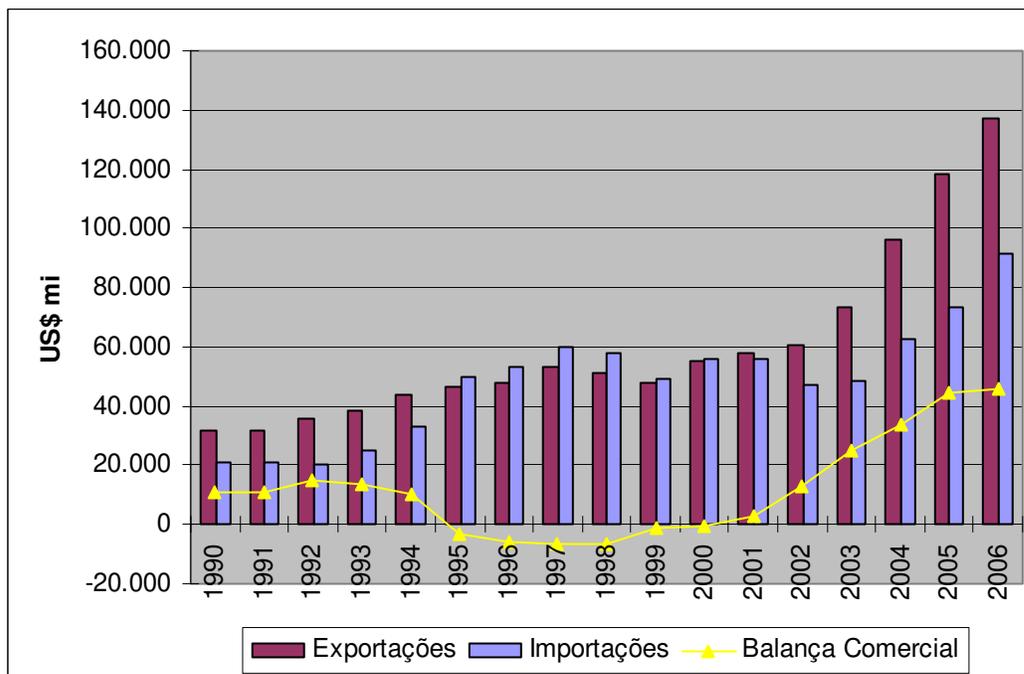
Fonte: Ipeadata

Gráfico 7: Taxa de câmbio efetiva real (INPC – exportações)



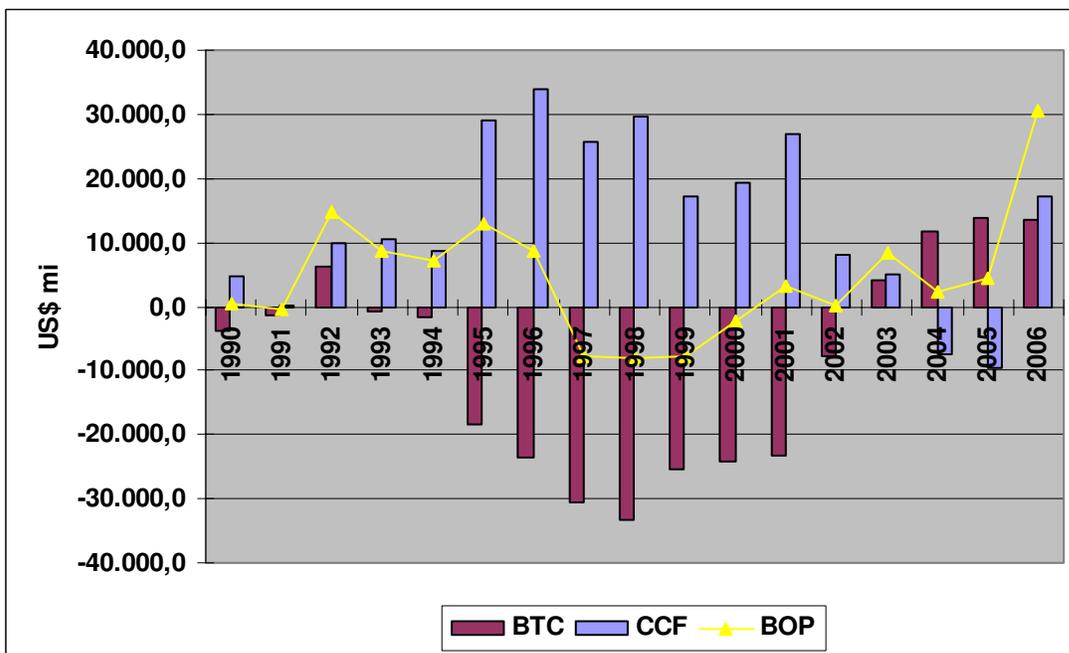
Fonte: Ipeadata

Gráfico 8: Saldo Comercial, Exportações e Importações



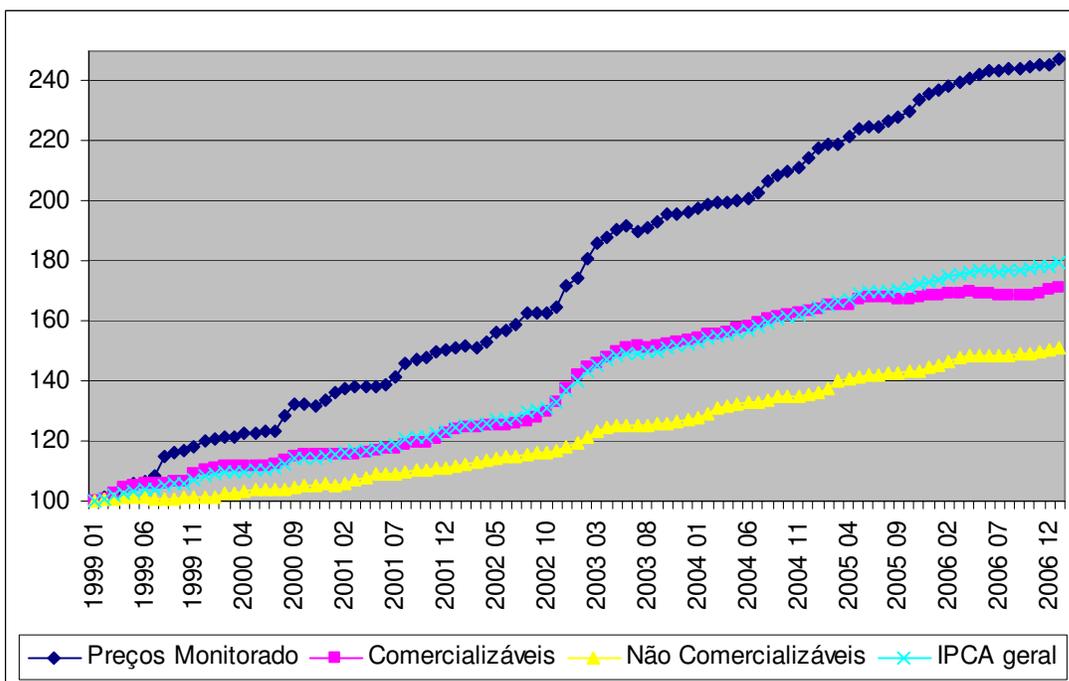
Fonte: BCB

Gráfico 9: Balanço de pagamentos, Conta de transações correntes e Conta capital e financeira



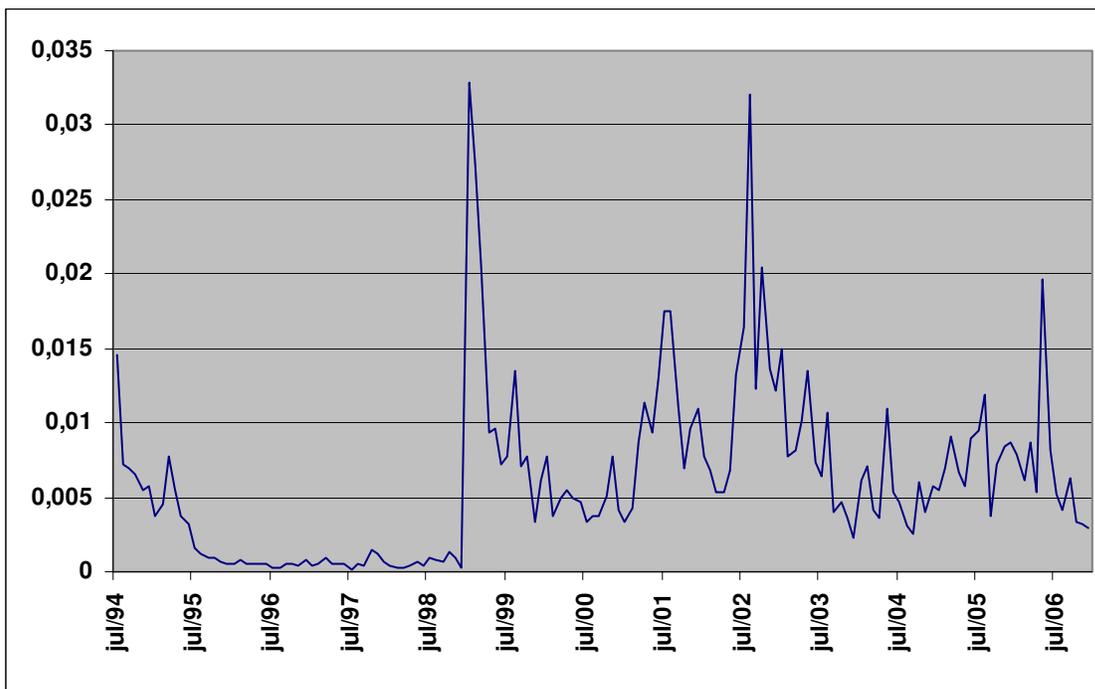
Fonte: BCB

Gráfico 10: Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) segundo categoria de bens – Regime de flutuação cambial (1999-2006)



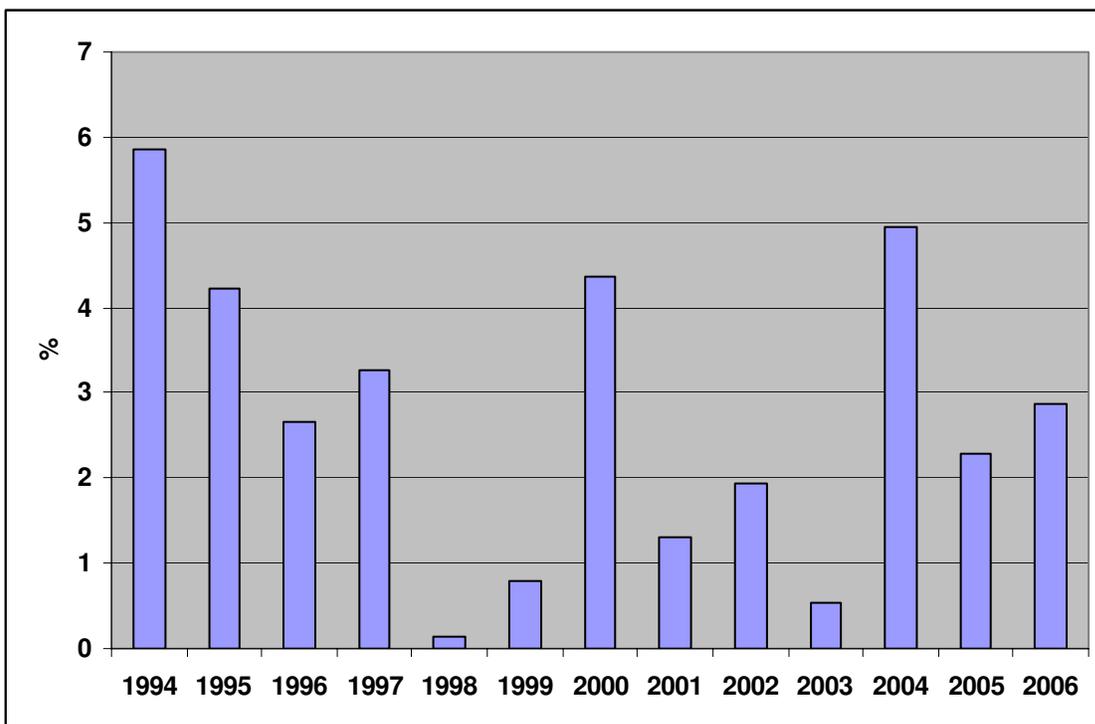
Fonte: IBGE. Elaboração própria

Gráfico 11: Volatilidade cambial (desvio padrão mensal das variações diárias)



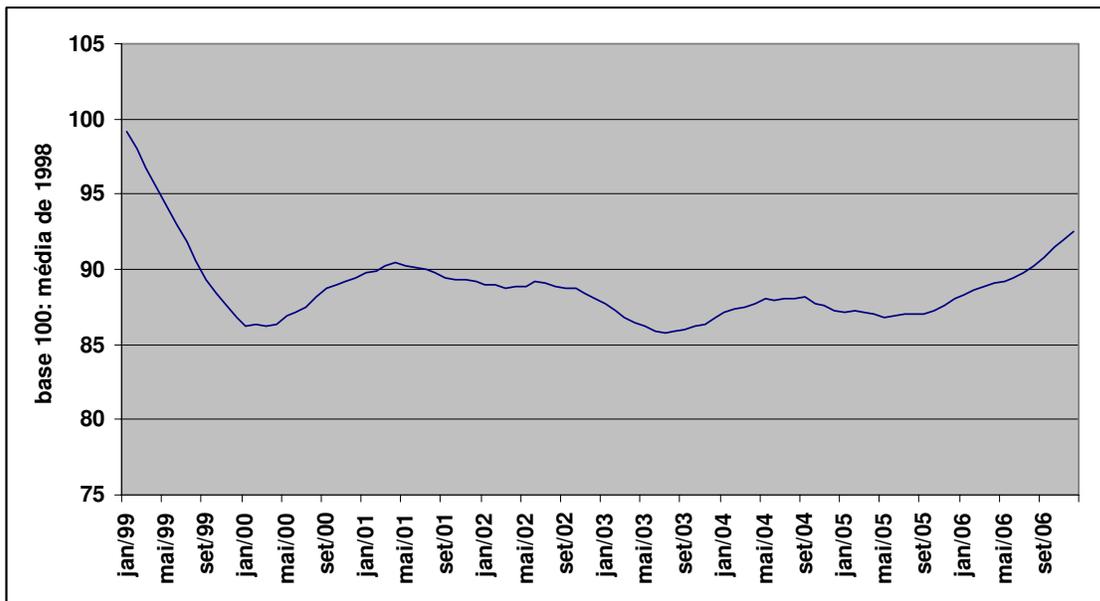
Fonte: Gazeta Mercantil. Elaboração própria, baseado em Farhi (2006)

Gráfico 12: PIB (variação real anual)



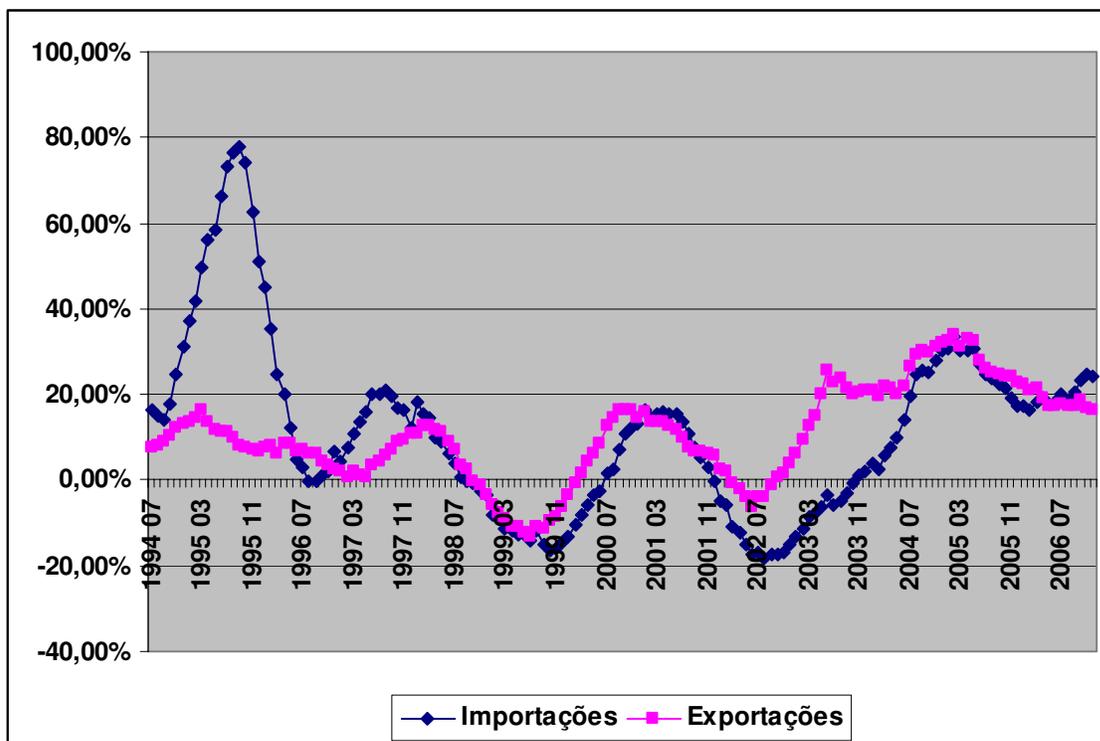
Fonte: IBGE/SCN

Gráfico 13: Termos de troca (média móvel 12 meses)



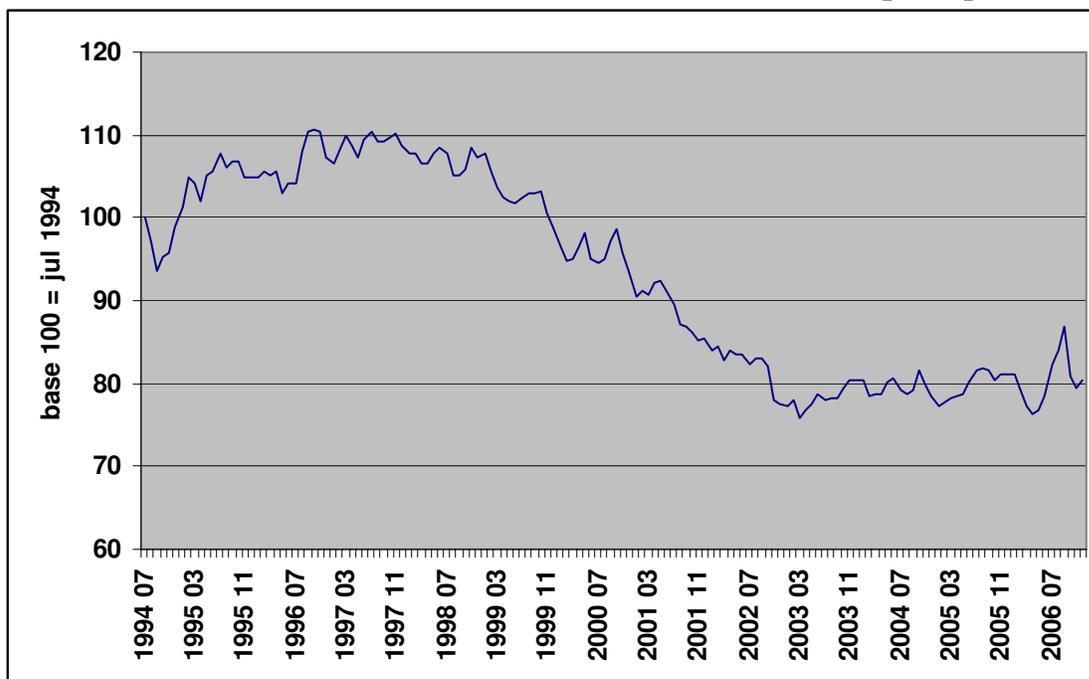
Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Gráfico 14: Exportações e Importações - crescimento acumulado em 12 meses



Fonte: BCB

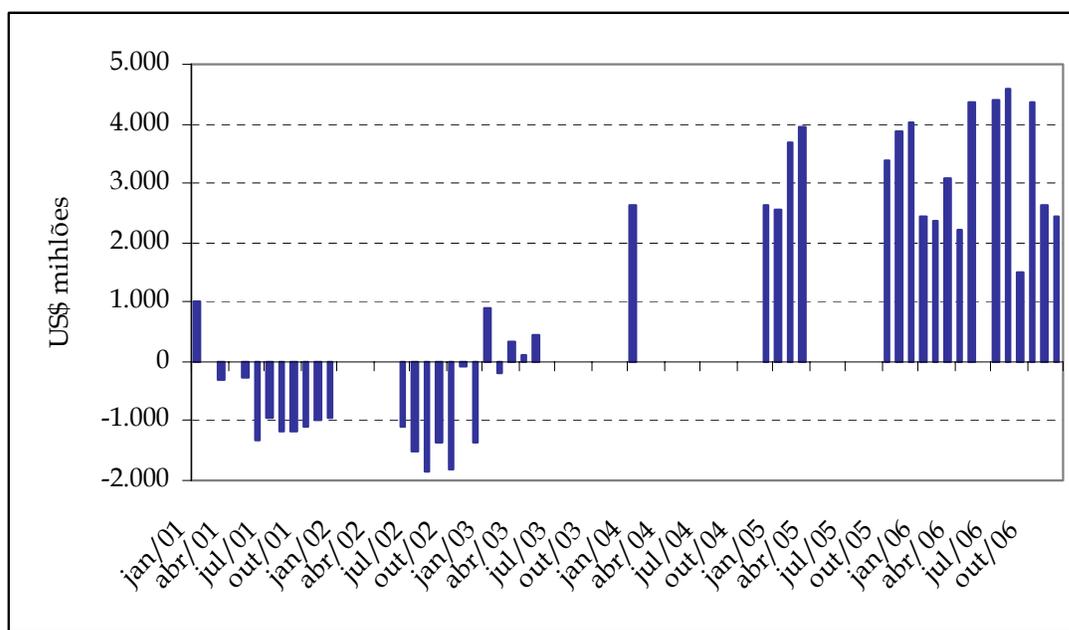
Gráfico 15: Rendimento real médio dos assalariados no trabalho principal na RMSP



Fonte: PED - Seade/Dieese.

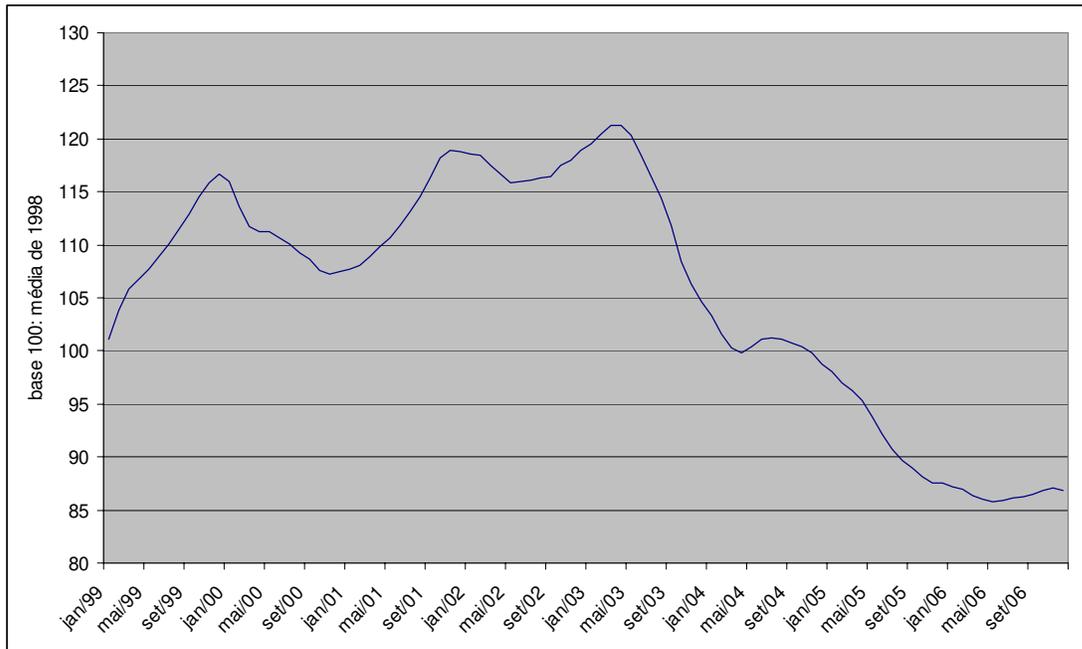
Obs: Não existe uma série de rendimentos da PME do IBGE para o período desejado, já que a pesquisa foi modificada no ano de 2002. Por isso optou-se aqui pelo uso dos dados do Dieese, que abarcam todo o período analisado.

Gráfico 16: Intervenções do Banco Central no Mercado Cambial



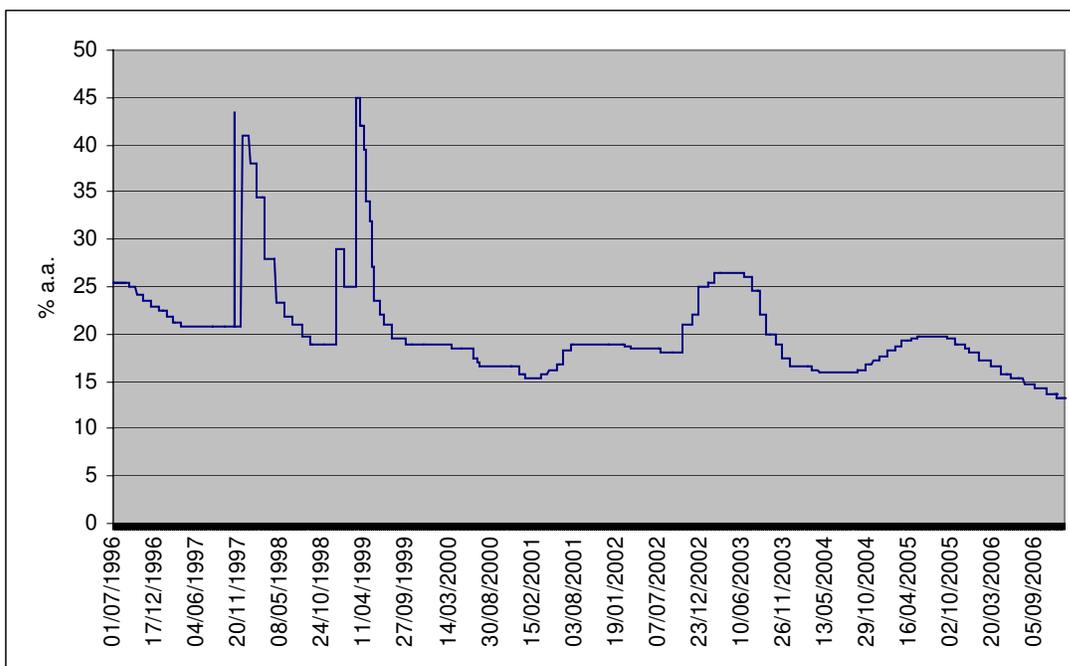
Fonte: Prates (2007)

Gráfico 17: Índice de Rentabilidade das Exportações (média móvel de 12 meses)



Fonte: Funcex. Elaboração própria, baseado em Prates (2006)

Gráfico 18: Taxa de juros Selic – fixada pelo Copom



Fonte: BCB

Referências Bibliográficas

- AGLIETTA, M. (1986) *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte.
- AMITRANO, C. R. (2005) *Crescimento do PIB e Investimento: Mudança nos Rumos ou Janela de Oportunidade?* Suplemento ao Boletim “Política Econômica em Foco”, nº 5. Cecon. IE/Unicamp.
- ARIDA, P. (2003) *Por uma moeda plenamente conversível*. In: Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul-set.
- BELLUZZO, L. G. M. (2005) *Prefácio*. In: CHESNAIS (org) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial
- _____. (1998). *Valor e Capitalismo*. IE/Unicamp, Coleção 30 anos.
- _____. (1995) *O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados*. In: Economia e Sociedade, Campinas, (4): 53-78, jun.
- _____. & J. S. G. ALMEIDA (2002) *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- _____. & R. M. CARNEIRO (2003) *O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas*. Suplemento 1 do Boletim *Política Econômica em Foco*, IE/Unicamp, maio/ago 2003.
- BIANCARELI, A. M. (2006) *Países emergentes e ciclos internacionais*. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- BIS (2005) *Foreign exchange market intervention in emerging market economies: an overview*. BIS Papers nº 24.
- BLANCHARD, O. (1999) *Macroeconomia: teoria e política econômica*. Rio de Janeiro: Campus.
- BORDO, M. (2003). *Exchange rate regime choice in historical perspective*. NBER Working Paper 9654, April 2003.
- BRADFORD Jr., C. (2005) *Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice*. UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series No. 37, April 2005.
- BRUNHOFF, S. (1999) *A instabilidade monetária internacional*. In: CHESNAIS, F. (org.) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.

- CALVO, G. A; REINHART, C. M. (2000) *Fear of Floating*. NBER Working Paper, n.7993.
- CARNEIRO, R. M. (2006a) *Globalização e inconvertibilidade monetária*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 120, abr. 2006.
- _____. (2006b) *Globalização Financeira e regimes de acumulação*. IE/Unicamp, mimeo.
- _____. (2006c) *Introdução*. In: A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. São Paulo: Ed. Unesp.
- _____. (2005) *Inconvertibilidade monetária, atraso produtivo regimes de política econômica e desenvolvimento: o caso brasileiro no contexto dos países periféricos*. Projeto de Pesquisa, IE/Unicamp.
- _____. (2003) *A política macroeconômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária*. In: Velloso, J. P. R. *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio.
- _____. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp.
- _____. (1999) *Globalização financeira e inserção periférica*. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p.58-92.
- CARVALHO, F. J. C. *et alli* (2000) *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- CHESNAIS, F. (org) (2005) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial.
- _____. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- _____. (1994) *La mondialisation du capital*. Paris: Syros.
- COOPER, R. N. (1999) *Exchange rate choices*. Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper n.1877, July.
- COUTINHO, L. (1997) *A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização*. In: VELLOSO, J.P.R. (org.) *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: J. Olympio.
- _____. (1995) *Nota sobre a natureza da globalização*. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, (4):53-78, jun.

- CUNHA, A. M. (2001) *Crise no Pacífico asiático: causas e conseqüências*. Tese de doutoramento. IE/Unicamp.
- _____ ; D. M. PRATES; M. T. C. LÉLIS (2007) *Globalização Financeira e Demanda Precaucional por Reservas: o Brasil estaria aderindo ao padrão asiático de acumulação de divisas?* Artigo preparado para a IX Reunião de Economia Mundial – Madrid, 26 y 27 de abril de 2007.
- DISYATAT, P & G. GALATI (2005) *The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries*. BIS Paper n.24.
- DORNBUSCH, R. (1976). *Expectations and Exchange Rate Dynamics*. In: Journal of Political Economy, Vol. 84, pp. 1161-76.
- DUMÉNIL, G. & D. LÉVY (2003) *Économie marxiste du capitalisme*. Paris: La Découverte.
- DUTTAGUPTA, R *et alli*. (2005) *Moving to a flexible exchange rate: how, when, and how fast?* IMF, Economic Issues 38.
- EICHENGREEN, B. (2000) *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Ed.34.
- _____. (1995) *História e reforma do sistema monetário internacional*. In: Economia e Sociedade, Campinas, (4):53-78, jun.
- _____. (1994) *International monetary arrangements for the 21st century*. The Brookings Institution, Washington DC.
- _____ ; R. HAUSMANN & U. PANIZZA (2003) *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why they matter*. NBER Working Paper 10036, October, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.
- EPSTEIN, G. & SCHOR, J. B. (1990) *Macropolicy in the rise and fall of the Golden Age*. In: MARGLIN, S. & SCHOR, J. B. (orgs.) *The Golden Age of Capitalism*. Clarendon Press Oxford, 1990.
- FARHI, M. (2006) *O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária*. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- _____. (2003) *As repercussões da volatilidade financeira*. In: Política Econômica em Foco, n° 1. Cecon, IE/Unicamp.
- _____. (2001) *Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial*. In: Economia e Sociedade, n.17. Campinas, pp. 55-79, dez. 2001.

- _____. (1999) *Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem*. In: Economia e Sociedade, n.13. Campinas, pp. 93-114, dez. 1999.
- _____. (1998) *O futuro no presente: um estudo dos derivativos financeiros*. Tese de doutoramento: IE/Unicamp.
- FAUGÈRE, J. & C. VOISIN (1993) *Le système financier et monétaire international: crises et mutations*. Paris: Nathan.
- FERRARI, F. & L. F. PAULA (2006) *Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China*. In: SICSÚ, J. & F. FERRARI (org) *Câmbio e Controle de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier
- FILGUEIRAS, L. (2003) *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial.
- FLASSBECK, H. (2001) *The Exchange rate: economic policy tool or market price?* UNCTAD Discussion Papers, n.157.
- FMI (2004) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- FRANCO, G. (1999) *Maturidade institucional no regime cambial*. In: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/>.
- FRANKEL, J. (2003) *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*. NBER Working Paper.
- FREITAS, M. C. P. (1997) *Concurrence bancaire, speculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international*. Tese de doutoramento. Université de Paris XIII, Paris.
- _____ & PRATES, D. M. (2001) *A Abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências*. In: Economia e Sociedade, Campinas - SP, v. 17, p. 81-111.
- _____. (1998) *Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México*. In: Economia e Sociedade, Campinas, n. 11, pp. 173-98, dez. 1998.
- FRENKEL, R. (2006) *An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment*. JPKE, summer 2006, vol 28, n° 4, pp 573-591.
- _____. (2004) *Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico*. Paper preparado para o G 24 (draft).

- _____ & L. TAYLOR (2006) *Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment*. DESA Working Paper No. 19, February 2006.
- FRIEDMAN, M (1953) *The case for flexible exchange rates*. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- GARÓFALO FILHO, E. (2005) *Câmbio: princípios básicos do mercado cambial*. São Paulo: Saraiva.
- GRENVILLE, S. (2000) *Exchange rate regimes for emerging markets*. In: BIS Review 97.
- HELLEINER, E. (1994) *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press.
- HERNÁNDEZ, L. & P. MONTIEL (2001) *Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the "Hollow Middle"?* FMI, Working Paper No.01/170.
- HOLLAND, M. (1998) *Taxas de câmbio e regimes cambiais no Brasil*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- KENWOOD, A. G. & A. L. LOUGHEED (1992) *The growth of the international economy 1820-1990*. London and New York: Routledge.
- KEYNES, J. M. (1936). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Coleção *Os Economistas*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KREGEL, J. A. (1999) *Was there an alternative to the Brazilian crisis?* In: *Revista de Economia Política*, v. 19, n. 3, (75), Jul./Set. 1999.
- KUCZINSKY & J. WILLIAMSON (2004) *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Ed. Saraiva.
- LOPREATO, J. F. (2006) *Política fiscal: mudanças e perspectivas*. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- LAPLANE, M. & F. SARTI (2006) *Prometeu Acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI*. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- MARGLIN, S. & J. SCHOR (1990) *The golden age of capitalism*. Oxford: Clarendon Press.
- MAZZUCHELLI, F. (2000) *A Contradição em Processo*. IE/Unicamp, Coleção Teses.

- MIRANDA, J. C. (1998) *Dinâmica financeira e política macroeconômica*. In: FIORI, J. L. & M. C. TAVARES (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes.
- MISHKIN, F. S. (2000) *Moedas, bancos e mercados financeiros*. Rio de Janeiro: LTC.
- MODENESI, A. M. (2005) *Regimes monetários: teoria e a experiência do real*. Barueri: Manole.
- MOHANTY, M. S. & M. SCATIGNA (2005) *Has globalization reduced monetary policy independence?* BIS Papers n° 24.
- _____. & P. TURNER (2005) *Intervention: what are the domestic consequences?* BIS Papers n° 24.
- MOLLO, M; M. SILVA & T. TORRANCE (2001) *Money and Exchange-Rate Regimes: theoretical controversies*. In: Revista de Economia Contemporânea, IE/UFRJ, jan/jun.
- NÁPOLES, P. R. (2000) *Alternative Theories of Real Exchange Rate Determination. A Case Study: The Mexican Peso and The US Dollar*. PhD Dissertation, New School for Social Research, New York.
- NOLAND, M. (2005) *South Korea's experience with international capital flows*, Institute for International Economics, January, 2005.
- OCAMPO, J. A. (2004) *A Broad View of Macroeconomic Stability*. Paper apresentado no Seminário "From the Washington Consensus Towards a New Global Governance", Universal Forum for Cultures, Barcelona, 24-25 September.
- _____. (2000) *Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world*. Serie Temas de Coyuntura - CEPAL. Santiago, Chile, nov. 2000.
- PEREIRA, E. A. & FERREIRA, A. N. (2003) *O ajuste recessivo*. In: Política Econômica em Foco, n° 1. Cecon, IE/Unicamp.
- PLIHON, D. (1996) *Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano*. In: CHESNAIS, F. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- _____. (1991). *Les taux de change*. Paris: La Découverte.
- PRATES, D. M. (2007) *Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil após a adoção do regime de câmbio flutuante*. Relatório de Pesquisa - Fapesp.

- _____. (2006) *A inserção externa da economia brasileira no governo Lula*. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp.
- _____. (2005) *A literatura Convencional sobre Crises Financeiras nos Países Emergentes: os Modelos Desenvolvidos nos Anos 90*. In: Estudos Econômicos (IPE/USP), São Paulo-SP, v. 35, n. 2, p. 359-385, 2005.
- _____. (2002) *Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa*. Tese de doutoramento. IE/Unicamp
- _____. (1999) *Investimentos de portfólio no mercado financeiro*. In: FREITAS, M. C. P. (Org.). *Abertura financeira no Brasil nos anos 90*. Brasília: Edições FUNDAP: FAPESP – IPEA, v. , p. 17-60.
- _____. & FARHI, M. (2004) *Economias emergentes e ciclos de liquidez*. IV Colóquio Latino-Americano de Economistas Políticos, São Paulo – SP.
- PRESSER, M. F. (2000) *Políticas Macroeconômicas e regimes cambiais: uma resenha crítica da contribuição do mainstream na década de 80*. In: Economia e Sociedade, Campinas, (14): 21-66, jun 2000.
- RHEE, G & E. M. LEE (2005). *Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea*. BIS Papers n.24.
- ROJAS-SUAREZ, L. (2004) *Política Monetária e Taxas de Câmbio: diretrizes para um regime sustentável*. In: KUCZINSKY & J. WILLIAMSON. *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Ed. Saraiva.
- SALAMA, P. (2005) *A inserção diferenciada dos países em desenvolvimento na mundialização financeira*. In: CHESNAIS (org) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial.
- SERRANO, F. (2004) *Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível*. In: FIORI, J. L. (2004) *O poder americano*. Petrópolis, RJ: Editora Vozes.
- SICSÚ, J. (2006) *Rumos da liberalização financeira brasileira*. In: Revista de Economia Política, vol 26, nº 3, jul-set 2006.
- _____. (2002) *Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil*. In: Revista de Economia Política. Vol 22, nº 3, Jul-Set.
- _____. ; J. L. OREIRO; L. F. DE PAULA (org.) (2003) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade*. Barueri, SP: Manole & Konrad Adenauer.

SOUZA, F. E. P. (2005) *Sem medo de flutuar? O regime cambial brasileiro pós-1998*. In: Est. Econ., São Paulo, vol. 35, n.3, pp.519-545, julho-setembro.

_____. (1999) *A Política de Câmbio do Plano Real (1994-1998): especificidades da âncora brasileira*. In: Revista de Economia Contemporânea, n.5, janeiro-junho.

STRANGE, S. (1986) *Casino Capitalism*. Manchester: Manchester University Press.

WILLIAMSON, J. (1993) *Exchange rate Management*. In: The Economic Journal, vol. 103, n 416, jan.

ZINI Jr., A. (1995) *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. São Paulo: Editora USP.