

TCC/UNICAMP

M338L

1290003086/IE

*Política monetária
Política financeira*



1290003086

DADE ESTADUAL DE CA

INSTITUTO DE ECONOMIA

RELATÓRIO PARCIAL DE MONOGRAFIA

LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E AUTONOMIA DE POLÍTICA

MONETÁRIA EM PAÍSES EMERGENTES

Marcelo Eduardo Ryan Marim – RA: 024511

Orientador: Profa. Maryse Farhi

Farhi, Maryse

Campinas, 2006

CEDOC/IE

2006.36.05.1

ÍNDICE

Objetivo:	3
Capítulo 1 – Introdução	4
Capítulo 2 - A Evolução do Processo de Globalização Financeira:	6
2.1 - A Integração Financeira Latino-Americana	12
Capítulo 3 - Conceitos e Justificativas para a Abertura e Desregulamentação Financeira	15
Capítulo 4 – A Escolha do Regime Cambial e a Conexão Juros-Câmbio	20
4.1 – O Modelo Econométrico ³	23
4.2 – Pass-Trough, Metas de Inflação e Política Monetária.	27
4.3 – A Crítica Heterodoxa e as Implicações Decorrentes do Atual Modelo.	31
Capítulo 5 – Conclusão	35
5.1 - Uma Alternativa de Política Econômica.	35
Referências Bibliográficas:	40

Objetivo:

O presente relatório de monografia visa analisar a relação existente entre o processo de liberalização financeira e o grau de autonomia de política monetária em países emergentes, em especial o Brasil, num contexto de regime de metas de inflação. O horizonte temporal da análise será o período que se inicia com a crise cambial, em 1999, quando o Brasil adotou o regime de câmbio flexível e implementou o sistema de metas de inflação. A partir deste momento esperava-se que, no lugar da chamada trindade impossível, denominação dada à combinação de políticas macroeconômicas [livre mobilidade de capitais; regime de câmbio fixo e autonomia de política monetária], consideradas incompatíveis quando praticadas concomitantemente, se verificasse uma trindade possível, em função da flutuação da taxa de câmbio.

Entretanto, segundo Mohanty e Scattigna (2005) o que se verifica, não apenas para o Brasil, mas em todos os países emergentes é uma dualidade impossível, isto é, com abertura financeira e câmbio flutuante, inexiste liberdade de política monetária. Dado este cenário, visa-se discutir os impactos sobre a autonomia de política monetária decorrentes do mix de políticas instaurados no Brasil a partir de 1999, avaliando os determinantes da relação câmbio-juro, o funcionamento do sistema de Metas de Inflação e as respectivas implicações sobre a determinação da política monetária, e finalmente, os impactos desta combinação de políticas macroeconômicas liberais sobre o desenvolvimento econômico brasileiro.

Capítulo 1 – Introdução

O processo de globalização iniciado no início da década de 1980, marcou o encerramento de um período de três décadas da idade de ouro do Sistema de Bretton Woods, no qual as políticas macroeconômicas de proteção e desenvolvimento sustentado pelo Estado eram legítimas e necessárias, e inaugurou uma nova fase na economia mundial, caracterizada por uma agenda amplamente liberal, cujos pressupostos e diretrizes foram elaborados e difundidos através do Consenso de Washington. Em contraste com as décadas anteriores, nos anos 90, a hegemonia do pensamento neoliberal instituiu um novo paradigma, em que o predomínio das relações de mercado impôs a livre circulação de capitais e minimizou incisivamente o papel que deveria ser desempenhado pelo Estado. Este novo momento, denominado “globalização”, não tangencia apenas o campo econômico, mas especialmente, o financeiro e também o político, cultural e comercial.

Intensificado na década posterior, a globalização induziu a grande maioria dos países, sejam eles desenvolvidos ou subdesenvolvidos a integrarem-se, nessas diversas esferas possíveis. Entretanto, é indiscutível que o estreitamento das relações financeiras de investimentos e fluxos de capitais foi o processo mais amplo e veloz que surgiu a partir deste advento. Não é exagerado falar-se em um mercado de capitais global em atividade 24 horas por dia, e em provedores de serviços financeiros dos principais países desenvolvidos e em desenvolvimento operando nesse mercado, de forma mais ou menos ininterrupta. A liberalização financeira possibilitou uma expansão vertiginosa dos fluxos de capitais em todo o mundo, seduzindo os países, principalmente aqueles carentes de recursos financeiros, a filiar-se a esse movimento e desfrutar das possibilidades decorrentes deste processo, entre elas, a captação de poupança externa. Sob a égide deste processo, a política de desenvolvimento se reduziria à criação das condições propícias para atrair os investidores, lubrificando-se ao máximo a liberdade privada de acumulação. É exatamente este o papel desempenhado pelos países em desenvolvimento dentro deste jogo. Aos países dependentes e frágeis financeiramente, após inserção no mercado internacional, resta-lhes sacrificar-lhes toda e qualquer política de desenvolvimento econômico nacional em prol da atratividade e credibilidade dos investidores externos (Beluzzo et al, 1996).

A escassez de divisas que marcou a década de 80 foi revertida e um influxo de capitais sem precedentes inundou os países emergentes, em especial os latino-americanos. A imensa oferta de capitais à disposição dos países emergentes ampliou os horizontes de captação externa dos países subdesenvolvidos, e seduziu-os com a promessa de que a integração financeira proporcionaria os recursos necessários ao desenvolvimento industrial e crescimento econômico. Todavia, essa magia

inerente ao fácil acesso aos mercados financeiros internacionais acabou mostrando-se uma moeda de duas faces. Ainda que questionável, a abertura dos mercados de capitais trouxe algum benefício aos países em desenvolvimento, tal como o desenvolvimento das instituições financeiras nacionais. Por outro lado, as exigências do capital acabaram sendo preponderantes e implicaram na submissão dos estados nacionais em desenvolvimento aos requisitos e humor dos investidores estrangeiros.

A imposição de políticas macroeconômicas pelos órgãos internacionais aos países periféricos, foi a maneira de garantir que tais requisitos fossem cumpridos e que o capital estrangeiro não corresse riscos, uma vez aplicados em países com baixa classificação pelas agências internacionais de *rating*. Estas políticas podem ser resumidas em alguns itens: num primeiro momento, controle inflacionário, e abertura comercial e financeira, sem qualquer restrição a livre circulação do capital. Num segundo momento, que sucedeu as crises das economias emergentes na segunda metade da década de 1990, acresceram-se os ajustes fiscais e o regime de câmbio flutuante. Esta combinação de políticas econômicas, quando praticadas concomitantemente, torna-se ineficaz e amplia a fragilidade financeira dos países em questão, reduzindo a autonomia de seus governos na definição de prioridades nacionais, a zero.

Segundo Mohanty e Scattigna (2003), dentro do contexto da globalização financeira, livre mobilidade de capitais, câmbio fixo e autonomia de política monetária são políticas impossíveis de serem aplicadas concomitantemente. Impossível, pois, em termos literais [e redundante], não é possível garantir o pleno sucesso destas práticas quando aplicadas simultaneamente, principalmente em países com moeda fraca. Segundo Beluzzo et al (1996), é a hierarquia de moedas internacionais, que restringe a adoção de um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais em países emergentes e, garantam simultaneamente, a autonomia de política monetária, uma vez que estes são incapazes de modificar o fluxo de financeiro global. É esta atuação passiva que condena as economias emergentes à submissão aos mercados internacionais e inviabiliza o processo de desenvolvimento nacional autônomo.

Capítulo 2 - A Evolução do Processo de Globalização Financeira:

O capitalismo se desenvolveu historicamente enquanto “capitalismo nacional”, sob jurisdição do poder político dos Estados nacionais e soberanos. Os primeiros economistas, como Smith e Ricardo teorizaram o capitalismo deste modo, antes mesmo da constituição de economias nacionais.

No entanto, ao mesmo tempo em que o capitalismo era teorizado como “economia nacional”, suas fronteiras territoriais e políticas eram consideradas obstáculos à sua tendência de expansão mundial. Smith, por exemplo, já apresentava uma dimensão inter-nacional da produtividade do trabalho. No mesmo sentido, Ricardo, em seu modelo das “vantagens comparativas” enfatizava a especialização e a abertura das economias nacionais como condição necessária ao pleno desenvolvimento econômico. Não foram apenas economistas clássicos que defendiam a importância das trocas internacionais como mecanismo chave de acumulação, teóricos marxistas apregoavam a mesma tese. Era conhecido, portanto, o caráter mundial e expansionista intrínseco ao sistema de acumulação capitalista.

O primeiro passo dado pelas economias nacionais no sentido de rompimento de barreiras à expansão capitalista foi a integração comercial. Através das vantagens comparativas, mercadorias eram trocadas. Países carentes de alguns bens ou recursos naturais buscavam através do comércio internacional suprir as necessidades ou vontades da suas respectivas populações. A especialização nacional era o princípio dinâmico deste processo. Entretanto, inexistia neste momento, qualquer percepção quanto à mobilidade dos fatores de produção, especialmente o capital (Corazza).

Mas o processo de integração comercial prosseguiu e deu origem ao processo de “multinacionalização”, onde a circulação de mercadorias passou para um segundo plano, cedendo lugar à circulação do capital industrial. Talvez nesta fase, o traço mais importante tenha sido a criação de fluxos intra-empresas, por onde passaram a circular mercadorias e capitais fora da jurisdição dos Estados Nacionais.

Segundo Corazza, este movimento de capitais entre mercados nacionais tornou-se cada vez mais volumoso e preponderante, assumindo as rédeas do processo de globalização. Entretanto, a trajetória de crescimento das transações financeiras não foi linear. O início da circulação mundial do grande capital, ainda que ligado a esfera produtiva, deu-se concomitantemente ao advento da segunda Revolução industrial em meados do século XIX, sob a forma de investimentos diretos externos (*greenfield*), e prosseguiu até a crise de 1929, interrompido pela Segunda Guerra Mundial, e retomando depois da guerra e até meados da década de 1950. Há fluxos americanos em parte ligados ao Plano Marshall e também de IDE de empresas americanas crescendo maciçamente neste período, ainda que, em alguns

momentos históricos, os fluxos financeiros internacionais foram bruscamente interrompidos, tal como nas guerras mundiais e na crise de 1930, configurando uma forma cíclica à este processo.

O pós-guerra foi marcado por novo padrão do sistema monetário internacional, o qual generalizou as barreiras à livre circulação do capital impostas por diversos países desenvolvidos seja em função da crise de 29 ou das guerras mundiais, e chancelou a recém-nascida hegemonia norte-americana, alcançada durante a segunda guerra mundial. Conhecido como o Sistema de Bretton Woods, este novo modelo estabeleceu o dólar como moeda principal e criou instituições multilaterais (Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial) que serviriam como fonte última de liquidez a países que ocorressem em desequilíbrios financeiros. Mas, para fins específicos desta análise, além da instituição de uma nova moeda internacional, conhecida a partir de então como “*top currency*”, o fator mais importante a ser destacado, foram as políticas econômicas definidas naquele encontro. A combinação de regime de câmbio fixo e barreiras à mobilidade de capitais, foram substituídas por uma política que combinava controles de capitais e regime de câmbio fixo, mas ajustável. Este novo espectro de políticas exacerbava a preocupação dos governos centrais no pós-guerra quanto ao crescimento das variáveis reais da economia, como emprego e renda.

Este novo conjunto de políticas macroeconômicas freou o desenvolvimento do processo de globalização financeira, na medida em que limitou os fluxos de capitais internacionais, considerados pelos formuladores do Sistema de Bretton Woods, a fonte causadora de instabilidade, inflação e desequilíbrio econômico nos países centrais.

Divido a imensa multiplicação de dólares em circulação no mercado mundial, a paridade com o ouro tornou-se uma ficção, levando o acordo ao seu fim. O fim da conversibilidade do dólar e a adoção de taxas de câmbios flutuantes em 1971 e 1973, respectivamente, marcaram o fim do sistema monetário internacional vigente no pós-guerra. A adoção do regime de câmbio flutuante pelos Estados Unidos em 1973, segundo Corazza, talvez tenha sido o mais importante fato propulsor da globalização financeira, na medida em que deixou a fixação do valor relativo das moedas entregue aos movimentos especulativos do capital. Segundo Moffit (1984), as taxas de câmbio tornaram-se flutuantes, não por decisões políticas em si mesmas, mas porque “governos não eram mais capazes de controlar os movimentos do capital privado”.

A última fase dessa longa evolução de um capitalismo nacional para um capitalismo mundial se materializa nas décadas finais do século XX, com o processo de globalização dos mercados, especialmente os financeiros, através dos quais circulam livremente os capitais, movidos pela lógica da valorização financeira, que se impõe sobre as demais atividades econômicas. A inauguração desta fase foi dada através da criação do Euromercado em 1984. Para Moffit (1984), o Euromercado foi o

embrião da globalização financeira, ou pelo menos a fase mais profunda desta, na medida em que representou a formação de um mercado mundial de moeda “sem pátria”. Na verdade, o euromercado, essencialmente um mercado interbancário, transformou o caráter da atividade bancária, ao unir mercados financeiros nacionais privados e livres dos Bancos Centrais, de dimensões imensuráveis. Efetivamente, ele representou o cenário financeiro mais liberal já havido na história. Outro elemento também decisivo e uma das condições indispensáveis para a globalização financeira, uma vez criado o euromercado, foi a acumulação de um estoque de riqueza monetária e financeira sem precedentes na história do capitalismo. Este estoque foi constituído, de início, principalmente pela emissão dólares necessários para financiar a construção japonesa e européia e, depois, para cobrir o déficit comercial americano, inundando o sistema monetário internacional de dólares americanos, o que constituiu a principal razão para o fim dos acordos de Bretton Woods.

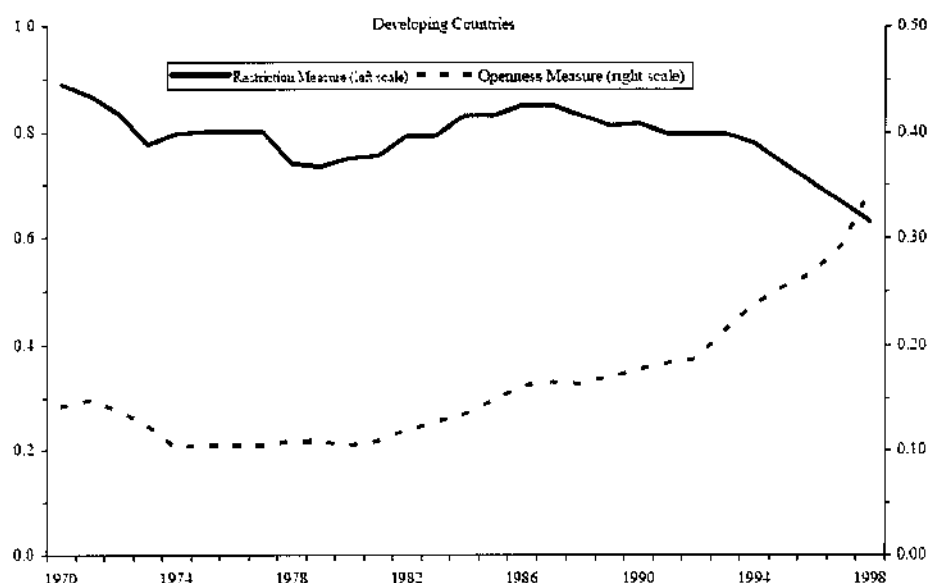
A expansão dos mercados financeiros globalizados evoluiu de forma significativa desde então. Estimativas do Bank for International Settlements - BIS registram que o valor de mercado deste estoque de riqueza financeira saltou de US\$ 5 trilhões, no início dos anos 80, para cerca de US\$ 35 trilhões em 1995, o que representa um crescimento de 800% em 15 anos. É importante destacar, que a evolução dos mercados financeiros e dos instrumentos de operacionalização nesses mercados possibilitou a participação crescente de famílias, como ofertante de recursos e detentoras de papéis.

Este crescente envolvimento de famílias, e também do crescimento dos recursos aplicados nos mercados financeiros internacionais, implicou o desenvolvimento e a diversificação deste. Uma das fontes de desenvolvimento foi a inovação financeira. Pode-se entender esta exacerbação da capacidade inovativa do sistema financeiro internacional segundo dois caminhos: desregulamentação e desintermediação financeira. Ambos os processos foram consequência da alteração da política econômica americana que levou a grandes oscilações nas taxas de juros e de câmbio. As incertezas criadas pelo câmbio flutuante e taxas de juros mais voláteis levaram à introdução e forte expansão dos derivativos financeiros. O processo de desregulamentação, iniciado a partir do final da década de 60 nos Estados Unidos, permitiu: que bancos comerciais passassem a pagar juros sobre depósitos a vista, a criação de um mercado *off-shore* dentro do próprio país e filiais de bancos comerciais norte-americanos na Europa a emitirem certificados de depósitos bancários. Dentre as razões para este desencadeamento, estão: a volatilidade da taxa de juros norte-americana no período, a queda de lucratividade do setor bancário e a criação de novos produtos financeiros, provocada pela acirrada concorrência interbancária. Este processo foi-se ampliando e foi implantado na Grã-Bretanha e Japão já no início dos anos 80.

A desintermediação financeira, por sua vez, pode ser entendida, estritamente, como a abolição da intermediação, bancária e não-bancária, nas operações de crédito. Tratar-se-ia de uma operação direta

entre o prestador e o tomador. Entretanto, o que se observa no desenvolvimento do sistema financeiro internacional é que as transações financeiras continuavam tendo a participação de intermediários. Mesmo assim, "... a transformação dos ativos financeiros em títulos (securitização) que só podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários" (Lima, 1997). A ampliação do processo de desregulamentação e pelos países industrializados e, por todos os mercados emergentes, e a interpenetração dos vários mercados nacionais, propiciadas pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais, levou à exacerbação do processo de internacionalização financeira, o que ficou conhecido como globalização financeira.

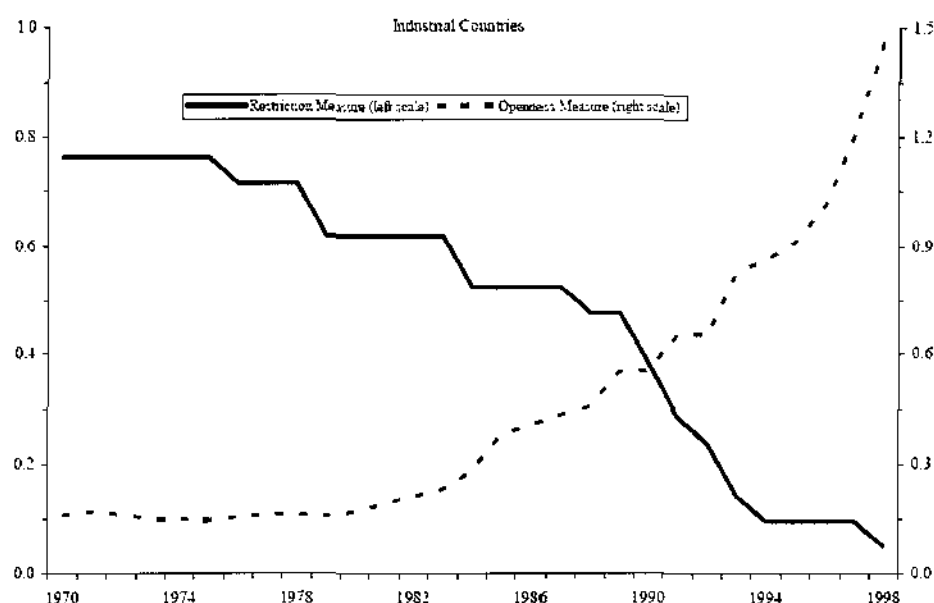
Gráfico 1. Evolução do processo de abertura financeira nas economias emergentes⁽¹⁾.



Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional(2003)

Através do gráfico 1, apresentado acima, pode visualizar a evolução do processo de abertura financeira nas economias emergentes. A linha azul representa a medida de restrição dos fluxos de capitais, enquanto a vermelha, a medida de abertura financeira. Comparada à evolução das economias desenvolvidas, apresentada no gráfico 2, abaixo, percebe-se que a evolução nestes últimos é muito mais veloz. Enquanto nas economias emergentes, ao longo de 28 anos a variação na abertura financeira é de aproximadamente 0,2 pontos, nas economias desenvolvidas, a mesma medida varia 1,45 pontos.

Gráfico 2. Evolução do processo de abertura financeira nas economias desenvolvidas.



Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional(2003)

Os protagonistas destes mercados são, na verdade, os grandes bancos, os fundos mútuos e institucionais (fundos de pensão e seguradoras) além da tesouraria das grandes empresas que decidiram ampliar a participação da riqueza financeira no seu *roll* de ativos. Dotados de grande poder financeiro e de influência sobre a “opinião dos mercados”, esses agentes, são na verdade formadores de convenções, no sentido de que podem manter, exarcebar ou inverter tendências. É este comportamento que configura uma das características principais deste processo de globalização: a volatilidade. Esta volatilidade é decorrente das mudanças freqüentes nas expectativas predominantes a respeito da evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em moedas distintas, e caracteriza-se tanto por mudanças rápidas e inesperadas no valor dos ativos financeiros quanto por formação de bolhas especulativas.

Na tentativa de também minimizar riscos e reduzir a volatilidade do sistema, diversos produtos e processos foram criados.

(1) Liberalização da Conta de Capital é geralmente considerada um importante precursor da integração financeira. Um indicador que mede diretamente o grau de abertura financeira é baseado nos estoques brutos de ativos e passivos estrangeiros em relação ao PIB. Os dados referentes a estoque constituem um melhor indicador de integração para as nossas proposta, visto que os fluxos são mais voláteis de ano para ano. Enquanto estas duas medidas estão relacionadas, elas denotam dois diferentes aspectos. As “Medidas de Restrições da Conta de Capital” (Capital Account Restriction Measure) refletem a existência das restrições aos fluxos de capitais de jure, enquanto as “Medidas de Abertura Financeira” (Financial Openness Measure) captura de facto a integração financeira nos termos de fluxos de capitais realizados. Maiores detalhes em International Monetary Fund (2003) “Effects of financial globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.”

Os produtos financeiros fazem parte das inovações criadas pelos mercados para atender as necessidades específicas dos demandantes deste sistema, sejam elas voltadas para a especulação, captação financeira, ou principalmente para cobrir os riscos financeiros. Entretanto esta cobertura, não se tornou total, ela apenas transferiu o ônus para terceiros, levando a manutenção da instabilidade financeira estrutural.

Através da tabela 1 abaixo, composta pelos principais instrumentos financeiros derivados, pode-se ilustrar o desenvolvimento de novos produtos ao longo das décadas de 70 a 90 e ainda, visualizar o aprofundamento das relações financeiras, através do crescimento no volume de recursos transacionados.

Em suma, o desenvolvimento do processo de globalização financeira foi promovido através de alguns fatores chaves: inovações nos instrumentos de mercado; desregulamentação e desintermediação financeira; e abertura financeira. As duas primeiras, conforme exposto anteriormente, decorreram de práticas norte-americanas e do aumento da concorrência interbancária. Já a abertura financeira, segundo Akyuz (1993) pode ser decomposta na liberalização das transações de entrada, das transações de saída, e na conversibilidade entre moedas. A primeira relaciona-se com a liberdade dos residentes obterem empréstimos nos mercados externos, por razões alheias ao comércio de bens, e para os não residentes concederem crédito nos mercados nacionais. A segunda implica a liberdade para os residentes transferirem capital e adquirirem ativos financeiros fora do país, e para não-residentes emitirem passivos nos mercados locais. A conversibilidade entre moedas, por sua vez, define-se pela autorização de relações creditícias em moeda estrangeira (depósitos e empréstimos) entre residentes.

Tabela 1. Evolução dos Contratos de Derivativos.

Risk Category / Instrument	Notional amounts outstanding					Gross market values				
	Dec 2003	Jun 2004	Dec 2004	Jun 2005	Dec 2005	Dec 2003	Jun 2004	Dec 2004	Jun 2005	Dec 2005
Total contracts	197,167	220,058	251,499	271,282	284,819	6,987	6,395	9,244	10,417	9,139
Foreign exchange contracts	24,475	26,997	29,289	31,081	31,609	1,301	867	1,546	1,141	998
Forwards and forex swaps	12,387	13,826	14,951	15,801	15,915	607	308	643	464	407
Currency swaps	6,371	7,033	8,223	8,236	8,501	557	442	746	549	452
Options	5,717	6,038	6,115	7,045	7,193	136	116	158	129	139
Interest rate contracts	141,991	164,626	190,502	204,795	215,237	4,328	3,951	5,417	6,699	5,463
Forward rate agreements	10,789	13,144	12,780	13,973	14,483	19	29	22	31	29
Interest rate swaps	111,209	127,570	150,631	163,749	172,609	3,918	3,562	4,903	6,077	4,884
Options	20,012	23,912	27,092	27,072	27,885	391	360	492	592	570
Equity-linked contracts	3,787	4,521	4,385	4,551	5,057	274	294	498	382	560
Forwards and swaps	601	601	758	1,086	1,111	57	63	76	88	105
Options	3,186	3,820	3,629	3,464	3,946	217	231	422	294	455
Commodity contracts	1,406	1,270	1,443	2,940	3,608	128	166	169	376	523
Gold	344	318	369	288	334	39	45	32	24	51
Other commodities	1,062	952	1,074	2,652	3,273	88	121	137	351	472
Forwards and swaps	420	503	558	1,748	2,319					
Options	642	449	516	904	955					
Other	25,506	22,644	25,879	27,915	29,308	957	1,116	1,613	1,818	1,595
Memorandum item:										
Gross Credit Exposure						1,989	1,478	2,075	1,897	2,083

Efetivamente do um ponto de vista do marxismo, a atividade econômica visa agregar valor aos objetos produzidos para a troca, denominados de mercadorias. Esta é a primeira forma de existência do valor de troca, o qual através da circulação das mercadorias assume uma forma nova e autônoma de existência materializada no dinheiro. O acúmulo de mercadorias não destinadas para o consumo, mas para produzir outras mercadorias, através do trabalho transforma estas mesmas mercadorias em capital industrial produtor de novas mercadorias. O dinheiro acumulado enquanto forma do valor transforma-se em capital monetário cuja lógica em movimento de valorização tende a dominar o circuito do capital industrial como indica a fórmula $D-M-D'$. A tendência a auto valorização do capital monetário a juros procura abolir o processo produtivo, sua fonte de valorização, como indica a formula abreviada $D-D'$, assim, o capital atinge sua forma mais desenvolvida como capital financeiro e capital fictício, materializado na variedade das moedas, mas principalmente na gama de papéis e títulos, privados e públicos, que constituem a massa de riqueza financeira do capitalismo mundial (Corazza, 1996).

Portanto, cabe observar, que a evolução das economias nacionais para uma economia mundial e a passagem de circulação de mercadorias para a circulação dos capitais produtivos e destes para a dominância dos capitais financeiros não constitui um resultado aleatório dos acontecimentos, nem de decisões políticas, mas decorre da tendência natural e intrínseca à mundialização e à financeirização da própria economia capitalista. Prevalece aqui o princípio da atratividade que coloca as economias nacionais umas contra as outras para atrair os capitais externos. A regulação do sistema nesta fase é entregue aos mecanismos de mercado.

2.1 - A Integração Financeira Latino-Americana

A grande maioria dos países da América Latina experimentou um longo período de inflação elevada, dentre ele alguns surtos de hiperinflação, levando-os em algumas ocasiões à destruição dos padrões monetários nacionais. Este perfil econômico, isto é, inflação cronicamente elevada, característico dos países da América latina, era consequência dos imensos déficits fiscais e de conflitos distributivos presentes nestas economias. Os fluxos de financiamento externo que serviam como instrumento regulador das contas externas até finais da década de 70, e que em última instância, contribuíram para a ampliação dos déficits fiscais, mediante complemento nos investimentos efetuados pelo Estado até então, romperam-se bruscamente no início da década de 80, desencadeando uma severa

crise cambial que se desdobrou em um agravamento da situação fiscal e na progressiva perda de capacidade de gestão monetária por parte do Estado (Corazza, 1996)

A desvalorização da moeda decorrente da crise externa levou a completa destruturação fiscal nas economias latino-americanas, em decorrência do fato de que ao tentar saldar dívidas em moeda estrangeira do setor privado ou do próprio setor público, numa situação em que a receita tributária era declinante, dado a aceleração da inflação e a conjuntura recessiva destas economias, os Estados ampliaram os déficits fiscais sem precedentes. Por outro lado, a desvalorização cambial promoveu o renascimento das exportações a favor dos bens *tradeables* no setor privado, o qual, menos onerado por dívida externa, se tornou gerador líquido de divisas.

Ao Estado, portanto, restou adquirir os recursos necessários para o pagamento da dívida externa crescente. Dado a situação fiscal deficitária e sem nenhuma perspectiva de melhora, o Estado viu-se quase que obrigado a recorrer ao financiamento interno privado de curto prazo. Apesar de suprir, naquele momento, dos recursos necessários, o custo dos financiamentos privados era muito elevado, devido ao alto prêmio de risco embutido nas operações e exigido pelos mercados financeiros. No Brasil, A expectativa dos agentes privados levava os governos a preocuparem-se cada vez mais com a necessidade de neutralizar a incerteza quanto ao valor dos ativos financeiros e de seu rendimento real, o que levou a um “aperfeiçoamento” dos sistemas de indexação. Este aperfeiçoamento foi ainda mais intenso, na medida em que o horizonte temporal da indexação reduziu-se a um dia, e abrangeu todos os ativos financeiros, inclusive os saldos monetários, o que “endogeneizou” completamente a oferta monetária e transformou a política monetária prisioneira das expectativas dos agentes privados (Lima, 1997).

Pode-se afirmar que esta transformação da crise cambial em uma crise aguda do padrão monetário decorreu, em larga escala, das políticas de ajustamento recomendadas pelos organismos multilaterais, isto é, a combinação de políticas de desvalorização cambial e austeridade fiscal “aceita” pelas economias latino-americanas a partir de recomendações do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial, revelou-se inconsistente, uma vez que, dada o imenso estoque de dívida em moeda estrangeira e o perfil desta dívida, só restava aos respectivos governos financiar tais déficits ampliando o endividamento interno de curto prazo (Lima, 1997).

No início dos anos 90, a persistência da inflação e a fadiga generalizada da alternância de programas convencionais e heterodoxos de combate à inflação, levaram os mesmos órgãos multilaterais a propor uma nova agenda reformista, enquadrada no contexto das reformas liberais consolidadas sob a epígrafe do Contexto de Washington. A reversão dos fluxos de capitais em favor dos países emergentes neste momento impulsionou a adoção das políticas econômicas liberais

apregoadas nesta nova agenda reformista, visto que a abundância na oferta de poupança externa seduziu os governos dos países emergentes a utilizá-los como um mecanismo de combate à inflação, através da âncora cambial.

Esta nova agenda de reformas incluía alguns pontos já conhecidos, porém cujos graus de aplicação deveriam ser maiores, e outros inéditos. Os principais pontos são: austeridade fiscal, abertura comercial e ao investimento estrangeiro, liberalização cambial e redução da participação estatal na economia, mediante privatizações de empresas estatais, desregulamentação e desintermediação. É neste momento, em que, de fato, ocorre a integração financeira dos países latino-americanos aos mercados financeiros internacionais.

O início dos anos 90 foi marcado, portanto, pelo notável crescimento dos influxos de capital para os países da América Latina, finalizando um período de grande escassez que se seguiu à crise da dívida nos anos 80. O fator que sem dúvida proporcionou esta reversão da situação dos países latino-americanos de doadores de “poupança” em receptores, foi a deflação dos ativos mobiliários e imobiliários observada a partir do *crash* da bolsa dos EUA já no final de 89, nos mercados globalizados.

Alguns países periféricos, principalmente os latino-americanos, até então submetidos às condições restritivas impostas pela crise da dívida, foram literalmente fígados pelo processo de globalização no início dos anos 90, analogamente, através do anzol da “financeirização”, assim, passaram a executar seus programas de estabilização segundo as prerrogativas impostas pelos mercados financeiros liberalizados, assumindo a partir de então a total ausência de autonomia na definição de políticas macroeconômicas nacionais. Outro, na Ásia, não seguiram o mesmo caminho.

Capítulo 3 - Conceitos e Justificativas para a Abertura e Desregulamentação Financeira

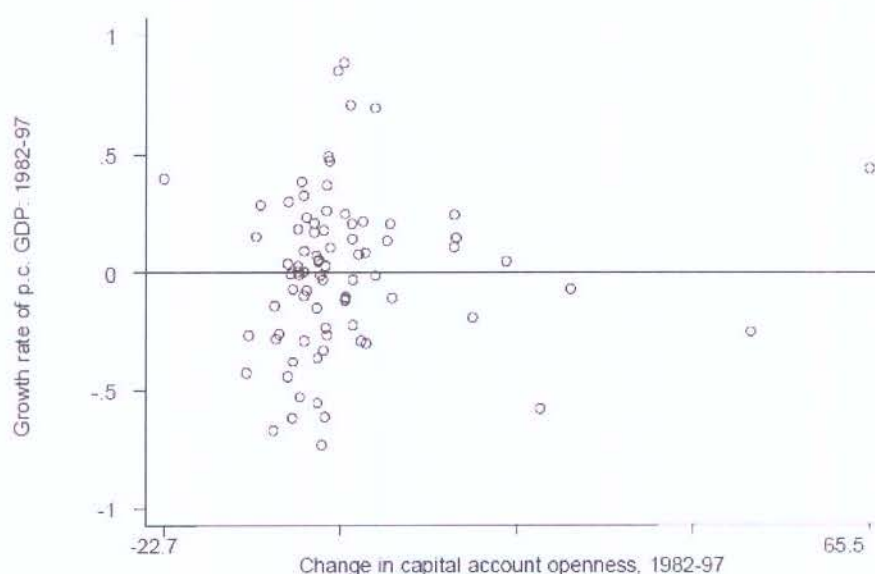
A abertura financeira, de acordo com Paineira & Carcanholo (2002), pode ser entendida como o aumento da facilidade com que os residentes de um país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos. Segundo Akyüs (1993), a abertura financeira pode ser decomposta na liberalização das transações de entrada de capitais, das transações de saída, e na conversibilidade entre moedas. A primeira deve-se a ausência de restrição à captação de recursos no exterior por residentes, vis-à-vis, os não-residentes de concederem empréstimos no mercado interno. A segunda relaciona-se com a liberdade de residentes transferir capital e adquirirem ativos fora do país, e para não-residentes emitirem passivos nos mercados locais. A conversibilidade de moedas expressa a autorização de relações entre agentes credores e devedores em moeda estrangeira.

A integração financeira internacional é o processo através do quais os países que por razões políticas e institucionais, normalmente dentro de compromissos acordados para renegociação de dívidas externas, executam o processo de abertura e liberalização da conta de capital, apresentando algumas justificativas para tal. Para Kose et al (2003), da integração financeira internacional acredita-se decorrer dois grandes potenciais benefícios: melhor alocação global do capital e auxiliar países a melhor compartilharem os riscos através da redução da volatilidade no consumo. A primeira pode ser compreendida como o aperfeiçoamento da intermediação financeira entre poupadores e investidores, permitindo a canalização de poupança externa para países com insuficiência de capital, o qual seria importante também, para o financiamento compensatório de problemas de balanço de pagamentos. A segunda justifica-se segundo a tese que a abertura financeira aumentaria a possibilidade de minimização dos riscos por parte dos investidores, domésticos e externos, em virtude da diversificação da posse de ativos que ela proporciona. Para economias em desenvolvimento, em particular, devido às suas inerentes volatilidades e baixos níveis de capital físico, prevê-se um maior ganho decorrente deste processo de integração. Segundo Paineira & Carcanholo (2002), o *mainstream* justifica ainda a abertura financeira porque ela leva à perda de autonomia de política econômica, o que, para países que a implementarem, seria salutar, uma vez que isto reduziria o risco de políticas inadequadas ao novo contexto de globalização financeira. Cabe aqui uma questão pertinente à defesa da tese apresentada neste trabalho, “políticas inadequadas para quem? Investidores estrangeiros ou sociedade nacional?”.

As benesses trazidas às economias financeiramente integradas no mercado mundial de capitais, e apontados anteriormente, são alvo de intensos debates sobre os seus impactos sobre o crescimento

econômico e a redução de volatilidade. Diversos estudos, entre eles Kose et al (2003), apontam que a integração financeira não proporciona nenhum benefício ao crescimento econômico, uma vez que, esta relação, quando encontrada, mostra-se fraca ou pouco robusta. O gráfico 3 abaixo, apesar de não ser do mesmo estudo citado anteriormente (Kose), contribui para a explicação da relação entre abertura financeira e crescimento econômico.

Gráfico 3. Incremento na Abertura Financeira e Crescimento do Produto Interno Bruto per capita em diversos países em desenvolvimento – Correlação Simples,, 1982-97.



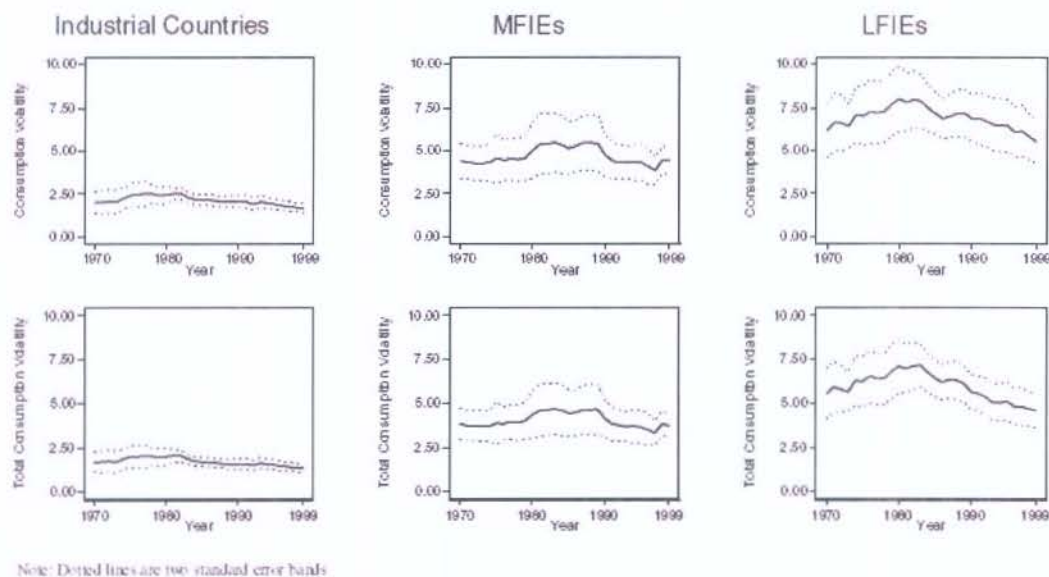
Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional(2003)

Na abscissa do gráfico temos a evolução na abertura da conta de capital, medida através da relação entre o saldo líquido de capitais privados e o Produto Interno Bruto. Na ordenada temos a taxa de crescimento do PIB per capita. Pode-se compreender, portanto, que a correlação entre estas duas variáveis não é forte o suficiente para apostar-se numa tendência positiva entre as variáveis envolvidas.

Em relação à volatilidade econômica, Kose et al (2003) concluem primeiramente que, a teoria econômica não oferece um guia claro sobre os efeitos da integração financeira na volatilidade do produto. Em sua análise empírica, os autores concluem que a volatilidade do produto, na média, diminuiu na década de 1990 relativamente às três décadas anteriores, entretanto, a volatilidade do consumo relativa à do produto aumentou para países classificados como “More Financed Integrated Economies – MFIE’s, entre eles o Brasil, na mesma década. As análises empíricas do estudo também demonstram que a abertura financeira, medida através da relação entre fluxos brutos de capitais e Produto Interno Bruto, está associada à um aumento na razão entre volatilidade do consumo e

volatilidade da renda, contraditoriamente a noção de “*international risk-sharing*” decorrente da integração financeira, conforme preposições adotadas pelo mainstream.

Figura 1. Volatilidade do Consumo.



Fonte: Kose et al (2003)

A figura 1 acima, ilustra a evolução das taxas de volatilidade média do consumo privado e total. Para países industriais, ocorre uma pequena queda na volatilidade do consumo na década de 90, relativamente às décadas anteriores. Para os países considerados Menos Financeiramente Integrados (LFI – Less Financed Integrated), percebe-se uma queda acentuada e estatisticamente significativa durante os anos 90, quando comparados aos anos 80 e 70. A maior diferença, entretanto está no conjunto de países classificados como Mais Financeiramente Integrados (MFI - More Financed Integrated), cujas volatilidades médias do consumo apresentaram um aumento na década de 90.

Quais os possíveis fatores podem ter exercido um papel determinante na não promoção do crescimento econômico e na manutenção das altas taxas de volatilidade encontrada nos países emergentes? Segundo Andersen & Moreno (2002), quatro fatores mais substanciais podem ter provocado os efeitos negativos da integração financeira. O primeiro fator apontado seria a heterogeneidade no grau de liberalização financeira entre os países e medidas desiguais na promoção da abertura financeira. Vários estudos apontam que medidas foram adotadas para aumentar a abertura financeira em todo o globo. Todavia, China e Índia, as duas maiores economias emergentes do mundo, mantêm significantes controles de capitais, no esforço de reduzir a desestabilização provocada pela especulação em mercados de moedas estrangeiras. Muitos países, principalmente, países do Sudeste

Asiático, tais como Indonésia, Malásia, Singapura e Tailândia mantiveram ou adotaram medidas para limitar a internacionalização de suas moedas, pelo menos até a crise de 1997. Outros, como a Malásia, foram além, e seguiram o mesmo caminho da China e da Índia, impondo controles de capitais, de modo a prevenir o estouro de crises financeiras ou reduzir seus possíveis efeitos. O fato destacado por estes autores, é, portanto, que a integração financeira envolve alguns trade-offs, e um deste seria o crescimento econômico mais veloz *versus* maior exposição a choques externos.

O segundo fator listado é a intensidade da integração financeira, medida através do volume de fluxos de capitais, a qual também se apresentou irregular durante a última década. Após um crescimento dos fluxos de capitais para países emergentes ao longo da primeira metade dos anos 90, os mesmos caíram significativamente a partir de 96, voltando a se recuperar a partir de 2003.

Em terceiro, mas não necessariamente por ordem de importância, ocorreu uma inversão no sentido dos fluxos de capitais. A teoria relata que o capital deveria fluir para países com poupança elevada (centrais), nos quais o retorno marginal do capital é relativamente baixo, para países com baixa poupança (periféricos), e deste modo, aumentar a rentabilidade do capital global. Entretanto, desde 1997, os países desenvolvidos vêm registrando vastos déficits em conta corrente, principalmente os Estados Unidos. Estes déficits têm sido financiados por superávits em conta corrente e saídas de capitais de países em desenvolvimento, notadamente a Ásia que tem acumulado reservas em divisas muito elevadas. Em outras palavras, há uma transferência líquida de capitais de países pobres para ricos. Uma justificativa apontada pelos economistas mais ortodoxos, seria a elevado grau de incerteza ainda corrente nos países periféricos, cujas elevadas taxas de retorno oferecidas ao capital estrangeiro ainda não seriam compensatórias aos riscos de desvalorização das respectivas moedas.

Finalmente, o último fator destacado é o papel do regime monetário/cambial. Muitos países tentam preservar a autonomia monetária, removendo os controles de capitais e adotando um câmbio mais flexível. Em países mais desenvolvidos, cujas moedas estão na parte superior da hierarquia monetária global, esta dualidade torna-se possível devido a maior credibilidade de suas instituições e do poder de reação dessas economias são muito menos sujeitas a *sudden stops* em casos de reversão de fluxos de capitais, conhecidos como *sudden stops* pela literatura econômica. Já em países subdesenvolvidos, a teoria, baseada no modelo Mundell Fleming, não se verifica. Isto é, o modelo prevê que quando o regime cambial é fixo, os fluxos de capitais irão equalizar a taxa de juros interna à externa, e, portanto, a política monetária perde completamente sua habilidade de influenciar a atividade doméstica. Por outro lado, quando a taxa de câmbio é flexível a política monetária será efetiva através de ajustes no câmbio, ou seja, em caso de um choque externo, a taxa de cambial torna-se a variável de ajuste, em

detrimento de alterações na taxa de juros. Será discutido posteriormente o porquê alguns países preferem flutuação cambial à flutuação monetária, por intermédio dos juros.

Em suma, independentemente do regime cambial, a integração financeira, mostrou ser capaz de tornar países mais vulneráveis aos choques externos que irão retardar ou paralisar o processo de crescimento econômico e de suavização da volatilidade no consumo. Este processo, de forma geral, apresenta resultados ainda não consistentes e definidos. Em alguns casos específicos, a integração dos mercados financeiros promoveu a aceleração do desenvolvimento econômico, em outros, como por exemplo o Brasil, este processo mostrou-se bastante perverso, implicando na total subordinação das políticas nacionais de desenvolvimento econômico ao capital financeiro internacional, incompatibilizando qualquer projeto de desenvolvimento econômico nacional.

Seria injusto, entretanto, não apontar alguns desenvolvimentos positivos gerados pela integração dos mercados de capitais. Andersen & Moreno (2002) analisam que os *spreads* dos títulos públicos de economias emergentes, denominados “Sovereign Bonds”, caíram à metade a partir de 2002 comparado aos níveis observados anteriormente à crise Asiática, e ainda, permitiram retornos muito maiores que os títulos lançados em países desenvolvidos. Tais empreendimentos foram possíveis devido a alguns fatores internos e externos às economias periféricas. Dentre os fatores internos, o mais significativo seria a adoção de sistemas de metas de inflação, ou similar, o qual fortaleceu a confiança dos investidores internacionais, uma vez que as práticas anteriores, tal como o déficit público excessivo passou a ser restringido, reduzindo, portanto o volume da dívida e consequentemente, melhorando a avaliação dos mercados internacionais. Aliás, este tipo de política é claramente um pilar da estrutura lógica neoliberal implantada a partir do início da década de 90 nos países emergentes. O fator exógeno mais relevante é sem dúvida, a redução dos juros nos principais países centrais, os quais induziram os investidores a considerar alguns riscos na aplicação em benefício de maiores ganhos. Esses movimentos: sudden stops e volta de fortes fluxos ficaram conhecidos como ciclos de liquidez internacional para os países emergentes, outros como Calvo falam em “*globalization hazard*”.

Outros pontos positivos são apresentados no texto, e todos estão direcionados à redução da volatilidade dos fluxos de capitais e da vulnerabilidade externa, principalmente nas economias emergentes. Os mais importantes, neste sentido, são a menor ocorrência de “*Currencies Mismatches*”, definidos como a diferença no valor dos ativos e passivos denominados em moeda estrangeira, e o aprofundamento gradual dos mercados financeiros domésticos nos mercados emergentes.

Capítulo 4 – A Escolha do Regime Cambial e a Conexão Juros-Câmbio

Os recentes episódios de ataques especulativos e crises cambiais da década de 90 desenvolveram a convenção de que as economias emergentes inseridas no contexto da globalização financeira perderam a soberania e a independência na definição e execução de políticas econômicas. Muitos acreditam que este fato decorre da opção feita pelos governos da utilização de regimes de câmbio fixo ou semi-fixo. Por outro lado, países emergentes passaram a ter inconvenientes com a flutuação da taxa de câmbio e seus impactos sobre a inflação e a produção. Estudos recentes ² têm mostrado que países emergentes com câmbio flutuante limitam as flutuações da taxa de câmbio. Aliás, essa importância dada à limitação da variação da taxa de juros é, segundo Mussa et al (2000) muito superior em países em desenvolvimento do que em países do G-3 ou outras economias desenvolvidas. Esta opção revela a importância da volatilidade cambial sobre a política monetária, uma vez que, o elevado grau de *pass-through*, isto é, o grau de transmissão da variação cambial para os preços domésticos, implica na ortodoxia monetária em detrimento da menor oscilação no câmbio, reduzindo, por conseguinte as possibilidades de crescimento econômico. Calvo e Reinhart (2000) demonstram a preferência, dos países emergentes pela maior volatilidade nas taxas de juros em troca de uma menor volatilidade nas suas taxas de câmbio.

A teoria tradicional indica que é impossível uma economia perseguir simultaneamente, a autonomia de política monetária, regime de câmbio fixo e abertura da conta de capital, logo, conhecida como a “Trindade Impossível” (Mohanty e Scatigna, 2005). Entretanto algumas visões sobre a sustentabilidade do regime cambial são encontradas. A “Visão Bipolar” aponta que é menos viável para uma economia com elevado envolvimento no mercado de capitais internacional, a utilização de regimes cambiais “intermediários” (*soft-peg*).

A escolha deve ser extremista, isto é, ou se opta por regimes *hard-pegs* (tal como o *currency board* ou dolarização) ou pela flutuação cambial plena. A justificativa é dada através de argumentos baseados nas limitações existentes em regimes *soft-pegs* num contexto de economias periféricas. De acordo com esta visão, alguns países são incapazes de conseguir empréstimos na sua própria moeda (*Original Sin*) e acabam se endividando em moedas estrangeiras, o que implicará no aumento da vulnerabilidade externa (*Currency Mismatches*) e em profundas depreciações cambiais num momento de choque externo. Deste modo, as vantagens trazidas supostamente pelo regime flutuante são reduzidas.

(²) Maiores Informações em Musa et al (2000) e Calvo e Reinhart (2000)

A visão alternativa, conhecida como “Medo de Flutuar” (*“Fear of Floating”*), segue os argumentos defendidos por Calvo e Reinhart, cuja tese é aquela pela preferência pela limitação da flutuação cambial em detrimento da maior volatilidade na taxa de juros (Mohanty e Scatigna, 2005).

As conclusões extraídas da literatura mostram que, por um lado, o câmbio fixo possui a vantagem de reduzir os custos de transação e o risco cambial. Por outro lado, há a desvantagem de implicar a perda de autonomia monetária, a qual poderia ser utilizada como potencial instrumento de expansão do nível de renda e emprego.

Todavia, independente da visão assinalada existe um debate atual sobre a necessidade de se permitir uma maior flexibilidade na taxa de câmbio em economias emergentes (Mohanty e Scatigna, 2005). Nesse sentido conforme sugerem Caramazza e Asis (1998):

“Permitir a apreciação gradual da taxa de câmbio para acomodar pressões de elevação parece ser o caminho para manter a estabilidade econômica no longo prazo. Além do mais, ao permitir que a taxa de câmbio se ajuste como resposta ao ingresso de capitais, os policymakers podem influenciar as expectativas do mercado. Em particular, os policymakers podem fazer com que os participantes do mercado tenham conhecimento do risco que eles enfrentam – apreciações cambiais podem ser seguidas por depreciações. Esse elevado conhecimento dos riscos da taxa de câmbio pode inibir alguma ação mais especulativa de capitais de curto prazo, reduzindo, portanto, a necessidade de ajustes corretivos”.

Dois argumentos baseiam essa afirmação. O primeiro argumento é que as crises ocorridas no México e na Ásia na segunda metade da década de 90, demonstraram que regimes cambiais fixos ou semi-fixos levam a sobrevalorização da taxa de câmbio real. Este fato implica em algumas consequências negativas para as economias em questão. A sobrevalorização da taxa de câmbio encoraja as empresas do setor financeiro e bancos a emprestar recursos de curto-prazo do exterior excessivamente, aumentando a vulnerabilidade do país a reversões nos fluxos de capitais. O segundo argumento diz que com a crescente abertura comercial e a maior ocorrência de choques externos, o papel da taxa de câmbio como um instrumento de estabilização automática tornou-se mais apreciado. Esta preposição baseia-se na rigidez de preços e salários. Deste modo, um choque externo no sentido de redução de demanda, provocaria, num cenário de câmbio fixo, uma significativa redução de preços, de modo a realinhar a taxa de câmbio e ajustar as contas do balanço de pagamento. No caso do câmbio

flexível, isto não ocorre, uma vez que a variável câmbio absorveria os impactos da redução de demanda externa, levando a uma depreciação da mesma.

Segundo dados do Fundo Monetário Internacional, as economias emergentes estão progressivamente adotando o regime de câmbio flexível. De acordo com a classificação do FMI, de 32 países em desenvolvimento (mais significantes economicamente), 15% optava por este regime cambial na década de 90, passando para mais de 50% no final de 2001. Entretanto, é importante assinalar que uma grande parcela destes países, além de adotar simplesmente o regime de câmbio flutuante, passou a utilizar algum mecanismo de controle de capitais como forma de assegurar alguma autonomia de política monetária e a sustentabilidade do crescimento econômico, tal como a Venezuela, Indonésia, Índia e China (Mohanty e Scattigna, 2005)

Tabela 2. Regimes cambiais em economias emergentes.

Regime Cambial em Economias Emergentes		
País	Regime Cambial	
	1997	2002
China	Fixo	
Hong Kong	Currency board	
Índia	Flutuação Controlada	
Indonésia	Flutuação Controlada	
Korea	Flutuante	
Malásia	Fixo	
Filipinas	Flutuação Controlada	Flutuante
Singapura		
Tailândia	Flutuação Controlada	
Argentina	Currency board	Flutuante
Brasil	Bandas Cambiais	Flutuante
Chile	Bandas Cambiais	Flutuante
Colômbia	Bandas Cambiais	Flutuante
México	Flutuante	
Peru	Flutuante	
Venezuela	Bandas Cambiais	Fixo
República Checa	Flutuação Controlada	Flutuante
Hungria	Bandas Cambiais	
Polônia	Bandas Cambiais	Flutuante
Rússia	-	
Israel	Bandas Cambiais	
Arábia Saudita	Fixo	
África do Sul	Flutuante	
Turquia	Flutuação Controlada	Flutuante

Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e Bancos Centrais.

A tabela 2 apresentada acima consolida as informações sobre o tipo de regime cambial adotado em diversas economias emergentes em dois períodos distintos.

Segundo Mohanty e Scattigna (2005), a maior adesão de regimes de câmbio flutuante é justificada pela teoria tradicional, num contexto de globalização financeira, pela conquista de maior autonomia na definição e execução de políticas monetárias. Entretanto, a realidade não é tão límpida quanto a teoria. A maioria dos países que adotam o regime de câmbio flutuante não permite que a taxa de câmbio oscile ao prazer do mercado de capitais. As autoridades monetárias, principalmente de países emergentes, onde a volatilidade de capitais é bastante intensa, são obrigadas a interferir no mercado cambial de modo a minimizar ou evitar uma série de problemas decorrentes da volatilidade do câmbio. Esta atuação não se assemelha a fixação de uma meta específica para a taxa de câmbio, mas influencia a trajetória e o nível da mesma.

4.1 – O Modelo Econométrico³

Para demonstrar empiricamente que a adoção do regime de câmbio flutuante não implica em absoluta autonomia monetária em economias emergentes, utilizou-se como referência o estudo realizado por Frankel (2002). Frankel examina como a escolha do regime cambial afeta a sensibilidade da taxa de juros interna em relação à taxa de juros internacional. O modelo compreende uma larga amostra de dados de economias industrializadas e em desenvolvimento (46 países - 18 desenvolvidos e 28 em desenvolvimento) das últimas três décadas, obtidos através do banco de dados do *International Financial Statics (IFS)* do Fundo Monetário Internacional. Com o objetivo de simplificar a análise, o autor condensou os arranjos cambiais oficiais obtidos no banco de dados quadrimestral do FMI em três categorias mais amplas de regimes cambiais: fixos (*pegs*), intermediários (flutuação limitada, bandas, *crawls*) e flexíveis (*free-floating*). As estimativas empíricas foram realizadas segundo a classificação de Levy Yeyati e Sturzenegger (2000), os quais propõem uma classificação *de facto* baseada nos dados atuais de taxas de câmbio e reservas. O restante dos dados, tais como taxas de inflação e indicadores econômicos específicos, foram obtidos através da base de dados do Banco Mundial.

Segundo o autor, há diversos fatores que determinam a extensão pela qual a taxa de juros doméstica e a internacional movem juntamente. O primeiro fator apontado é o grau de integração financeira da economia doméstica no mercado mundial. Barreiras ao capital internacional podem minimizar a velocidade e intensidade da resposta das taxas de juros locais a mudanças nas taxas internacionais. Outro fator é a natureza dos choques. Se forem choques comuns, como por exemplo, choques financeiros ou climáticos, cujos impactos afetam vários países simultaneamente, há uma tendência de maior correlação entre as taxas de juros. Logo, mesmo que exista, ainda que supostamente, total autonomia monetária, o caminho percorrido pelas taxas de juros será diferente entre

os países, devido, simplesmente ao fato das autoridades dos respectivos países escolherem perseguir diferentes políticas monetárias.

O modelo consiste em:

$$r_{i,t}^{lc} = f_i + \beta r_t^* + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde $i=1, \dots, N$ e $t=1, \dots, T$;

$r_{i,t}^{lc}$ = taxa de juros nominal doméstica em moeda local de um país i no tempo t ;

f_i = efeito tempo-específico;

r_t^* = é a taxa de juros internacional;

$X_{i,t}$ = é um conjunto de variáveis controladas;

É assumido que o termo de erro $\varepsilon_{i,t}$ tem significado nulo e é independentemente distribuído entre os países, mas é possivelmente heterodástico e correlacionado serialmente.

No painel básico apresentado, os autores não incluem variáveis controladas. Entretanto, como um meio de checar a robustez do modelo, foi repetido os experimentos empíricos incluindo como uma variável controlada, a diferença entre a inflação doméstica e internacional. Este experimento foi feito, pois grande parcela da variação na taxa de juros nominal, entre países ao longo do tempo, pode refletir apenas variações no prêmio de risco da moeda e/ou país [*currency (e/ou country) risk premia*], os quais podem ser considerados uma *proxy* da diferença de inflação. Entretanto, adicionando o diferencial da inflação, na equação acima, virtualmente, causa nenhuma mudança nas estimativas empíricas. Mesmo assim, os resultados apresentados no estudo decorrem do modelo com a variável controlada inclusa.

Foi estimada a equação (1) separadamente para cada regime monetário, uma vez que a análise preliminar mostrou evidências de que nem os efeitos país nem os coeficientes das variáveis controladas, eram iguais dentre os diferentes regimes. Para cada regime, se interessou por dois parâmetros, caracterizando respectivamente a sensibilidade local da taxa de juros local à internacional (β), e o nível médio da taxa de juros local (após remoção dos efeitos da taxa de juros externa). Este último pode ser resumido por um parâmetro α , definido por:

$$\alpha = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N f_i$$

Isto é, o efeito-país médio sob o regime em questão.

De acordo com a sabedoria convencional, regimes cambiais mais flexíveis deveriam permitir aos países maior espaço para perseguirem suas políticas monetárias independentes. Logo, a sensibilidade da taxa de juros local à internacional deveria ser maior com a maior rigidez do regime cambial, isto é, para um dado grau de mobilidade de capitais, deve-se esperar

$$\beta_{fixo} > \beta_{intermediário} > \beta_{flutuante}.$$

O efeito-país específico f_i mede, para cada país sob cada regime cambial, o nível médio da taxa de juros não contabilizada pela taxa de juros externa. Em outras palavras, f_i deve ser enxergado como o parâmetro que reflete o nível do prêmio-moeda e prêmio-país não capturado por outras variáveis. Logo, se, por exemplo, regimes cambiais mais rígidos reduzem as expectativas de desvalorização monetária, devemos obter:

$$\alpha_{fixo} < \alpha_{intermediário} < \alpha_{flutuante}$$

Os resultados do modelo, que interessam para fins deste trabalho são apresentados na tabela 3 abaixo. A tabela 3 mostra para cada década analisada, os resultados para cada tipo de categoria cambial. Os resultados obtidos apontam o seguinte: as estimativas obtidas para a década de 70 e 80 são muito pobres e imprecisas, uma vez que o valor-p do teste para ambas estimativas não é significamente diferente de zero. Na década de 80, a categoria “fixo” exibiu absoluta transmissão de taxas de juros, com um β próximo de um (0.99). Na década de 90, por sua vez, as estimativas são consideravelmente maiores e mais precisas. Para regimes intermediários e flutuantes, as estimativas do β , são próximas à uma unidade (0.81 e 0.91, respectivamente), o que significa elevada sensibilidade das taxas locais de juros à taxa internacional. Para regimes fixos, obteve-se uma estimativa (1.81) estatisticamente maior que um nos níveis convencionais de significância, o que representa um sobre-ajuste das taxas de juros locais.

Os resultados obtidos através do modelo apresentado acima suportam a defesa da tese deste trabalho. Proponentes dos arranjos cambiais flutuantes, cujos argumentos são em defesa da utilização pura deste regime como instrumento garantidor de autonomia de política monetária, podem ser contrapostos em sua tese, visto que a condição supostamente resultante não é plenamente estabelecida devido a simples adoção do regime de câmbio flutuante. Os principais resultados do modelo podem ser resumidos em dois pontos: i – ao longo da última década todos os regimes cambiais apresentaram elevada sensibilidade das taxas de juros locais às internacionais; ii - As estimativas dinâmicas para cada país mostram que os regimes cambiais acarretam maior independência monetária no longo prazo, entretanto, apenas no sentido de menor velocidade de ajuste da taxa de juros local à internacional.

³ Esta seção está baseada em Frankel (2002);

Tabela3. Sensibilidade da taxa de juros local à taxa US T-BILL (internacional);

Resposta da taxa de juros local à taxa U-S T-Bill (internacional)				
	Taxa de Juros Internacional β	Valor-P	R ²	Numero de países (observações)
1970s:				
Regimes Fixos	0.05	0.00	0.94	4 (191)
Regimes Intermediários	0.47	0.09	0.96	5 (177)
Regimes Flutuantes	-0.52	0.02	0.94	2 (42)
1980s:				
Regimes Fixos	0.99 **	0.98	0.15	1 (29)
Regimes Intermediários	0.08	0.10	0.73	13 (1091)
Regimes Flutuantes	-0.12	0.01	0.90	4 (294)
1990s:				
Regimes Fixos	1.81**	0.02	0.09	2 (164)
Regimes Intermediários	0.81*	0.67	0.78	22 (1665)
Regimes Flutuantes	0.91*	0.84	0.54	10 (575)

(**) e (*) significam que a estimativa é estatisticamente diferente de zero nos níveis de significância de 5% e 10% respectivamente.

Esta preposição deve ser comentada. De fato a redução na velocidade de ajuste da taxa local à internacional no longo prazo é uma conquista rumo à autonomia monetária. Entretanto, deve-se pensar que neste caso o longo prazo é composto de vários curtos-prazos e, deste modo, pouco vale para uma economia emergente uma menor velocidade de ajuste de sua taxa de juros. Em outras palavras, devido à intensa volatilidade das taxas de juros internacionais, e a elevada transmissão destes choques externos à taxa de juros doméstica, uma menor velocidade de ajuste não significa maior autonomia, visto que, a estabilidade é passageira e virtual, não podendo, portanto, se prospectar um longo prazo.

Tendo-se em vista, portanto, a elevada sensibilidade das taxas de juros locais às externas, as perguntas que precisam ser respondidas são as seguintes: porque as autoridades monetárias preferem uma maior volatilidade na taxa de juros a uma maior volatilidade na taxa de câmbio? E qual é o mecanismo de interferência do governo neste processo?

Segundo Mohanty e Scattigna (2005), as autoridades monetárias intervêm no sentido de limitar as flutuações cambiais devido às condições especiais que as economias emergentes estão sujeitas. Por exemplo, a capacidade do setor exportador de se ajustar a mudanças repentinas no câmbio é limitada,

implicando num enorme desincentivo à promoção do comércio exterior, na presença da volatilidade cambial.

Outra razão são os *currency mismatches*, isto é, a diferença no valor dos ativos e passivos denominados em moeda estrangeira, e o aprofundamento gradual dos mercados financeiros domésticos nos mercados emergentes (Eichengreen et al, 2003), os quais aumentam a probabilidade de uma profunda queda na taxa de câmbio, expondo bancos e empresas ligadas ao setor financeiro, desprovidas de *hedges* para saldar suas dívidas em moeda externa, levando a um enorme rombo no balanço de pagamentos.

O mesmo problema, segundo Mohanty e Scattigna (2005), ocorre com as contas governamentais. Se um governo tem um déficit amplamente denominado em moeda estrangeira, e/ou, indexado à taxa de câmbio, uma desvalorização cambial pode levar ao comprometimento da sustentabilidade fiscal do país, aumento o risco para o investidor externo e os *spreads* nos títulos do governo – medida utilizada para medir o grau de (des)confiança do mercado. Deste modo, especialmente em economias emergentes, a estabilidade cambial tem uma função vital para a manutenção da estabilidade financeira pública.

Outro fator apontado é elevado grau de *pass-through* das variações cambiais para os preços domésticos encarados pelas economias emergentes. Até economistas de visão mais ortodoxa reconhecem que as economias emergentes apresentam um grau de *pass-through* mais elevado. Um estudo de Goldfajn e Werlang (2000), com uma amostra de 71 países, entre 1980 e 1998, aponta que a América e a Ásia apresentam um grau de transmissão dos efeitos do câmbio para os preços muito maior do que as outras regiões, sendo que o resultado para a América (o mais alto de todos: 1,24 em 12 meses) se deve principalmente aos países sul-americanos. Apontam também que, para o continente americano, o principal determinante da inflação é o câmbio, enquanto que para a Europa a inflação passada é o fator preponderante.

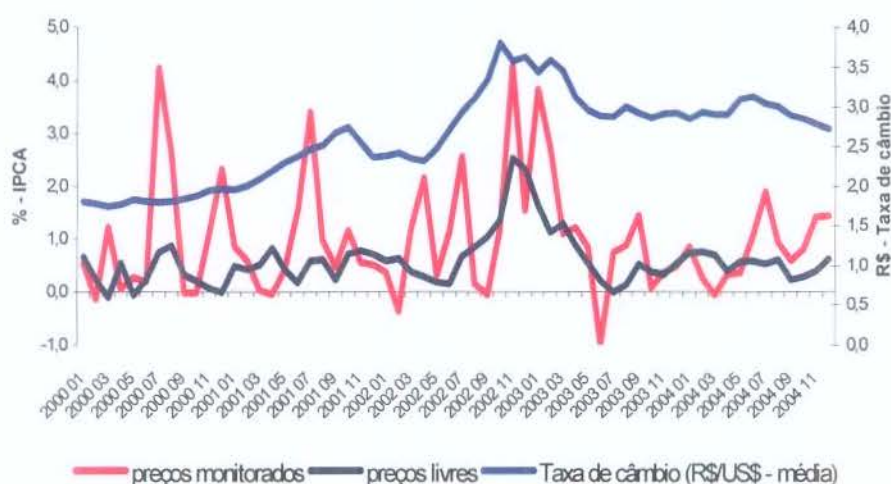
O impacto do câmbio sobre a inflação é, sem dúvida, o fator mais preocupante para as autoridades monetárias de economias emergentes, especialmente aquelas em que vigora o sistema de metas de inflação.

4.2 – *Pass-Trough*, Metas de Inflação e Política Monetária.

Segundo Mohanty e Klau (2004), os Bancos Centrais das economias em desenvolvimento modificam sistematicamente suas políticas monetárias, variando o nível da taxa de juros em resposta a inflação e choques cambiais. Na realidade, o primeiro pode ser consequência do segundo, mas ambos podem ocorrer de forma independente. Quando a relação apontada é presente e forte, isto é, quando

ocorre uma variação na taxa de câmbio e esta é transmitida aos preços domésticos, ocorre o fenômeno econômico denominado *pass-through*, cuja intensidade e frequência são maiores nas economias emergentes. No caso do Brasil, tal efeito é amplificado pelo mecanismo de reajuste de preços monitorados por contrato que seguem uma indexação aos Índices Gerais de Preços – muito mais sensíveis ao impacto dos choques externos e a elevação dos preços internacionais de *commodities* (Truman, 2002).

Gráfico 4. Taxa de Câmbio e Inflação (IPCA) - Brasil



Fonte: IPEA (elaboração própria).

O gráfico 4, acima, ilustra, para o caso brasileiro, precisamente a transmissão da desvalorização cambial sobre os preços internos. Através do gráfico pode-se visualizar que as variações dos preços monitorados, decorrentes do impacto cambial, são muito maiores em relação aos preços livres. No final de 2002, quando o dólar chegou atingiu cerca de R\$ 4,00/US\$, o IPCA preços monitorados registrou uma variação mensal de 4,29%, enquanto a variação nos preços livres foi de 2,53%.

Kurn (2005) destaca que o *pass-through* da taxa de câmbio para os preços ocorre em duas etapas: primeiro a taxa de câmbio afeta os preços dos bens que compõem a balança comercial, e, em seguida, essas variações refletem sobre os índices de preços.

Em função do elevado *pass-through* e de ataques especulativos que mostraram a inviabilidade de se manter um câmbio fixo ou administrado sem reservas cambiais gigantescas como a da China, os países emergentes, a partir do início da década de 90, começando com o Chile em 1990 e até o momento com o Peru em 2002, abandonaram o uso da âncora cambial para combater a inflação, mecanismo que pressupunha a rigidez do câmbio, e passaram a adotar a combinação de câmbio flutuante e sistema de metas de inflação. O Sistema de metas de inflação consiste na fixação de metas numéricas para a

inflação, para um índice oficial escolhido pelo Banco Central, anunciadas publicamente e definidas num dado horizonte temporal. Este sistema, segundo Mishkin (2000), só será eficiente se o governo estabelecer como prioridade zero a estabilidade dos preços, e assegurar a ausência de “dominância fiscal”, ou seja, garantir que o governo não incorra em déficits que tenham de ser monetizados, uma vez que este mecanismo de financiamento é considerado inflacionário.

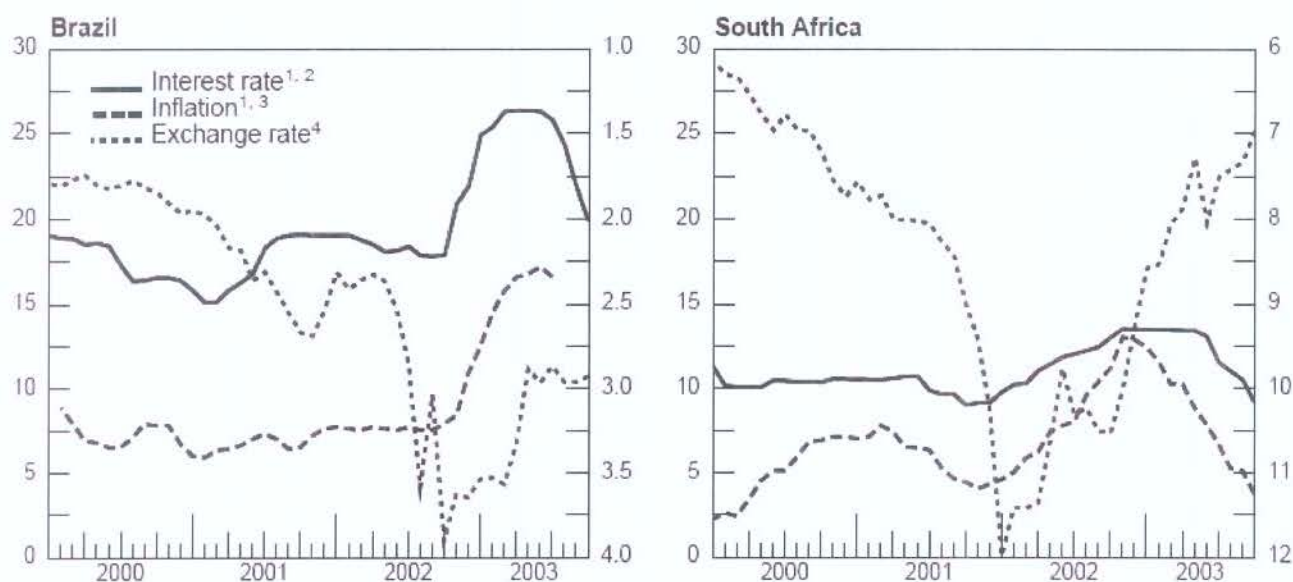
De acordo com a formulação teórica, baseada nos modelos Novo-Clássicos, o regime de metas de inflação permitiria autonomia de política monetária, visto que, a utilização do câmbio flutuante proveria as condições necessárias para a descrição de uma política monetária qualquer, além de alegar que esta não teria impacto sobre as variáveis reais, uma vez que, segundo os argumentos dos economistas novo-clássicos, a moeda é neutra. Todavia, o sistema de metas de inflação vai além de fixar metas, ele traduz-se no estabelecimento de regras para a política monetária, de tal modo que esta passa a posição passiva e subordinada ao sistema adotado (Truman, 2002).

É evidente que para sustentar o nível da inflação e garantir o cumprimento da meta estabelecida, as autoridades monetárias irão intervir no câmbio em momentos de volatilidade, evitando que a transmissão da variação na taxa de câmbio para os preços ocorra (Truman, 2002). Esta intervenção do Banco Central no sentido de limitar os movimentos da taxa de câmbio, pode ocorrer via juros, isto é, através da prática de políticas monetárias restritivas. Segundo Amato e Gerlach (2002) apontam que uma das características principais do regime de metas é que ele leva a respostas via juros mais sistemáticos por parte do Banco Central.

A resposta via ortodoxia de política monetária, é conhecida como a resposta indireta (Mohanty e Scattigna, 2003). Alterações no nível da taxa de juros para estabilizar o câmbio, tendem a ser amplas e persistentes. São amplas, pois, de acordo com Mohanty e Klau (2004), grande parte das desvalorizações cambiais em economias emergentes é decorrente de choques financeiros, e frequentemente resultam em elevação da inflação, em função das características peculiares destas economias, conforme exposto acima. Choques financeiros externos levam a um aumento da taxa de juros mais que proporcional à variação da taxa de câmbio. Isto ocorre, pois as economias emergentes são dotadas de moedas inconversíveis, e possuem elevado prêmio de risco. Logo, num momento de desvalorização cambial, em função da reversão dos fluxos de capitais, as autoridades monetárias são obrigadas a elevar a taxa de juros, a tal nível que, mesmo considerando o risco de desvalorização da moeda, ainda compense ao investidor externo manter o seu dinheiro aplicado no país (Carneiro, 2002). Ela é duradoura, pois existe um *lag* temporal entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a inflação, que virá a absorver as mudanças da política.

Segundo, Mohanty e Klau (2004), experiências recentes de países emergentes, como por exemplo a da África do Sul e do Brasil, ilustram esta reação por parte do Banco Central às oscilações no câmbio. O gráfico 5, abaixo, demonstra o quão estreito é o movimento da taxa de câmbio, da inflação e da taxa de juros nestes países, nestes países.

Gráfico 5. Taxa de Juros, Inflação e Taxa de Câmbio.



¹ Escala no eixo esquerdo; ² Percentual, taxa de curto-prazo; ³ Mudanças percentuais Anual; ⁴ Escala invertida no eixo direito, moeda local / Dólar;
 Fonte: Mohanty e Klau (2004)

O gráfico referente ao Brasil (à esquerda) retrata o período da crise de 2002, decorrente do processo eleitoral presidencial. Nesta ocasião, o Real desvalorizou-se mais de 40% no segundo semestre de 2002, entretanto, o Banco Central do Brasil elevou a taxa básica de juros apenas quando a depreciação da moeda passou a ameaçar a meta de inflação fixada para aquele ano. Simultaneamente, o Banco Central elevou a meta de inflação de 2003 em 4,5 pontos percentuais, fixando-a em 8,5%.

Segundo Mohanty & Scattigna (2005), entretanto, são várias as desvantagens da utilização dos juros como instrumento impeditivo das flutuações cambiais. Primeiro, a elevação da taxa de juros para impedir a depreciação cambial pode levar a um maior acúmulo de desequilíbrios, aumentando, deste modo, as chances de uma desvalorização mais profunda da taxa de câmbio no futuro. Segundo, a resposta via juros pode aumentar substancialmente a volatilidade da economia. Assim a economia corre o risco de sofrer um interminável *stop-and-go* dependendo da sensibilidade do câmbio a choques externos.

(...) num regime de câmbio flutuante, a utilização de uma taxa de câmbio valorizada em função de uma elevadíssima taxa de juros real como instrumento de luta contra a inflação recria a mesma

armadilha que estava presente no regime de bandas de flutuação do câmbio ao tornar muito mais difícil uma redução dos juros básicos por temor de uma brusca desvalorização cambial que volte a pressionar os preços. (Farhi, 2005)

Uma forma alternativa é a intervenção direta no mercado de moeda estrangeira (Mohanty e Scattigna, 2005). Um aspecto particular deste tipo de intervenção é que a capacidade de uma economia em resistir a depreciações de sua moeda é limitada pela sua reserva de moeda estrangeira e o potencial acesso a linhas de crédito. Estas limitações podem ser temporariamente atenuadas através da operação em mercados futuros, no qual o banco central se compromete a entregar moeda estrangeira numa data futura, acrescida de alguma remuneração. Logo, a intervenção direta no mercado de câmbio pode ser substituída da intervenção indireta, isto é, via juros, apenas por uma extensão temporal limitada.

Independentemente do tipo de intervenção, o Banco Central posiciona-se e define uma estratégia para enfrentar a desvalorização cambial em momentos de crise. Embora no plano teórico, o câmbio flutuante permita autonomia de política monetária (os desequilíbrios são corrigidos via câmbio, o que permite à autoridade monetária decidir o patamar da taxa de juros), na prática mostrou-se que esta autonomia é muito limitada, ou muitas vezes não existe, pois só é possível existir autonomia de política monetária sob o regime de metas de inflação se houver significativa diferença entre o comportamento dos preços de bens *tradable* e *nontradable* (Truman, 2002). Nesse caso, uma depreciação cambial, por exemplo, faria aumentar os preços dos *tradable*, mas teria pequeno impacto sobre os preços dos *nontradable*. Dessa forma, o efeito total sobre o índice de preços seria reduzido. Ao contrário, se tal efeito for elevado, as autoridades monetárias serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar os efeitos do câmbio sobre os preços.

4.3 – A Crítica Heterodoxa e as Implicações Decorrentes do Atual Modelo.

Fica patente, pois, que o princípio básico do modelo teórico do regime de metas de inflação é a neutralidade da moeda: as taxas de juros só têm efeito nos preços e não nas decisões de investimento. Assim, a reação das autoridades monetárias ao aumento da utilização da capacidade instalada deve ser de buscar controlar a demanda (produto corrente), ao invés de criar condições favoráveis para que aumente a oferta (produto potencial) (Farhi, 2004).

Segundo Carvalho (2005), “(...) o traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela segue, é certamente o suposto de não-neutralidade da moeda, isto é, o postulado de que a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia”. Para o autor, uma parte da ortodoxia acredita no suposto da não-neutralidade da moeda, mas apenas

para o curto prazo, atribuindo-a apenas a função de meio de pagamento. Como escreveu Friedman (1970) a respeito da Teoria Quantitativa da Moeda, base teórica da análise ortodoxa:

“We have accepted the quantity-theory presumption, and have thought it supported by the evidence we examined, that changes in the quantity of money as such in the long run have a negligible effect on real income, so that nonmonetary forces are ‘all that matter’ for changes in real income over decades and money ‘does not matter’.”

Segundo Keynes, a principal característica da moeda, não é de ser apenas um veículo conveniente para transportar poder de liquidação de obrigações entre datas de recebimento e de pagamentos, mas a de se constituir em direito sobre a renda social que pode ser exercido de qualquer momento do tempo, sem que esse momento tenha de ser pré-especificado pelo seu detentor (Carvalho, 2005). A moeda, pelo seu atributo de liquidez, é uma forma relativamente segura de liquidez e por isso constitui-se em uma fonte de proteção contra as incertezas do futuro. Nesse sentido, a taxa de juros reflete o valor atribuído pelos agentes econômicos à segurança oferecida pela posse do ativo mais líquido existente, isto é, reflete a preferência pela liquidez.

Ao contrário da visão convencional, que focaliza apenas a disponibilidade dos meios de pagamento e que, por isso mesmo, julga que um banco central deve voltar-se apenas para o comportamento dos preços dos bens e serviços, já que sua influência sobre as variáveis reais é, no máximo, temporárias, economistas keynesianos ressaltam os efeitos da política monetária sobre os preços dos ativos, e desse modo, os efeitos reais duradouros dessas políticas sobre o investimento e o produto.

Deste argumento decorrem, em resultado, dois “quase-consensos”, conforme afirma Carvalho (2005). O primeiro, é que o Banco Central não pode se “especializar” em perseguir metas nominais, tal como a metas de inflação, visto que sua política afetar diretamente as variáveis econômicas reais, como a renda e o produto, e não apenas no curto prazo. O segundo ponto é em parte variante do primeiro, pois aponta que a ação do Banco Central não é puramente técnica na definição da política monetária, mas também intrínseca e inevitavelmente política, pois não envolve julgamentos apenas dos meios, mas também dos fins. Em economias abertas e com livre movimentação de capitais, a política monetária se torna também política cambial, uma vez que, a hierarquia das moedas internacionais implica no espectro de taxas de juros internacionais, e, por conseguinte, na determinação da taxa de juros nacional.

A percepção de que a moeda numa economia empresarial se torna uma forma de riqueza, um ativo, permite à economia de Keynes explorar a influência da política monetária sobre a decisão de investir, uma vez que a autoridade monetária adquire a opção e a capacidade de poder induzir alterações na

composição e valor dos “portfólios” dos agentes econômicos, cuja composição pode não apenas de ativos financeiros, mas também não-financeiros, tais como imóveis e bens de capital.

Um dos canais de ação da política monetária sobre a economia é exatamente através do ajuste de portfólios. O Banco Central atua sobre o mercado financeiro, através de operações de *open-market*, nas quais a autoridade monetária compra e vende títulos e ações públicas, em troca de reservas bancárias, alterando, por consequência a taxa de juros interbancária, um dos tipos de taxa de juros secundária. Este mecanismo de atuação do Banco Central exige um mercado financeiro bastante desenvolvido e profundo, de tal modo que, o ajuste de portfólios no setor bancário, induzido pela operação de *open-market*, se transmita para o segmento de maturidade mais longo e não seja exaurido na simples substituição de ativos de curto-prazo.

Existem outros canais pelos quais a autoridade monetária coloca em prática a política monetária. Estes canais, diferentemente do citado anteriormente, afetam diretamente a circulação industrial, através da oferta de crédito.

A análise teórica que permeia o modelo de Metas de Inflação tem como seu ponto nevrálgico a questão da neutralidade da moeda e da negação dos impactos da política monetária sobre as variáveis reais da economia. Ele pressupõe que a inflação seja decorrente do elevado aquecimento da demanda, e deste modo, utiliza como instrumento antiinflacionário a taxa de juros. Segundo Sicsú (2004), a elevação da taxa de juros como mecanismo de combate à inflação somente ataca os sintomas desta e não as suas causas:

A elevação da taxa de juros dificulta a passagem de aumentos de custos aos preços (o sintoma). Mas não resolve o problema de elevação de custos (a causa) (Sicsú, 2004).

O processo de elevação da taxa de juros provoca o desaquecimento da economia, e dado a elevação dos custos dos insumos, os empresários não conseguirão aumentar os seus preços, pois dificilmente conseguirão vender a produção e por consequência terão suas margens de lucros reduzidas, mantendo os preços no mesmo nível. Entretanto, os impactos não se detêm à redução das margens de lucro, vão além, impactando o emprego e o produto da economia.

Posteriormente, de acordo com Sicsú (2004) “ao primeiro sinal de recuperação da economia, os empresários que sobreviveram buscam recompor margens e voltam a elevar preços. Criou-se uma armadilha em que os momentos de recuperação econômica muito provavelmente são acompanhados por aumentos de preços, o que faz com que o Banco Central novamente eleve os juros, deprimindo a atividade econômica, e assim sucessivamente”.

Segundo Carvalho (2005), os choques de custo, que podem ser provocados por uma depreciação cambial, por exemplo, têm sido os principais, e mais persistentes geradores de pressões inflacionárias.

Ele afirma, que mesmo os defensores do regime de metas de inflação sugerem que a inflação de custo não são eficazmente combatidas pela política de juros ⁴. Usar política monetária neste caso implica contração econômica.

Segundo Sicsú (2004), a política monetária restritiva pode ser eficiente no combate à inflação independente do seu fator causador: *“A política antiinflacionária de elevação da taxa de juros é eficaz. Entretanto, condena a economia ao controle de preços com desemprego ou ao crescimento com inflação”*.

Portanto, a fixação da taxa de juros não é uma questão puramente técnica, pois ela envolve *tradeoffs* entre objetivos, como a estabilidade de preços e a aceleração do crescimento econômico (Carvalho, 2005).

Capítulo 5 – Conclusão

5.1 - Uma Alternativa de Política Econômica.

A integração de economias emergentes aos mercados financeiros mundiais proporcionou como visto anteriormente, alguns fatores positivos e outros negativos no sentido de ampliarem ou reduzirem as possibilidades destas economias de promoverem o desenvolvimento econômico. O acesso aos mercados mundiais fatalmente possibilitaram maiores volumes de recursos necessários ao financiamento de novas empresas e estruturas nestes países. Entretanto, os investidores necessitam da remuneração do capital para continuarem em atividade, e para isso, exigem, das economias emergentes (receptoras), alguns requisitos mínimos que garantam a segurança e o retorno financeiro de suas aplicações e investimentos. O risco associado às fracas moedas destas economias implica que as taxas de juros sejam mais elevadas que de países centrais, de modo que mesmo em caso de desvalorização da moeda local, o retorno do investimento esteja garantido.

O mercado impõe regras aos participantes do jogo, principalmente àqueles iniciantes e dotados de pouco ou nenhum poder. Ajuste fiscal, cumprimento de metas inflacionárias, previsibilidade de políticas econômicas, privatização de empresas públicas, são algumas delas.

A elevada transmissão de choques externos aos preços domésticos e a forte dependência de capital externo, não permitem às economias emergentes definir uma política nacional de desenvolvimento econômico.

Não há autonomia na definição da política monetária, pois, as autoridades monetárias destas economias, submetidas às condições do mercado internacional não são capazes de fixar a taxa de juros no nível que desejam, visto que, os juros são definidos, em última instância no mercado externo, e qualquer modificação neste implica em modificações nos volumes e direções dos fluxos de capitais para as economias emergentes, impactando diretamente a taxa de câmbio das economias. Por conseguinte, fixada a necessidade de se cumprir às metas inflacionárias, as autoridades monetárias interferem no câmbio, não o deixando flutuar livremente, principalmente em economias emergentes com elevado grau de *pass-through*. Intervém também no câmbio com o objetivo manter o controle sobre as contas públicas, uma vez que grande parcela da dívida pública é denominada em moeda estrangeira. Além disso, o controle do câmbio torna-se necessário em países de moeda não-conversível pelo motivo “especulação”, isto é, em momentos de crise externa, ocorre uma reversão de fluxos de capitais em direção as moedas conversíveis, mais seguras, desvalorizando as moedas locais.

⁴ Veja-se, por exemplo, Clarida et al (1999).

Se a desvalorização for muito intensa e ocorrer por um longo período de tempo, o governo é obrigado a gastar suas reservas de modo a restabelecer o nível da taxa de câmbio, ou pelo menos minimizar a sua desvalorização, visando demonstrar capacidade de garantir o valor da sua moeda ao mercado internacional e deste modo, assegurar que a reversão dos fluxos de capitais não se acentue ainda mais.

Deste modo, a “trindade impossível”, em economias emergentes, torna-se uma “dualidade impossível”, como afirma Mohanty e Scattigna (2005). Em países periféricos, com livre mobilidade de capitais, independente do regime cambial utilizado, não há plena autonomia de política monetária. Logo, ou o governo abre mão da autonomia e uso da política monetária doméstica, ou restringe a mobilidade de capitais, de modo a poder praticar uma política monetária independente. Esta opção permitiria, em tese, reduzir diretamente a demanda por ativos em moeda estrangeira e o potencial para a especulação contra a taxa de câmbio.

Segundo Paula (2002), as propostas de controles de capitais variam desde a sugestão para um acordo internacional que institua um imposto único sobre os fluxos de capitais, o chamado imposto “Tobin”, até iniciativas nacionais de tributação sobre o ingresso de capitais e o estabelecimento de prazos mínimos de permanência do capital (a chamada “quarentena”). Independente do tipo de controle sobre os fluxos de capitais, a idéia básica é “jogar areia na engrenagem” – analogia já consagrada mundialmente (Eichengreen et al, 1995).

Paula (2002) afirma que a experiência internacional aponta que controles de capitais mais eficazes envolvem a monitoração de operações com câmbio geral, que sejam abrangentes em seu alcance e fortemente impostos, de modo a evitar a re-denominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes, e devem cobrir, sobretudo, os fluxos de entrada de não-residentes, e assegurar simultaneamente o monitoramento e controle de fluxos de saída de capitais de residentes.

Segundo Paula (2003), os controles de capitais podem ser divididos em *seletivos*, cuja cobertura ocorre em alguma modalidade de operação financeira relacionada a fluxos de capitais externos e, *controles extensivos*, que cobrem todas as operações financeiras. O primeiro justifica-se pela função preventiva, e visa regular a entrada de capitais em períodos de *boom*, de modo que esta não seja excessiva; o segundo, por sua vez, justifica-se como imposição de constrangimentos sobre saídas de capitais, que permitam quebrar o *link* entre as taxas de juros domésticas e as internacionais, e também, reduzir a velocidade e aumentar o prazo de permanência destes capitais externos no país, de modo a reduzir a instabilidade econômica em momentos de maior incerteza.

O Chile tem sido citado como exemplo de uso efetivo de controles de capitais: ainda que não haja evidências conclusivas que houve uma redução na magnitude do fluxo de capitais, há consenso de que os controles de capitais ajudaram a alongar a maturidade média destes fluxos (Valdés e Soto, 1996).

Controles sobre a saída de capitais durante crise de balanço de pagamentos foram utilizados na Malásia a partir de setembro de 1998, quando o governo malaio anunciou um pacote de controles amplos e seletivos de capitais, por intermédio quantitativo sobre os fluxos de saídas, principalmente sobre portfólio e contas de depósito. Tais medidas incluíram a liquidação forçada de contas *off shore* em *ringgit* (moeda oficial da Malásia) por residentes e não residentes, um banimento nas facilidades de crédito para residentes, e obrigatoriedade de um período de um ano de retenção antes da venda de títulos malaaios. Este pacote, em conjunto com outras políticas macroeconômicas contribuiu para conter a saída de capitais e estabilizar a taxa de câmbio.

A eficácia da adoção de controle de capitais pode ser resumida pela argumentação abaixo de (Neely, 1999, p26-7):

“Em suma, o consenso na pesquisa sobre controles de capitais tem sido que eles podem alterar a composição dos fluxos de capitais ou compelir uma pequena e permanente separação entre taxas de juros domésticas e externas, mas não podem sustentar indefinidamente políticas inconsistentes”.

De qualquer forma, segundo Paula (2003), a experiência internacional reconhece alguma eficácia no seu uso, seja em tempos normais (no caso do Chile), ou em tempos de crise no balanço de pagamentos (no caso da Malásia).

Deste modo, a adoção de controles de capitais de natureza preventiva, como um instrumento que permita a viabilização de políticas monetárias mais autônomas e a criação de um ambiente macroeconômico mais estável e que favoreça a retomada dos investimentos no país, combinado com um regime cambial flutuante, e controle da inflação, seria a alternativa de política macroeconômica mais correta a ser tomada por autoridades de economias em desenvolvimento, pois, este instrumento seria fundamental para assegurar os seguintes fatores, tal como aponta Paula (2003):

i – Reduzir a vulnerabilidade externa da economia em desenvolvimento, através do controle de entrada de capitais externos em excesso no país, de modo a evitar uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional que possa inviabilizar o equilíbrio externo da economia;

ii- Selecionar os fluxos de capitais que deseja absorver, com o objetivo de reduzir a participação de capitais especulativos (tais como investimentos de portfólio e operações de curto-prazo relacionadas

à arbitragem de taxas de juros) no total de capitais externos da economia, tornando assim menos instável o fluxo de capitais externos;

iii- Isolar em algum grau a economia do contexto internacional circundante, de modo a permitir que a taxa de juros possa ser reduzida, mais abaixo do que aqueles patamares impostos pelo *coupon* cambial, e possa estimular gastos e investimentos, ao mesmo tempo em que torne sustentável a administração da dívida pública sem a necessidade de se obter superávits primários crescentes, desafogando as restrições aos gastos sociais nestas economias.

Segundo Batista Jr. (2002), alguns desses instrumentos já estão disponíveis na economia brasileira, e podem ser facilmente acionados. Por exemplo, o imposto sobre operações financeiras, pode ser utilizado para desencorajar ingressos excessivos de capitais voláteis ou de curto-prazo.

Portanto, os controles de capitais se apresentam como uma opção de política econômica às economias emergentes, e possibilitam a prática de uma política monetária e fiscal, mais autônoma e focalizada aos objetivos e interesses nacionais. A adoção do regime de câmbio flutuante, em comparação ao regime de câmbio fixo, teoricamente, deveria permitir uma maior independência de política monetária, mesmo em um contexto de liberalização de capitais estrangeiros. Entretanto, como foi demonstrado neste trabalho, os governos de economias emergentes administram o câmbio, visando garantir a estabilidade dos preços, conseguir atingir as metas de inflação (naquelas economias onde vigora este sistema) e passar confiança e credibilidade ao mercado internacional. A preocupação, por parte das autoridades monetárias em minimizar a volatilidade cambial decorre de uma característica intrínseca às economias emergentes, isto é, dado que suas moedas são não-conversíveis, estes países não têm poder suficiente para discriminar políticas independentemente em uma situação de abertura da conta de capitais, e tornam-se reféns das exigências dos investidores externos, subordinando as políticas econômicas nacionais aos interesses privados do mercado financeiro internacional.

O espectro de possibilidades de atuação da autoridade monetária reduz-se, portanto, e a política monetária assume a função amortecedora de oscilações cambiais, como tentativa de minimizar o efeito de transmissão de variações na taxa de câmbio para os preços domésticos – *o pass through* – aumentando a probabilidade de execução da meta de inflação fixada previamente, cuja função principal é demonstrar prudência e confiança aos investidores externos, e assegurar um fluxo de captais perene no longo-prazo. Este modelo, todavia, asfixia o investimento e o consumo interno, minimizando as possibilidades de crescimento econômico da economia emergente, uma vez que os choques cambiais são tratados com elevações na taxa de câmbio, restringindo o investimento produtivo, e o crédito ao consumo. Esta prática asfixia também a política fiscal. A necessidade de reduzir a relação entre a dívida pública e o produto, indicador que demonstra o grau de sustentabilidade da dívida, e que assume

uma característica de termômetro da economia para o mercado, impede que o governo tenha déficits nominais, e, por conseguinte, impede maiores gastos em investimentos em infra-estrutura, gastos com saúde, educação, entre outras esferas da política social.

Este padrão de política combinado à inserção da economia emergente ao mercado internacional na ausência de algum tipo de controle de capital que assegure uma maior permanência deste no país e garanta uma menor volatilidade cambial, é, portanto, um modelo que não implica em plena autonomia de política monetária, e em suma, inviabiliza o desenvolvimento econômico destes países.

Referências Bibliográficas:

- AMATO, JEFFERY D. E GERLACH, S. (2001). *Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade*. CEPR Discussion Paper 3074. Disponível em: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3074.asp>
- AKYÜS, Y. (1993), *Financial Liberalisation: The Key Issues*. Geneva: UNCTAD Discussion Paper n.56.
- BATISTA Jr. P. N. (2002). *Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira*. Estudos Avançados 16 (45): 173-185.
- BELUZZO, L. G. E COUTINHO, L (1996), *Desenvolvimento e Estabilização sob finanças globalizadas*. Campinas, Economia e Sociedade, n. 7, dezembro.
- CALVO, G. e REINHART, C. M. (2000). *Fear of Floating*. NBER Working Papers 7993, National Bureau of Economic Research.
- CARAMAZZA E AZIZ (1998), *Fixed or Flexible? Getting Exchange Rate Right in the 1990's*. International Monetary Fund, Washington, DC. Disponível em <http://www.cba.ua.edu/~jlee/macro/fixed%20or%20floating.pdf>
- CORAZZA, G (1996). *A Inserção do Brasil na Globalização Financeira – Uma Análise Introdutória da Década de 1990*. Disponível em http://netx.u-paris10.fr/actuelmarx/m4corra.htm#_ftn1.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. (2005), *Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e algumas Implicações para o Caso do Brasil*, Revista de Economia Política, a ser publicado no Vol. 25, n.4. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/>
- CARNEIRO, R. (2002). *Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo, Editora Unesp
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. (1999). *The Science of Monetary Policy: a new Keynesian perspective*. Journal of Economic Literature, 37 (4).
- EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R. E PANIZZA, U (2003), *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachussets, in Working Paper 10036. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w10036>.
- EICHENGREEN, B., TOBIN, J. E WYPLOSZ, C (1995). *Two cases for sand in wheels of international finance*. Economic journal, Rio de Janeiro.

- FARHI, MARYSE (2005), *A ineficácia da Política Monetária*, in *Política Econômica em Foco* n° 5. Disponível em www.eco.unicamp.br
- FARHI, M. (2004), *Metas de inflação e o medo de crescer*, *Política Econômica em Foco*, n° 4. Disponível em www.eco.unicamp.br
- FRANKEL, J., SCHMUKLER, S. e SÉRVEN, L.(2002). *Global Transmission of Interest Rates*. Harvard. Disponível em: <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/GlobalTransmn-FSchmuklerServen-Oct%202002.pdf>
- FRIEDMAN, M. (1970). *A Theoretical framework for monetary analysis*. Republicado em A.A Walters (org), *Money and Banking*, Harmondsworth: Penguin 1973.
- GOLDFAJN, I. e WERLANG, S (2000). *The Pass-Through from Depreciation to Inflation: a Panel Study*. Working Paper 423, Departamento de Economia, PUC-Rio.
- KOSE, M. A., PRASAD, E. S. E TERRONES, M (2003), *Financial Integration and Macroeconomic Volatility*, in IMF Staff Papers, Vol. 50, Special Issue.
- LIMA, M. L. (1997), *Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina*. Ed. Bernal, São Paulo.
- MISHKIN, F. (2000), *Inflation targeting in emerging market countries*, NBER Working Papers, n. 7618. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w7618>
- MOFFIT, M (1984), *O Dinheiro do Mundo. De Bretton Woods à beira da insolvência*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- MOHANTY, M. S. & KLAU, M. (2004), *Monetary Policy Rules in emerging economies: issues and evidence*, Monetary and Economic Department, BIS Papers, n°149. Disponível em <http://www.bis.org>.
- MOHANTY, M. S. & SCATIGNA, M. (2005), *Has globalisation reduced monetary policy independence?*, in *Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets*, Monetary and Economic Department, BIS Papers, n° 23. Disponível em <http://www.bis.org>.
- MUSSA, MICHAEL, PAUL MASSON, ALEXANDER SWOBODA, ESTEBAN JADRESIC, PAOLO MAURO e ANDREW BERG (2000). *Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy*. Occasional Paper, N° 193, International Monetary Fund.
- NEELY, C. J. (1999). *An Introduction to Capital Controls*. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- PAINCEIRA, J.P. E CARCANHOLO, M. D (2002), *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre o Brasil, México e Argentina*, Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política, 2002. Disponível em:

http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura_financeira_e_vulnerabilidade_externa_na_america_latina.pdf.

- PALLE, A E MORENO, R (2005), Financial Integration: an Overview, in *Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets*, Monetary and Economic Department, BIS Papers, nº 23. Disponível em <http://www.bis.org>.

- PAULA, L.F., 2002. *Controle de Capitais: lições para o Brasil*, mimeo. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.

- PAULA, L.F., 2003. *Uma alternativa de política econômica para o Brasil*, Rio de Janeiro, Cadernos Adenauer, ano IV, n. 3. Disponível em

http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/uma_alternativa_de_politica_economica_%20para_o_brasil-N.pdf

- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. E KOSE, M. (2003), Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF – International Monetary Fund. Disponível em <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>.

- SICSÚ, J. (2004). *A Alternativa de Regime de Metas de Inflação é a sua Flexibilização: um contribuição aos críticos da política econômica do governo Lula*. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/>

- TRUMAN, E. M. (2002), *Inflation Targeting from a Global Perspective*, Rio de Janeiro, Central Bank of Brazil Conference on Three Years of Inflation Targeting. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/Seminarios/3anosMetasInflacao/edwin%20truman.pdf>

- VALDÉS, P. S. e SOTO, M. (1996). *The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile*.