

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS – UNICAMP
INSTITUTO DE ECONOMIA –IE**

**O Regime de Câmbio Flutuante no Brasil à Luz da Hierarquia
Monetária (1999 – 2016)**

**ALUNO: VINÍCIUS FERREIRA SORO
ORIENTADOR: PROF. BRUNO MARTARELLO DE CONTI**

Campinas, julho de 2020

Introdução	5
1. A Hierarquia Monetária	7
1.1. Estrutura e Dinâmica do Sistema Monetário e Financeiro Internacional pós-Bretton Woods	7
1.2. O Impacto da Liquidez nas Assimetrias do SMFI.....	14
Esquema 1. Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito nacional	18
Esquema 2. Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito internacional	19
1.3. A Taxa de Juros no SMFI.....	20
Esquema 3. Relação entre a liquidez em duas diversas dimensões e alguns dos componentes das taxas de juros	22
1.4. Pirâmide Monetária	23
Esquema 4. Pirâmide Monetária de Cohen	26
1.5. Considerações Finais.....	26
2. Regimes Cambiais e Pensamento Econômico	28
2.1. Evolução do Pensamento Econômico acerca dos Determinantes da Taxa de Câmbio.....	28
2.1.1. Modelos Mainstream	28
2.1.2. Modelos Pós-Keynesianos	38
2.2. Tipos de Regime Cambial	42
Esquema 5. Tipologia dos Regimes Cambiais	43
2.3. Considerações Finais.....	51
3. O Regime de Câmbio Flutuante no Brasil	53
3.1. Implementação do Regime de Câmbio Flutuante no Brasil	53
Gráfico 1. Reservas Internacionais (conceito de liquidez): 1994 a 2016	56
Gráfico 2. Taxa de Câmbio Real / US\$.....	58
3.2. Fase 1 (1999 – 2003).....	58
Gráfico 3. Intervenções do BCB e taxa de câmbio nominal mensal (Em US\$ milhões e R\$/US\$, respectivamente)	61
3.3. Fase 2 (2003 – 2007).....	61
3.4. Fase 3 (2007 – 2008).....	64
Gráfico 4. Fluxo de capital estrangeiro – principais modalidades (Em US\$ milhões).....	66
Gráfico 5. Diferencial de juros e trajetória da taxa de câmbio real.....	67
(Em R\$/US\$ e %, respectivamente)	67

Gráfico 6. Intervenções do Banco Central (Em US\$ milhões)	68
3.5. Fase 4 (2009 – 2012).....	68
Gráfico 7. Fluxo de capitais de não residentes para os países emergentes (Em US\$ bilhões)	70
Gráfico 8. Diferencial de juros (países selecionados).....	72
3.6. Fase 5 (2012 – 2016).....	73
Gráfico 9. Investimento de Portfólio (acumulado de 12 meses) em direção aos países emergentes	73
Gráfico 10. Investimento direto (acumulado de 12 meses) em direção aos países emergentes	74
Gráfico 11. Taxa de Juros – Meta Selic definida pelo Copom - % a.a.....	75
Gráfico 12. Fluxos de Portfólio (acumulado 12 meses)	76
Gráfico 13. Investimento Direto Estrangeiro (acumulado 12 meses).....	76
3.7. Considerações Finais.....	77
4. Conclusão.....	80
5. Bibliografia.....	83

Para meu querido avô Bidu

Introdução

“To suppose that there exists some smoothly functioning automatic mechanism of adjustment which preserves equilibrium if we only trust to methods of laissez-faire is a doctrinaire delusion which disregards the lessons of historical experience without having behind it the support of sound theory”¹

(John Maynard Keynes)

O Regime de câmbio flutuante passou a vigorar no Brasil desde início de 1999, após uma crise do regime de metas cambiais, vigente desde a implementação do Plano Real em 1994. A implementação deste regime fez parte de uma mudança na condução de política econômica no Brasil, caracterizada pela adoção do Tripé Macroeconômico, baseado no regime de câmbio flutuante, nas metas de superávits fiscais primários e nas metas de inflação (Bresser-Pereira, 2013). No entanto esta mudança ocorreu não por um consenso entre as autoridades, mas sim por uma necessidade decorrente de mudanças no cenário internacional.

O objetivo central desta monografia é analisar o impacto dos ciclos de liquidez internacional no regime de câmbio flutuante no Brasil, e a reação do Banco Central Brasileiro (BCB), de forma a compreender até que ponto se estende a sua autonomia na formulação de políticas cambiais.

Para isto se pretende, como objetivos complementares, através de uma apreciação das referências bibliográficas concernentes ao tema, apresentar como a literatura econômica tem abordado questões pertinentes à individualidade com que cada nação deve enfrentar seus dilemas acerca de suas políticas monetárias e cambiais para, a partir de tal apreciação, analisar o contexto da implementação do regime de câmbio flutuante no Brasil, assim como as ferramentas que o BCB possui para enfrentar às mudanças no ciclo de liquidez internacional e o arcabouço teórico por trás de sua execução. A hipótese deste projeto é de que a condução da política monetária brasileira, por parte de suas autoridades, não é autônoma, e depende,

¹ “Supor que existe algum mecanismo de funcionalidade automática para os ajustes que preservam o equilíbrio ao adotar somente métodos do *laissez-faire* é uma ilusão doutrinante que desconsidera as lições da experiência histórica sem tem por trás o suporte de uma teoria sólida” Tradução do autor

principalmente, da fase em que o ciclo de liquidez internacional se encontra, dentre outros fatores.

Para tanto, faz-se necessário estabelecer o entendimento do atual Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), vigente desde o fim do regime de Bretton Woods, assim como da posição que a moeda de cada nação ocupa dentro da hierarquia deste sistema, incluindo as causas e as consequências desta posição. Com o propósito de que se possa formular soluções eficientes aos mais diversos desafios de política cambial, também é preciso ponderar sobre as adversidades enfrentadas por cada economia, em especial – como componentes do objeto deste trabalho - a brasileira.

Através da taxonomia de Frankel (2003) serão analisadas as opções de regimes cambiais vigentes na literatura econômica contemporânea. Tais análises comportam uma visão crítica acerca das vantagens e desvantagens de cada regime, tendo como acompanhamento uma revisão histórica da evolução do pensamento econômico acerca dos determinantes da taxa de câmbio. O recorte histórico proposto permitirá uma análise que abarca desde a primeira geração de modelos *mainstream* do início da década de 1970 até os modelos pós-keynesianos da década de 1990, pois considera-se relevante perceber como a teoria econômica evoluiu e transformou a análise da taxa de câmbio neste período, assim como observar a construção histórica do pensamento econômico vigente sobre o tópico tratado.

Por fim, serão tratados os condicionantes - tanto internacionais como nacionais - que determinam a adoção do regime de câmbio flutuante na economia brasileira, a partir de 1999, e quais foram os desdobramentos dessa adoção ao longo do período que estende até 2016. Para esta análise o período será dividido em 5 fases, que correspondem à configuração do ciclo de liquidez internacional e, conseqüentemente, dos fluxos de capital internacional direcionados ao Brasil. Importante destacar que tais abordagens se colocam em permanente vínculo com uma visão crítica, à luz da teoria da Hierarquia.

1. A Hierarquia Monetária

Neste capítulo será analisado como o Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) é, por característica, assimétrico, com foco no período pós-Bretton Woods. Estas assimetrias possibilitam classificar os países como “centrais” ou “periféricos” dentro deste sistema. A consequência desta classificação mais importante, como será apontado, é o seu impacto na autonomia de formulação de políticas econômicas.

Nas principais correntes econômicas vigentes, ao se analisar os arranjos do SMFI, as características mais destacadas são a forma da moeda-chave, o regime de câmbio e o grau de mobilidade dos capitais. Se destacando destas correntes, a visão da Hierarquia Monetária busca analisar como, nos distintos arranjos possíveis que definem o SMFI, há uma quarta característica, pouco discutida e de extrema importância para uma completa compreensão do relacionamento econômico entre as nações, que é a sua dimensão hierárquica. (Prates, 2002)

Este capítulo será dividido na seguinte forma. Na seção I.1 será abordada a estrutura e dinâmica do SMFI pós-Bretton Woods com enfoque em sua dimensão hierárquica. Na seção I.2 e I.3 será explicado o papel da Liquidez e da taxa de juros, respectivamente, como resultantes das assimetrias no SMFI. A seção I.4 mostrará a classificação utilizada por Benjamin Cohen (1998) para analisar o espaço de cada moeda dentro da Hierarquia Monetária do SMFI.

1.1. Estrutura e Dinâmica do Sistema Monetário e Financeiro Internacional pós-Bretton Woods

Ocampo (2001) aponta, baseado na teoria cepalina clássica, que o mundo econômico é marcado por assimetrias que, em sua grande parte, são caracterizadas por uma dimensão centro-periferia. Uma das principais assimetrias é macroeconômica, e diz respeito aos choques que o centro cria e que a periferia deve se adaptar para absorver e sobreviver. Esses choques normalmente ocorrem sob a forma de mudanças nos fluxos de capitais, na atividade econômica e no preço das *commodities*, resultando na instabilidade das taxas de câmbio das principais moedas.

Em outras palavras, o centro se coloca como “*business-cycle maker*” enquanto a periferia é “*business-cycle taker*”.

Outro aspecto fundamental acerca da assimetria global, apontado por Ocampo (2001), é o grau de autonomia de política. Assim como no aspecto anterior, o centro possui vantagens relativas à periferia, visto que é um *policy maker*. Igualmente à primeira assimetria apresentada, esta também é determinada por fatores macroeconômicos, mais especificamente, quanto aos aspectos monetários do SMFI.

Dentro do SMFI há uma clara distinção entre as moedas centrais e as moedas periféricas. Essa distinção se dá pela capacidade destas de desempenharem as funções da moeda em âmbito internacional. Aquelas que desempenham são centrais, enquanto, conseqüentemente, as que não desempenham são periféricas (De Conti, 2011).

As funções da moeda são: (i) meio de liquidação das transações e dos contratos, (ii) unidade de conta e (iii) reserva de valor. A moeda-chave do SMFI deve, por definição, realizar as funções da moeda em âmbito internacional de forma destacada. As relações geopolíticas e financeiras globais consolidam, através de um arranjo hierárquico, a moeda-chave do SMFI - a do país hegemônico em cada momento da história² - e o regime cambial.

O SMFI, desde o colapso do arranjo de Bretton Woods no início dos anos 1970³ até os dias atuais, é caracterizado pelo dólar fiduciário como moeda-chave, por um regime de câmbio flutuante, um grau historicamente elevado de mobilidade de capitais e por grandes assimetrias entre os agentes (ibdem).

Um fato histórico muito importante que gerou grandes impactos na assimetria do SMFI global foi a fiduciarização da moeda-chave⁴, ou seja, a não necessidade da

² Em alguns momentos da história é possível observar que a moeda-chave não pertencia ao país hegemônico, como no período do entreguerras, quando a libra esterlina inglesa era a moeda-chave apesar da Inglaterra não ser mais a hegemonia que fora outrora.

³ Bretton Woods foi um acordo assinado em 1944 que definiu uma nova ordem monetária para um mundo que caminhava para o fim da Segunda Guerra Mundial. Esta ordem estabeleceu o *modus operandi* de política monetária a ser seguido pelos países no pós-guerra, e consistiu no estabelecimento do dólar como moeda-chave, mas sendo lastreado no ouro, onde a taxa US\$/ouro era US\$ 35,00 por onça de ouro. Além disso os regimes cambiais seriam *pegged* no dólar americano, mas podendo se ajustar em pequenas bandas, o fluxo de capital internacional era monitorado por recém criadas instituições como o FMI, o Banco Mundial e o BIRD. Por fim as nações passaram a ter um maior controle sobre o destino do Capital. (Eichengreen, 1996)

⁴ O então presidente dos EUA, Richard Nixon, colocou em voga uma série de medidas econômicas em 1971 para combater as crescentes taxas de inflação e desemprego no país. A mais importante, em termos internacionais, foi o cancelamento unilateral da conversibilidade internacional direta do dólar americano em ouro.

sua conversão em ouro. Através dessa mudança, influenciada pela recessão econômica dos EUA e pela abundância de dólares no SMFI, os países centrais, principalmente os EUA, se encontraram parcialmente livres de obrigações monetárias que os demais países não puderam ignorar⁵. Em outras palavras, essa mudança trouxe a estes países uma liberdade fulcral. Pela primeira vez na história do capitalismo a moeda chave se tornou fiduciária. Outra importante consequência desta mudança foi a importância que as instituições financeiras americanas tomaram, assim como a dimensão do seu mercado financeiro doméstico (Strange, 1986; Helleiner, 1994)

A hegemonia financeira estadunidense foi reforçada pelo choque da taxa de juros realizado por Paul Volcker, então presidente do FED, em 1979. Tal ação inaugurou a política de “Dólar Forte”, onde o dólar reafirma seu papel de denominador da riqueza financeira global (Tavares e Melin, 1997). Isso ocorre devida a três funções do dólar para os investidores internacionais: (i) fornece liquidez instantânea; (ii) garante maior segurança; (iii) e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura (Prates, 2015).

Um ponto a se destacar é a liberdade que o FED americano tem para definir sua taxa de juros interna baseada somente nos aspectos de sua economia interna, sem ter que, necessariamente, observar o movimento dos bancos centrais de diversos países para estimar qual taxa de juros interna estaria em equilíbrio com as demais do SMFI.

Outro aspecto importante quanto à mudança do arranjo do SMFI, e muito controverso dentro da literatura econômica, é a suposta vantagem que o padrão-ouro trazia para as economias periféricas em relação ao padrão fiduciário atual. Isso porque no padrão anterior o risco de flutuações da taxa de câmbio dos países centrais era mínimo, visto vez que o sistema estava ancorado no ouro.

“...pois no padrão-ouro a taxa de câmbio era fixa ou variava dentro de uma banda estreita (entre os "pontos do ouro") em torno à taxa de câmbio de paridade, determinada pela relação entre os pesos em ouro fino das diferentes moedas” (Hawtrey, 1847, p. 36-37).

⁵ Após a fiduciarização do dólar, quase todas as demais moedas também o fizeram. No entanto, nesta nova configuração do SMFI, o dólar manteve sua “liberdade fulcral”.

O grande contraste entre o caráter internacional das moedas dos países centrais, e os critérios utilizados para a determinação das políticas econômicas destes países, em sua enorme maioria visando seus interesses nacionais próprios, são uma das causas das assimetrias macroeconômicas que, por sua vez, geram vulnerabilidade para as economias periféricas. As políticas econômicas adotadas pelos países periféricos não podem ser consideradas autônomas. Isso porque todo o campo de ação de políticas econômicas destes países é regulado pelo seu impacto na credibilidade do mercado financeiro internacional (Cohen, 1996). Um governo periférico, com uma política de liberdade para a saída e entrada de capital, deve levar em conta, no momento da decisão de suas políticas monetárias, diversos fatores de interesse nacional como o aumento de renda, emprego e produtividade e combiná-los com ações que não danifiquem sua imagem perante os investidores internacionais. Sendo assim, é esperado que, em fases de baixa do ciclo de liquidez internacional, esses países adotem política pró-cíclicas durante crises, ou seja, políticas de austeridade. Tais políticas, na maioria dos casos, aprofundam a queda dos indicadores econômicos e sociais em períodos de crise (Ocampo 2001).

“Além de não terem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema em períodos de normalidade, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, em períodos de abundância ou escassez de recursos esses países, de forma geral, não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas que atenuariam os impactos dos fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico.” (Prates 2015, p. 276)

Este ponto é fundamental para compreender como as assimetrias macroeconômicas globais geram dificuldades maiores para os países em desenvolvimento durante crises em comparação com os países centrais. A credibilidade dos países centrais é muito mais sólida perante os agentes financeiros internacionais, devido, em grande parte, ao próprio caráter assimétrico do SMFI e à capacidade de suas moedas desempenharem o papel de reserva de valor durante as crises. Por exemplo, os títulos da dívida pública americana consolidaram-se como refúgio seguro nos momentos de abalo na confiança dos investidores globais, exemplificando que, em momentos de crise sistêmica e abalo na confiança dos agentes (leia-se aumento da preferência pela liquidez), enquanto a maioria dos países

enfrenta uma escassez de crédito, principalmente os periféricos, a economia estadunidense encara sua abundância (Belluzzo, 1997).

A mudança da configuração do dólar no sistema pós-BW, para uma natureza agora exclusivamente fiduciária, permitiu que os EUA tivessem um aumento na autonomia de sua política monetária. Este novo cenário fez com que o ciclo econômico doméstico americano, e conseqüentemente sua taxa de juros interna, tivessem um enorme impacto na taxa de juros básica do sistema global (Prates, 2015). Esta taxa global, por sua vez, tem uma grande influência nos fluxos de capitais internacionais. Desta forma, parafraseando uma fala de Keynes sobre o papel do *Bank of England* no padrão-ouro, o FED americano passa a ser o maestro da orquestra dos fluxos globais de capital.

Além disso, ao se “libertar das amarras” da conversibilidade em última instância ao ouro, os EUA passaram a incorrer em déficits comerciais recorrentes, o que gerou um caráter do novo arranjo pós BW: o caráter devedor líquido do país emissor de moeda-chave.

“Esse caráter gera novas instabilidades no sistema, pois instabilidades na economia americana serão repassadas para o sistema como um todo. A incerteza quanto à trajetória da taxa de juros e de câmbio americanas geram incerteza em todo o SMF” (Prates 2015, p. 268)

Ao mesmo tempo que em períodos de crise é cobrado dos países periféricos, através de agentes financeiros internacionais, políticas de austeridade fiscal para que a confiança dos próprios agentes não seja abalada, nos períodos de *boom* econômico ocorre uma pressão para que sejam adotadas políticas pró-cíclicas, visando um aumento do crescimento econômico. Em períodos de euforia há um aumento de disponibilidade de crédito e uma redução das taxas de juros nos países centrais. O otimismo se alastra entre os agentes financeiros globais, gerando uma subestimação dos riscos envolvendo as políticas pró-cíclicas. Os alertas das instituições globais, como o FMI, são mais fracos, durante estes períodos de crescimento econômico, acerca da sustentabilidade deste crescimento.

Doutrinas impostas aos países periféricos, principalmente aos da América Latina, como por exemplo o Consenso de Washington no final dos anos 1980, reforçam esse caráter pró-cíclico (Williamson, 1992). A doutrina mais comum é a da

necessidade de as economias periféricas realizarem um processo de “liberalização” dos seus mercados financeiros domésticos e de sua conta financeira, sem levar em conta os riscos da adoção de tais políticas sem a sequência e o tempo de adoção corretos. Outra doutrina levada até as economias emergentes é a ideia de que a adoção de políticas discricionárias quanto à liberalização dos mercados de capitais gera distorções no mercado que ofuscam as falhas de mercado. Essa ideia implica que os governos dos países periféricos deveriam adotar receitas para a adoção de suas políticas de liberalização, de forma a funcionar como um “piloto automático” no controle dessas políticas. Apesar de os “pilotos automáticos” reduzirem o fluxo de capital especulativo decorrente de uma baixa credibilidade na condução de políticas econômicas domésticas de liberalização, eles também impulsionam os aspectos pró-cíclicos destas políticas, tanto monetária quanto cambial (Ocampo, 2001).

A assimetria entre os “*businesses cycle/policy makers*” e os “*business cycle/policy takers*” está associada à assimetrias entre os mercados financeiros das nações. Quatro dessas assimetrias tomam destaque: a primeira é a assimetria entre o tamanho dos mercados financeiros domésticos dos países periféricos e as pressões especulativas que eles devem enfrentar; a segunda é a natureza da moeda na qual a dívida externa é denominada, o que gera descasamento de moedas entre ativos e passivos; a terceira é o diferencial nos vencimentos oferecidos pelo mercado doméstico e internacional através de suas instituições financeiras, o que gera *mismatches* entre os agentes do mercado doméstico e os internacionais; e a última e mais importante assimetria é a diferença de tamanho dos mercados de *securities*, que resulta em uma menor liquidez nos mercados periféricos e, conseqüentemente, compromete o desenvolvimento das *securities* de longo prazo. Em resumo, a integração entre os mercados financeiros das mais diversas nações é uma integração entre partes desiguais e, não há, uma movimentação dentro destes mercados que aponte, ou justifique, a uma redução dessa desigualdade (Idem).

Com relação a um aumento sistêmico dos riscos dos ativos dentro de seu mercado financeiro nacional, cabe ao Estado o papel de, através de políticas, procurar corrigi-los ao máximo. No entanto, dentro da literatura *mainstream* econômica há um consenso de que, muitas práticas do Estado, ao intervir na integração financeira de seus mercados com o resto do mundo, acabam por aumentar as assimetrias financeiras. Por exemplo, a regulação das atividades financeiras domésticas, com o intuito de diminuir a exposição cambial e o risco referente ao diferencial de taxa de

juros pode acabar tornando o desenvolvimento do mercado doméstico mais custoso, ou até incentivando os agentes a buscar intermediação financeira internacional (idem).

No entanto, a intervenção das instituições monetárias para tentar guiar a taxa de câmbio se mostra necessária no âmbito do SMFI pós-BW. Isso ocorre porque, para Eichengreen (1996), devido à crescente mobilidade de capitais há uma tendência de aumento da instabilidade cambial. O regime de câmbio flutuante em um ambiente de alta mobilidade de capitais não gerou uma maior estabilidade nas taxas de câmbio e eliminação dos desequilíbrios nos balanços de pagamento, como afirmavam os monetaristas na década de 1960, pelo contrário, levaram a uma elevada instabilidade das taxas de câmbio e juros. Junto com isso houve uma consolidação dos mercados financeiros ao redor do globo, com novos instrumentos. O que gerou um aumento da especulação sobre a evolução das taxas de câmbio por parte dos agentes financeiros, acentuando ainda mais a volatilidade das taxas cambiais (Prates, 2015).

O risco cambial tem um impacto assimétrico sobre as economias periféricas, uma vez que nestes países a inflação tem um forte componente cambial, não sendo somente resultado de um desequilíbrio entre a oferta e a demanda dos bens, mas também, em grande parte, de uma alta nos preços dos insumos necessários para a produção de manufaturados nesses países. Em outras palavras, a inflação revelou-se, nos países periféricos após sua inserção na globalização produtiva, mais de caráter *custo* do que *excesso* de demanda (Serrano, 2010). Partindo desse princípio, para as correntes *mainstream*, os países periféricos têm como maior obstáculo seu risco-país, e não os riscos cambiais e financeiros. Os últimos seriam decorrência do primeiro (Eichengreen, 1996).

Como ressaltou Keynes (1936), em um ambiente de mercados financeiros organizados e líquidos, a lógica especulativa se torna predominante, subordinando a lógica empresarial (produtiva). O que se pode observar é que a Globalização e a Financeirização foram fenômenos simultâneos, e um foi fundamental para que o outro pudesse crescer. A especulação, neste cenário globalizado, tornou-se sistêmica, constante e passou a caracterizar as ações de todos os agentes econômicos relevantes.

“As decisões de alocação da riqueza financeira dos agentes investidores institucionais, que gerem as poupanças das famílias, grandes bancos e empresas transnacionais — ditam, igualmente, a direção e as características

das diversas modalidades de fluxos de capitais, que se descolaram dos fluxos de comércio e produção mundiais. Ou seja, a lógica especulativa entranhou-se, profundamente, no comportamento do conjunto de agentes econômicos e passou a condicionar suas decisões de consumo, poupança investimento, aplicação financeira, endividamento e concessão de crédito, em âmbito doméstico e internacional.” (Prates 2015, p. 270)

No contexto de alta volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais e dos preços-chave (taxa de juros e cambial), a formação de expectativas sobre a evolução desses preços tornou-se “uma necessidade quase imperativa para os agentes na condução normal de suas atividades” (Farhi, 1999, p. 103).

Como discutido acima, portanto, a distinção entre os países centrais e periféricos no SMFI pode ser destacada em 3 aspectos principais: (i) a diferença no grau de autonomia de políticas macroeconômicas varia de acordo o desenvolvimento do país, seu tamanho e, principalmente, da aceitação de sua moeda no mercado internacional; (ii) a estrutura financeira global impulsiona a tomada de decisão pró-cíclica nos países periféricos, independente do momento por qual suas economias passam, no entanto, ao aderir a políticas dessa natureza, e tendo suas contas financeiras abertas, estes países ajudam a ampliar os ciclos de negócios globais, servindo como “*business-cycle multipliers*”; (iii) a diferença entre os países periféricos leva a uma divisão da oferta de crédito entre estes países de maneira desigual, fazendo com que o acesso instável e o racionamento do crédito internacional sejam mais um componente das assimetrias financeiras globais que atrapalham o desenvolvimento dos países periféricos (Ocampo, 2001).

1.2. O Impacto da Liquidez nas Assimetrias do SMFI

De acordo com Plihon (2001), o conceito de liquidez é a capacidade que um ativo possui de mudar sua forma para um meio de pagamento sem perda de capital, sem custos de transação e sem custo temporal. Trazendo esse conceito ao âmbito global, tem-se que liquidez internacional é a capacidade de um ativo de ser trocado por um meio de pagamento (moeda) aceito em âmbito internacional. Conseqüentemente, as moedas que exercem as três funções da moeda em âmbito internacional são líquidas internacionalmente por definição, pois já são meio de

pagamento internacional e, sendo também unidade de conta e reserva de valor globalmente, tornam possível a conversão de moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma (De Conti, 2011).

No entanto as moedas periféricas não executam nenhuma das três funções da moeda em âmbito internacional. Por mais que em suas respectivas economias elas sejam líquidas, no cenário internacional não são. Sendo assim, diferentemente das moedas centrais, os ativos denominados nas moedas periféricas apresentam uma menor liquidez internacional. Esta menor liquidez é derivada da necessidade de, ao se portar um ativo em moeda periférica e tentar convertê-la para uma moeda central, ser necessário primeiro liquidar o ativo na moeda local e depois realizar o câmbio pela moeda central (De Conti, 2011).

Por exemplo, caso um investidor americano tenha ativos de uma empresa brasileira e sua preferência por liquidez se altere, ele deve trocar os papéis pela moeda local, no caso o Real, e depois trocar a moeda local pela moeda com maior liquidez global, o dólar. Em outras palavras, a detenção de um ativo em moeda periférica requer ao agente uma jornada dupla, em comparação a um ativo denominado em uma moeda central, em busca da liquidez, caso seja essa a preferência do agente.

O fato de as moedas das economias centrais conseguirem desempenhar as funções de moeda em âmbito internacional, dá a esses países um maior raio de manobra (ou seja, autonomia de política) para utilizar políticas monetárias e, assim, impactar o ciclo de atividade econômica doméstica. Através do impacto de suas políticas macroeconômicas o centro gera choques que afetam os países periféricos, que não possuem autonomia política para responder a esses choques sem que a sua atividade doméstica seja fortemente impactada. (Ocampo, 2001)

A consequência do diferencial de liquidez entre as moedas se reflete no rendimento requisitado pelos agentes. Hicks (1962), aponta para um *trade-off* calculado pelos agentes entre *liquidez* e *rendimento*. Ou seja, caso a liquidez de um ativo seja baixa, ele será demandado somente se oferecer, em troca, uma alta rentabilidade, de forma a cobrir potenciais perdas de capital e de tempo. O oposto também ocorre, um ativo com uma alta liquidez será demandado mesmo que ofereça um rendimento menor, visto que oferece menos risco para quem o possui.

Este *trade-off* deve ser interpretado conjuntamente aos ciclos de preferência pela liquidez dos agentes internacionais. Como visto no capítulo das dinâmicas do

SMFI e suas características, a busca pelo rendimento em detrimento da liquidez não ocorre de maneira linear, ela varia de acordo com a “euforia do investidor”. Esse fator psicológico, diretamente ligado ao ciclo doméstico dos países centrais, determina a liquidez das moedas dos países periféricos, por isso pode-se afirmar que as moedas periféricas apresentam uma liquidez condicional ou cíclica (De Conti, 2011).

Em momentos de “fuga para a qualidade” a liquidez dessas moedas se reduz, já em momentos de busca por rendimentos mais altos, quando os agentes estão dispostos a tomar riscos maiores, os ativos denominados nestas moedas voltam a ficar atraentes. Nos momentos de “fuga para a qualidade”, em que a demanda internacional pelas moedas periféricas se reduz a quase zero, o preço destas, assim como de qualquer ativo financeiro, apresenta uma baixa. A queda do valor de uma moeda corresponde à um aumento de sua taxa de câmbio (idem)

Théret (2007) aponta que “a crise revela a natureza da moeda”, reforçando a ideia de liquidez cíclica das moedas periféricas, uma vez que estas têm “natureza” ilíquida na cena internacional, apresentando liquidez somente em determinados períodos de expectativas otimistas generalizadas. Em contraposição, as moedas centrais apresentam “natureza” líquida internacional, não dependendo da propensão ao risco dos agentes para serem demandadas.

Para compreender a diferença entre a liquidez das moedas centrais e a liquidez buscada pelos países periféricos para suas respectivas moedas através da abertura financeira e da liberalização cambial exige que se recupere a diferença entre liquidez da moeda e liquidez dos mercados.

A liquidez das moedas já foi abordada neste texto. Já a liquidez dos mercados se refere às condições em que um ativo é transacionado em determinado mercado, primordialmente aos custos envolvidos nas operações financeiras. De Conti (2011) coloca quatro aspectos como principais para a definição da liquidez dos mercados:

1. Instituições: as regras e o modo de funcionamento dos mercados interferem nas condições de transação do mercado.
2. Tamanho: dependendo da escala do mercado, a quantidade de transações impactará diretamente os preços dos ativos.
3. História: o histórico de um mercado determina sua reputação, que impacta diretamente na confiança dos agentes e em suas transações.

4. Agentes: o *modus operandi* dos agentes que compõe o mercado, principalmente quanto a sua relação com o risco, definem as condições para as transações no mercado.

Portanto, podemos observar que a liquidez das moedas e a liquidez dos mercados são distintos e não-excludentes. Embora os países periféricos tenham mercados domésticos relativamente líquidos, isso não implica uma maior liquidez de suas moedas internacionalmente, uma vez que a liquidez de suas moedas é decorrente de um fator estrutural ligado à hierarquia do Sistema Monetário Internacional.

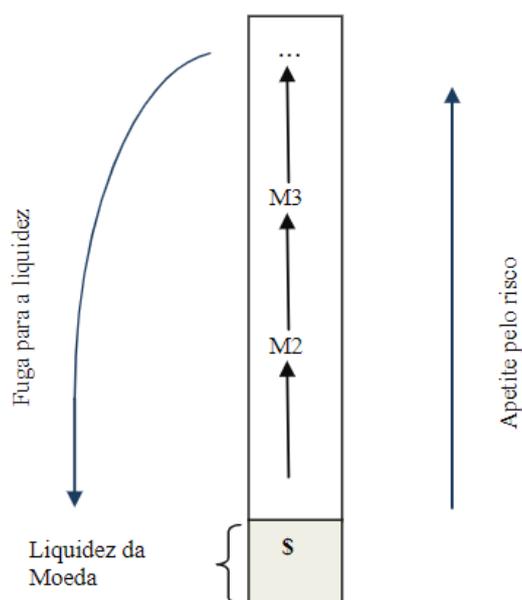
Aglietta (1986) acrescenta ao debate a diferença entre moeda e divisa: se usada para além do espaço geográfico nacional, uma moeda nacional torna-se divisa. No caso dos países periféricos, suas moedas apresentam liquidez em âmbito nacional, mas em âmbito internacional não apresentam, o que De Conti (2011) chama de “liquidez de divisa”.

Cabe aos países periféricos, ao buscar uma maior liquidez para suas moedas, buscá-la através da dimensão “de mercado”, pois é a única dimensão onde os governos locais podem impactar diretamente, visto que as outras dimensões são estruturais do SMFI (prêmio de liquidez, decorrente da preferência pela liquidez da divisa em um SFMI hierarquizado). Essa liquidez “de mercado” é buscada, normalmente, através reformas liberais em seus mercados financeiros e cambiais, visando uma redução dos custos de transação. “Entretanto, essas tentativas de “construir” uma liquidez ignorando as assimetrias do SMI são contraproducentes, pois, como indica Orléan (1999), a liquidez estimula a especulação” (De Conti, 2011 p. 351). No caso das moedas periféricas, esse movimento em direção a especulação, em um cenário de liquidez, é ainda mais forte.

De Conti (2011) elabora uma esquematização acerca da liquidez e da propensão ao investimento dos agentes. Primeiramente o autor analisa uma economia nacional para, posteriormente, levar o mesmo raciocínio para o âmbito internacional.

Hierarquizando de maneira decrescente os ativos de uma economia nacional por suas liquidez, obtemos a moeda nacional na base da ordenação, visto que ela é a “detentora da liquidez”. A partir dela vêm os depósitos à vista, a prazo, títulos de curto e longo prazo etc. Para simplificar, utilizam-se no Esquema 1 agregados monetários (M2, M3, etc.) em vez de cada ativo.

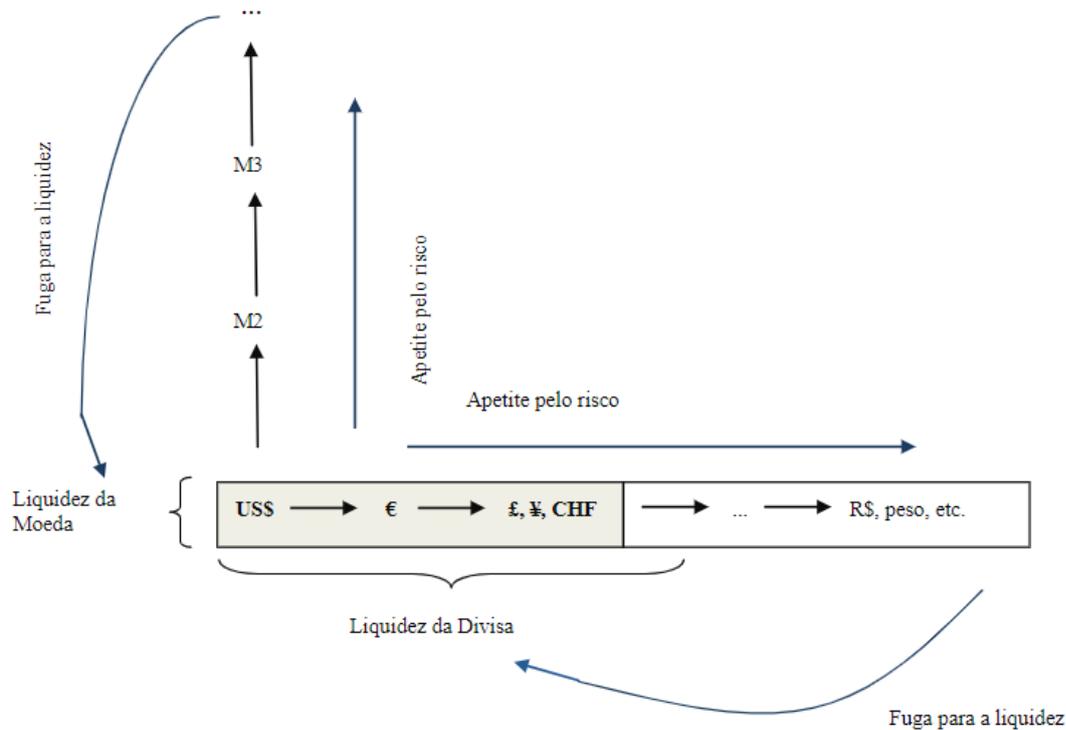
Esquema 1. Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito nacional



Fonte: De Conti (2011)

Nos momentos de euforia, a aversão ao risco dos agentes diminui, tornando-os mais propensos a investir em ativos menos líquidos, colocados na parte superior do Esquema. O contrário ocorre em momentos de aumento da preferência pela liquidez, quando os agentes correm para os ativos mais baixos do Esquema. Ao analisar o cenário internacional, a hierarquia dos ativos no interior de cada espaço nacional é mantida, mas, num ambiente de finanças liberalizadas, ao investidor internacional surge a opção de investir em outros mercados, dando origem a outra dimensão hierárquica, relativa às distintas moedas nacionais. O Esquema 2 mostra o dólar como o principal ativo líquido da economia mundial e, a partir dele: i) na vertical (de baixo para cima): ativos em dólar, com liquidez decrescente; ii) na horizontal (da esquerda para a direita): outras moedas nacionais, com liquidez internacional decrescente. Acima de cada moeda nacional, também se estabelece uma gama de ativos denominados na moeda selecionada, com liquidez decrescente.

Esquema 2. Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito internacional



Fonte: De Conti (2011)

No Esquema 2, a euforia do investidor é representada pela demanda de ativos tanto mais à direita quanto mais para cima no Esquema, ou seja, os ativos menos líquidos. Já em momentos de “fuga para a qualidade” ou “fuga para a liquidez” os agentes centralizam suas demandas nos ativos mais líquidos, em preferência denominados em dólar.

Para compreender melhor a dinâmica do Esquema é importante entender as duas dimensões da liquidez envolvidas: a da liquidez da moeda (em âmbito doméstico e internacional) e da liquidez dos mercados.

No âmbito doméstico, a liquidez da moeda define o ponto de partida para a liquidez dos diversos ativos, uma vez que a moeda é, por definição, o bem mais líquido de uma economia (por ser o meio de pagamento dessa economia). Já entre os ativos não-monetários em uma economia, a liquidez de mercado que estabelece sua ordem de liquidez.

No âmbito internacional, a liquidez da divisa estabelece o ordenamento de liquidez entre as moedas. Como já supracitado, esse ordenamento pode ser qualificado numa separação entre moedas centrais e periféricas. A liquidez de

mercado, neste âmbito, também impacta no ordenamento da hierarquia das moedas, pois entre as moedas centrais existe uma sub-hierarquia também, onde aqueles países que contam com mercados mais líquidos e liberalizados estão mais próximos do topo.

1.3. A Taxa de Juros no SMFI

Keynes, em sua Teoria Geral do Emprego do Juros e da Moeda (1936), afirma que a taxa de juros é a remuneração por renunciar à liquidez de um ativo. Trazendo esta afirmação, de que a taxa de juros reflete a liquidez dos ativos, para o cenário de globalização financeira assimétrica com hierarquia entre as moedas, é possível concluir as condições que fazem com que os países periféricos tenham taxas de juros tão elevadas em comparação aos países centrais.

De acordo com a teoria da paridade descoberta das taxas de juros (UIP) a taxa de juros de um país é determinada pela taxa de juros básica da economia mundial, no caso o dólar, adicionada de um spread que englobaria o preço pelos riscos subjacentes à posse do título em questão – no caso de um título soberano, esses riscos podem ser agregados no chamado risco-país –, além da variação cambial esperada entre a moeda de denominação do título e a moeda reserva. No entanto a teoria da UIP não foi formulada para contabilizar os diferenciais de liquidez entre as moedas no mundo globalizado.

Ao trazer os conceitos de Carneiro e Belluzzo, de que o diferencial de juros deve abarcar também um prêmio pela iliquidez da moeda que denomina o ativo, para a UIP, De Conti deriva quatro elementos da função da taxa de juros (no entanto ele não a apresenta). Estes quatro elementos seriam: i^* = taxa básica de juros da economia mundial; PI = prêmio pela iliquidez; RP = risco-país; VC = variação cambial esperada.

A taxa de juros dos EUA representa, na configuração atual do SMFI, a taxa de juros da economia mundial (i^*), uma vez que o dólar representa a moeda-chave do arranjo. Belluzzo (1997) aponta que “a moeda reserva constitui a representação geral e abstrata da riqueza do sistema globalizado e, portanto, as condições de sua posse definem os parâmetros para a busca de outras formas de riqueza, inclusive das outras moedas do sistema”. Diferentemente das outras economias, a taxa de juros

americana pode refletir *somente* a preferência pela liquidez dos agentes domésticos pelas moedas, ou seja, pode se limitar a ser definida pelo seu ciclo econômico doméstico.

O prêmio pela iliquidez (PI) neste caso se refere ao prêmio pago aos agentes por renunciar à liquidez de seu ativo em relação à moeda de denominação. Esse prêmio é determinado pela preferência pela liquidez da divisa, ou seja, é um prêmio determinado pela opinião dos agentes globais como um todo. O fato de se exigir esse prêmio nos ativos que não possuem a liquidez da divisa determina, portanto, que as taxas de juros desses títulos partam de um patamar superior àquele verificado nos títulos detentores da liquidez da divisa.

O Risco-País (RP) pode ser dividido em dois aspectos para tornar sua compreensão melhor: o risco de mercado e o risco político. O risco de mercado abarca os riscos cambial e de mudança na taxa de juros da economia. o risco político se refere as possíveis mudanças nas determinações institucionais dos ambientes de negócios e de investimentos, como também ao risco de crédito ou risco de inadimplência. O risco-país, portanto, representa o adicional a ser pago para os agentes aceitarem os riscos inerentes a liquidez de um ativo no país que não o emissor da moeda-chave. Importante ressaltar que, diferentemente dos outros componentes da taxa de juros (i^* e PI) que são fatores majoritariamente exógenos, o RP é composto por fatores exógenos, mas também endógenos, além de o risco-país ser também uma variável probabilística difundida e amplamente utilizada por diversas agências de rating. Como fator exógeno é importante destacar as consequências da condição periférica da moeda sobre os riscos dos ativos denominados na moeda local, em especial ao risco de mercado sobre estes ativos. Outro fator exógeno que impacta o risco-país é a volatilidade da preferência pela liquidez dos agentes internacionais, uma alta desta preferência eleva os riscos político e de mercado dos países periféricos. Já entre os fatores endógenos do RP há uma grande relevância para a liquidez dos mercados. Existe um grande debate acerca de quais políticas são corretas acerca da liquidez dos mercados, muitos autores defendem que reformas liberais no aparato jurisdicional das economias periféricas poderiam reduzir o risco-país e, conseqüentemente, suas taxas de juros.

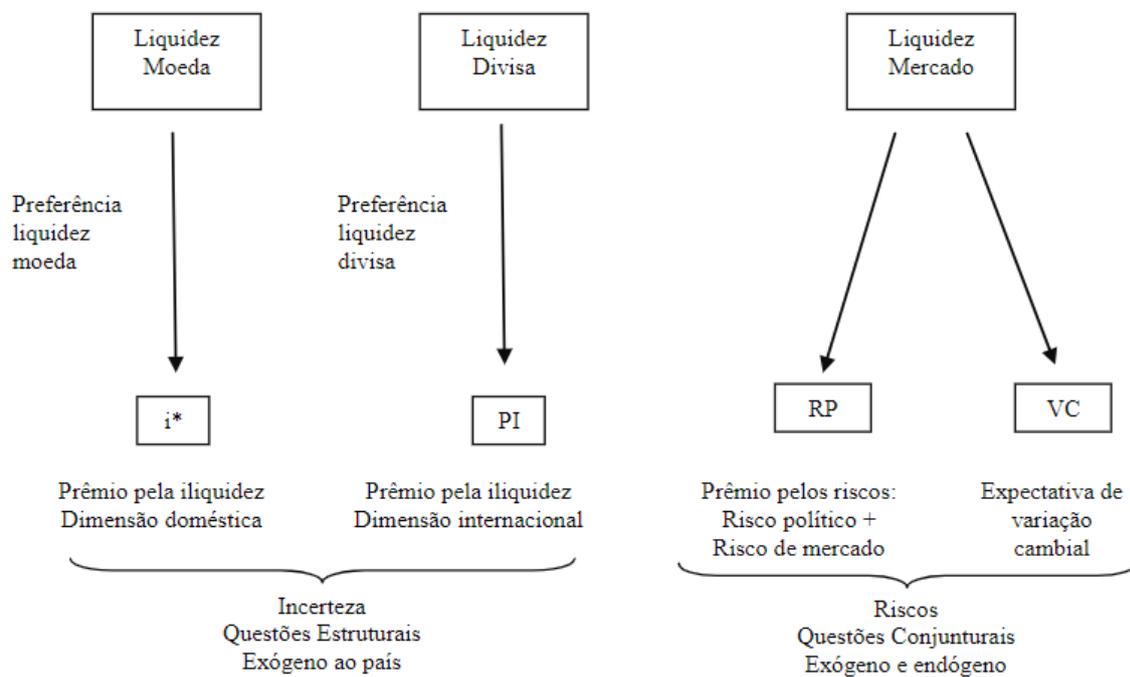
No entanto, como expressa De Conti (2011), um aumento da liquidez dos mercados estimula a especulação, “e a especulação nos países periféricos é preponderantemente pró-cíclica, potencializando as variações de preço, aumentando

a convergência das opiniões e das decisões de compra/venda no mercado etc.” (p. 358). Sendo assim, as reformas liberais propostas podem adicionar ao risco-país um componente dos ciclos das finanças internacionais, tornando-o ainda mais exógeno e estrutural.

O último elemento, a Variação Cambial esperada (VC), também é causado por fatores endógenos e exógenos. Dentre os fatores endógenos, o mais central é a liquidez de mercado, uma vez que quanto mais líquido o mercado mais volátil a taxa de câmbio se torna, além de a expor a maiores ataques especulativos.

O autor elaborou um 3º Esquema para exemplificar o que foi abordado acima.

Esquema 3. Relação entre a liquidez em duas diversas dimensões e alguns dos componentes das taxas de juros



Fonte: De Conti (2011)

1.4. Pirâmide Monetária

Um dos primeiros autores a realizar um estudo sobre como as diversas moedas nacionais interagem entre si no mercado internacional foi o geógrafo Benjamin Cohen. Em seu texto de 1998, “A Geografia do Dinheiro”, muitos tópicos pertinentes à Hierarquia Monetária foram lançados ineditamente na academia, com ênfase para sua análise visual do cenário monetário internacional.

Para Cohen, a concepção vestfaliana clássica de “uma nação, uma moeda” já não era mais observada empiricamente ao redor do globo. A penetração de moedas mais fortes, como que sobreviventes de uma seleção natural entre as moedas, em países de economias subdesenvolvidas se tornou um cenário cada vez mais comum.

As moedas circulam fora de seu país de origem em duas maneiras: a primeira é referida como um uso de moeda internacional (internacionalização da moeda - IM); a segunda é lida como substituição monetária (SM) e é referida pelo autor como um uso estrangeiro-doméstico.

A internacionalização da moeda é a principal causa da queda da correlação entre os domínios confiáveis das moedas individuais e seus domínios territoriais. É válido apontar que o número de moedas empregadas para propósitos internacionais tende a ser pequeno, enquanto a quantidade de moedas que enfrentam uma rivalidade com outras estrangeiras é cada vez maior.

“Todas elas (moedas) desfrutam de status nominalmente igual como uma questão de direito internacional, mas na prática algumas - para parafrasear George Orwell - são bem mais iguais que outras” (Cohen 1998)

Cohen enfatiza a necessidade de se abdicar de uma imagem vertical para visualizar o cenário monetário. A geografia virtual do dinheiro deve ser “metamorfoseada” de um simples campo bidimensional para algo mais parecido com uma vasta *pirâmide* tridimensional: estreita no alto, onde algumas moedas populares dominam; e cada vez mais ampla embaixo, refletindo graus variados de inferioridade competitiva. O autor denomina esta visualização de “Pirâmide Monetária”

A pirâmide monetária de Cohen tem como objetivo analisar as moedas *relativamente* umas às outras, não absolutamente por si. A figura é dividida em sete categorias:

1. Moeda Principal

Posição reservada apenas às moedas mais respeitadas do SMFI. Aquelas cujo uso domina a maioria, se não todos os tipos de propósitos transacionais e cuja popularidade é mais ou menos universal. Durante a Era Moderna apenas duas moedas se qualificaram para essa posição: a libra esterlina antes da Primeira Guerra Mundial; e o dólar a partir da Segunda Guerra Mundial até os dias atuais.

2. Moeda Aristocrática

Logo abaixo da camada principal encontramos as moedas cujo uso para vários propósitos transacionais, embora substancial, é um pouco menos que dominante e/ou cuja popularidade, embora disseminada, é um pouco menos que universal. Na época do texto (1996) se encontravam nessa posição moedas como o marco alemão e o iene. Hoje o Euro estaria nessa posição

3. Moeda de Elite

A esta categoria pertenceriam moedas suficientemente atrativas para qualificar o importante uso internacional, mas com peso insuficiente para ter mais influência direta além de suas próprias fronteiras nacionais. Aqui se encontravam na época do texto algumas moedas europeias hoje extintas, além da libra esterlina e do dólar canadense.

4. Moeda Plebeia

Um passo abaixo das moedas de Elite estão as Plebeias - moedas mais modestas, de uso internacional limitado, cuja autoridade substantiva está ainda mais seriamente comprometida no exterior. Aqui encontramos as moedas dos estados industriais menores (por exemplo, Austrália e nações escandinavas), juntamente

com alguns países de renda média (como Cingapura, Coreia do Sul e Taiwan) e os mais ricos exportadores de petróleo (Kuwait, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidas). Internamente estas moedas desempenham quase perfeitamente todas as funções tradicionais da moeda. Externamente tais moedas tem pouco peso

5. Moeda Permeada

Nesta categoria se encontram as moedas cujo domínio preponderante está efetivamente comprometido até mesmo no âmbito doméstico, sobretudo por meio do processo de substituição da moeda impulsionado pelo mercado. A moeda estrangeira suplanta a doméstica para alguns propósitos monetários. Por essa razão o nome *permeado*, visto que são moedas que confrontam uma competição com as moedas estrangeiras dentro de seu próprio domínio. A maioria das economias do mundo em desenvolvimento se encontra nesta categoria.

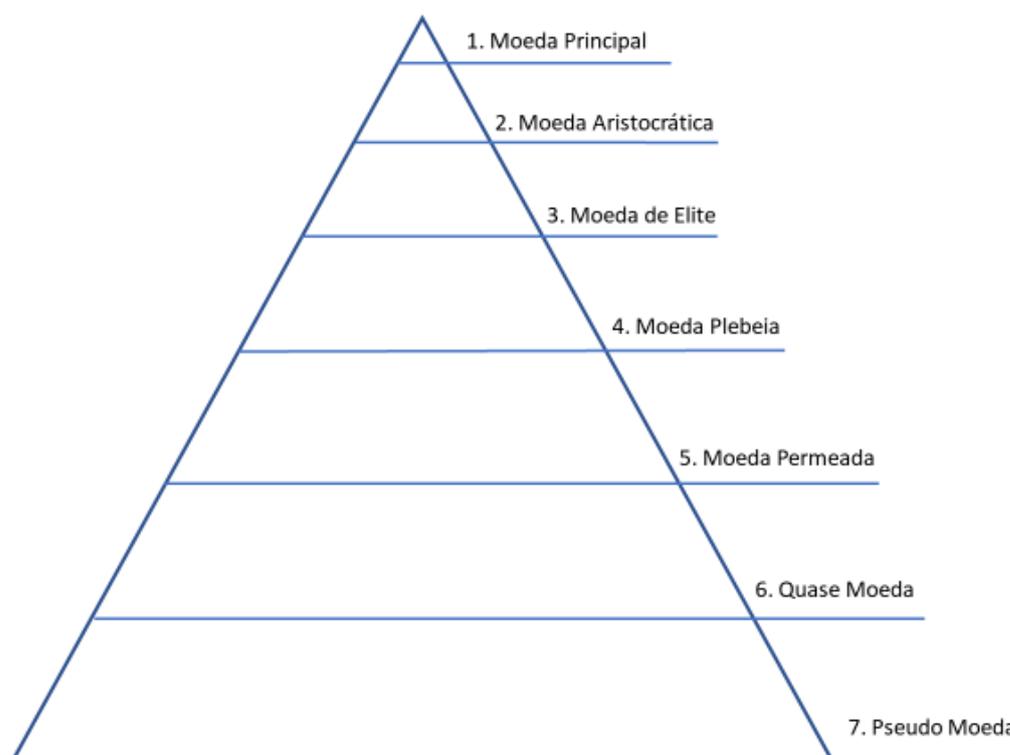
6. Quase Moeda

Moedas suplantadas por estrangeiras não apenas como reserva de valor, mas também como unidade de conta e meio de troca. São Moedas que retêm uma soberania jurídica e nominal, mas são rejeitadas na prática para a maioria dos propósitos. Algumas moedas assim foram observadas em economias menos estáveis na América Latina e no antigo bloco soviético.

7. Pseudo Moeda

Camada mais inferior da pirâmide, onde as moedas existem somente nominalmente. As Pseudo Moedas têm status legal, mas nenhum impacto econômico importante. Incluídos aqui estão os parceiros efetivamente subordinados de alianças monetárias relativamente assimétricas, como o franco de Luxemburgo (chegar se ainda existe), ou moedas simbólicas, como o dólar liberiano e o balboa panamenho, encontradas em países onde uma moeda estrangeira (por exemplo, o dólar) continua sendo a principal moeda corrente.

Esquema 4. Pirâmide Monetária de Cohen



Fonte: Cohen (1998)

Elaboração própria

1.5. Considerações Finais

As mudanças do SMFI pós-Bretton Woods, com destaque para a fiduciarização da moeda-chave, causaram uma acentuação da sua condição centro-periférica e conseqüentemente do seu caráter assimétrico. O impacto dos ciclos domésticos dos países *business-cycle makers* para os *business-cycle takers* é transmitido pelo fluxo de capital internacional, condicionado pelo ciclo de liquidez internacional, que por sua vez é determinado, principalmente, pela política monetária americana. Em outras palavras, o apetite por risco dos agentes financeiros internacionais determina a direção dos fluxos de capital, e este apetite, por sua vez, é determinado por uma série de fatores dentre os quais se destaca a taxa de juros das economias centrais.

Pelo fato de as moedas periféricas não desempenharem as três funções da moeda em âmbito internacional, elas tem, por definição, uma liquidez menor que a

dos países centrais. Isto porque, caso um investidor internacional queira liquidar um ativo em moeda periférica, ele necessita realizar um número de operações financeiras maior do que em comparação com a liquidez de um ativo em moeda central, visto que as moedas periféricas não desempenham a função de reserva de valor internacionalmente. Essa assimetria se alia ao *trade-off* entre liquidez e rendimento a ser calculado pelos agentes internacionais. Visto que a liquidez dos ativos denominados em moeda periférica é menor, eles devem apresentar um rendimento superior aos ativos denominados em moeda centrais, de forma a atrair os fluxos de capital internacional.

A taxa de juros, sendo ela o valor cobrado pela renúncia da liquidez, é determinada em um país pela taxa de juros básica da economia mundial (no caso do dólar). Caso a taxa de juros dos países centrais, em especial dos EUA, se eleve, é necessário que os países periféricos também elevem suas taxas de forma que o direcionamento do fluxo de capital não se inverta, independente dos impactos que este aumento terá no seu ciclo doméstico.

Em um cenário de queda da taxa de juros dos países centrais, o diferencial entre a taxa dos países periféricos e centrais, na maioria dos casos, aumenta, dando a estes países um maior raio de manobra na decisão de qual a taxa de juros ótima para a sua economia, tendo em mente um *trade-off* entre a atração dos fluxos de capital internacional e uma taxa de juros que fomente a sua economia interna.

Aliado a isto, os países periféricos também têm uma limitação na adoção de políticas econômicas que não sigam o receituário proposto pelos países centrais. Caso não o sigam, ou o sigam parcialmente, a penalização é imposta pelos próprios agentes internacionais que direcionam seu capital para outros países. Desta forma, a condução das políticas macroeconômicas nos países periféricos é menos autônoma e mais atrelada ao desempenho das economias centrais.

2. Regimes Cambiais e Pensamento Econômico

De acordo com o exposto no capítulo anterior, as mudanças no Sistema Monetário e Financeiro Internacional após o fim do acordo de Bretton Woods trouxeram, principalmente aos países periféricos, uma grande instabilidade no mercado cambial. O objetivo deste capítulo é discutir quais são as opções adotadas pelos governos para lidar com a complexidade que requerem as questões cambiais, incluindo a evolução do pensamento econômico acerca do tópico.

Na seção II.1, será abordada a evolução do pensamento econômico acerca dos determinantes das taxas de câmbio, desde os modelos *mainstream* ortodoxos da primeira geração aos modelos pós-keynesianos. Na seção II.2 é analisada a taxonomia dos regimes cambiais que melhor representa as opções que os governos atuais têm a sua disposição e uma breve descrição de suas funcionalidades práticas, suas virtudes, seus defeitos e objetivos.

2.1. Evolução do Pensamento Econômico acerca dos Determinantes da Taxa de Câmbio

Para os economistas formados na década de 1970 a controvérsia dos regimes fixos *versus* regimes de câmbio flutuante era um assunto corriqueiro. Na teoria econômica, essa controvérsia fazia parte do embate maior na época entre o cada vez menos dominante Keynesianismo e o surgente Monetarismo. Este aspecto do debate entre preços fixos e flexíveis praticamente desapareceu do debate econômico moderno acerca dos regimes cambiais. (Flassbeck, 2001 p.2)

A partir do livro de Prates (2012) será analisada a evolução do pensamento econômico acerca dos determinantes da taxa de câmbio no período pós-Bretton Woods, tendo como ponto de partida os modelos *mainstream* do período.

2.1.1. Modelos Mainstream

Após ter abandonado a conversibilidade do dólar em ouro, de fato (em 1968) e de direito (em 1971), os Estados Unidos determinaram o fim definitivo do regime de

Bretton Woods com o abandono da paridade fixa do dólar, em 1973⁶. (Prates, 2015 p.30)

Belluzzo (1997) aponta que havia uma expectativa entre os economistas do mainstream, que com a implementação de um sistema de taxas de câmbio flexíveis entre as divisas dos países desenvolvidos, houvesse uma estabilidade destas taxas e um ajuste automático dos balanços de pagamento, o que não ocorreu.

Neste novo contexto global os economistas foram atraídos novamente para debater os determinantes da taxa de câmbio. Nesta tese propõe-se a existência de cinco gerações de modelos. Em cada geração houve uma tentativa de atualizar os modelos anteriores para as evidências empíricas atuais, sendo o empirismo uma característica forte dessa área de literatura econômica. (Prates, 2015)

Primeira Geração de Modelos

Entre o final da década de 1970 e o início da década de 1980 foram formulados os modelos que compõem a primeira geração de modelos sobre a taxa de câmbio. Plihon (1999) aponta que o que esses modelos tinham em comum, e o que também tinham de maior mérito, foi o deslocamento do foco da análise dos fluxos de divisas (como no modelo de balanço de pagamentos de determinação da taxa de câmbio nominal, hegemônico até então) para os estoques de ativos monetários e financeiros, que passam a ter influência na trajetória da taxa de câmbio no curto prazo (Prates, 2015)

A abordagem monetária das taxas de câmbio, proposta nos modelos monetaristas de Frenkel (1976) e Johnson (1977), inovou ao refletir nas taxas de câmbio o equilíbrio do mercado monetário, que depende, segundo os autores, da oferta da moeda (exógena) e a demanda de moeda (função da renda real, dos preços e da taxa de juros real), sendo a relação macroeconômica mais estável e importante.

Uma hipótese fundamental para os modelos desta primeira geração é a de que os agentes não detêm moeda estrangeira. Deste modo a arbitrariedade dos agentes se restringe a escolha entre a detenção da moeda nacional ou de ativos financeiros

⁶ A literatura sobre a crise e o colapso do regime de Bretton Woods é muito vasta. Para uma perspectiva de economia política internacional, ver Heilleiner (1994). Para uma análise no âmbito do mainstream, ver Eicheengreen (1996).

e reais domésticos e/ou estrangeiros. Desta forma não há substitutibilidade entre moeda nacional e estrangeira.

A taxa de câmbio nestes modelos, que é igual ao preço relativo das moedas (Paridade do Poder de Compra), depende das ofertas e demandas de moeda. A evolução desta taxa está atrelada a evolução da oferta de moeda controlada pelas autoridades monetárias e pelo comportamento dos agentes detentores de encaixes monetários.

Os modelos pioneiros de Frenkel (1976) e Johnson (1977) trouxeram dois importantes resultados. De acordo com os autores, a taxa de depreciação cambial corresponderá à diferença entre as taxas de crescimento dos estoques de moeda, ou seja, no gap criado entre os estoques, uma vez dadas as taxas de juros e as rendas reais. Outro resultado foi afirmar que a apreciação cambial poderia suprir um eventual aumento de demanda decorrente de uma variação positiva da renda. O que explica essa possibilidade é a ideia de que uma apreciação cambial, ou redução dos preços domésticos, poderia satisfazer a demanda adicional, de acordo com a PPC (resultado oposto ao do modelo keynesiano).

Desta abordagem surgiu uma conclusão, muito criticada, de que todo desequilíbrio cambial poderia ser enfrentado através de uma política exclusivamente monetária. Suas hipóteses, como a PPC e a perfeita substitutibilidade dos ativos financeiros, são tidas pela literatura atual como pouco realistas. Além disso a instabilidade da função de demanda por moeda, observada empiricamente, também gerou outras críticas a essa abordagem. No entanto, tais modelos monetários tiveram o mérito de destacar no debate acerca das determinantes da taxa de câmbio, a relevância das variáveis de estoque (ativos monetários e financeiros) e de sua relação com as variáveis de fluxo (principalmente de renda), criando, assim, um cenário fértil para o surgimento de uma nova abordagem, mais geral e com foco na demanda por ativos, proposta pelos modelos de escolha de portfólio (Plihon, 1996; McDonald, 2007)

Em uma leva seguinte de modelos, Dornbush (1976) introduz o modelo de “sobreerreação” (*overshooting*) das taxas de câmbio, conhecido como modelo monetarista de preços rígidos (em contraposição a abordagem que supunha preços flexíveis). Segundo Plihon (1996), este modelo contém uma análise coerente da instabilidade das taxas de câmbio, relacionando-a as diferenças de velocidade de ajustamento nos mercados financeiros e de bens e serviços.

Enquanto os preços no mercado financeiro se ajustariam no curto prazo às variações de oferta e demanda, os preços dos bens e serviços variam de uma maneira muito mais rígida e demorada. “No longo prazo a PPC se impõe, pois, a evolução das taxas de câmbio dependeria do diferencial de inflação entre os países, além de desempenhar um papel de âncora das antecipações. Já no curto prazo, os mercados de câmbio são dominados pelos movimentos de capital e seu equilíbrio supõe a verificação da PDTJ (segundo a qual o diferencial entre as taxas de juros entre as moedas equivale à taxa antecipada de depreciação)” (Prates 2012, p. 33).

Dornbush conclui em seu modelo que o papel desempenhado pelas antecipações é fundamental para a resolução dos desequilíbrios do mercado de câmbio. A convergência da taxa de câmbio em direção ao equilíbrio de longo prazo ocorre exatamente porque as antecipações são estabilizadoras.

Outra incorporação do modelo de Dornbush ao arcabouço teórico dos determinantes da taxa de câmbio foi o *lag* temporal, diferenciando a trajetória cambial no curto e no longo prazo.

Além disso, esse modelo trouxe um enfoque para o peso do setor financeiro na dinâmica da taxa de câmbio nominal no curto prazo (a partir da paridade descoberta da taxa de juros).

Nas palavras de Prates (2012): “Com essas mudanças, Dornbush conseguiu compatibilizar, em um mesmo arcabouço teórico, a intensa volatilidade cambial, com um dos supostos fundamentais dos modelos convencionais de determinação da taxa de câmbio, qual seja, a relação de causalidade entre os fundamentos e esta taxa, já que a PPC continuou válida no longo prazo.”

O terceiro tipo de modelos da primeira geração são os modelos de escolha de portfólio, propostos por Branson (1975) e Kouri (1976) e inspirados nos modelos de Markowitz (1959) e Tobin (1965). Nesta abordagem os agentes financeiros têm uma vasta opção de ativos, que compõe a economia mundial, para escolher e compor seu portfólio, de forma a obter a maior utilidade possível de seu capital alocado. Como muitos desses ativos são financeiros e monetários, a dinâmica da taxa de câmbio segue uma lógica patrimonial, ou seja, constitui o reflexo das arbitragens entre ativos que transitam necessariamente pelos mercados cambiais, e que são alocados de acordo com os interesses dos agentes econômicos individuais. Essa alocação é uma repartição ótima dos portfólios individuais em função dos retornos e dos riscos relativos dos ativos (Prates, 2015).

Uma inovação desta geração de modelos foi a introdução dos riscos diferenciados dos ativos, o que permitiu uma emancipação da hipótese dos modelos monetários de perfeita substitutibilidade dos ativos financeiros (No entanto a hipótese de que os agentes não podem compor seu portfólio com moeda estrangeira é mantida).

Assim, os agentes devem distribuir sua riqueza entre três tipos de ativos: moeda nacional; títulos nacionais e títulos estrangeiros. A taxa de câmbio é a variável determinada pelo processo de escolha de portfólio, que permite uma repartição da riqueza entre estes ativos. Em outras palavras, essa taxa é o preço que garante o equilíbrio nos diferentes mercados de ativos nacionais e estrangeiros, sendo determinada pelos fatores que afetam a oferta e a demanda de ativos monetários e estrangeiros. Neste modelo, uma alta da taxa de juros interna resulta em aumento da demanda por moeda nacional e em apreciação cambial (contrariamente à abordagem monetária, na qual essa alta implica depreciação da moeda doméstica) (idem).

A partir desse referencial teórico, Branson (1975) avança ao mostrar a integração entre o mercado de ativos e o comércio de bens. No curto prazo (CP), o que define a taxa de câmbio são as condições do mercado de ativos, como no modelo de Dornbush, devido à maior ordem de grandeza dos estoques de títulos suscetíveis de serem trocados por títulos denominados em outras moedas relativamente aos fluxos de divisas vinculados à conta comercial. Enquanto os ajustes dos mercados de ativos ocorrem mais rapidamente do que aqueles do mercado de bens, a conta corrente reagiria de forma muito mais lenta às mudanças dos fundamentos.

Já no longo prazo (LP), a taxa de câmbio resultaria de um processo de interação entre os fluxos reais (comerciais) e o mercado de ativos financeiros (justamente porque agora dá tempo de os fatores do mercado de bens impactarem a taxa com uma força semelhante a do mercado de ativos). O comércio de bens afetaria essa taxa mediante seus efeitos sobre o estoque de ativos estrangeiros. Por exemplo, uma inovação tecnológica reduziria a demanda por importações, aumentando os ativos líquidos do país no exterior devido à melhora do resultado em conta corrente. Para reestabelecer o equilíbrio do seu portfólio, os residentes reduziriam a posse de ativos estrangeiros e aumentariam a detenção de ativos nacionais, provocando uma apreciação cambial.

Em suma, no modelo de Branson e de seus seguidores, as transações financeiras, cujo horizonte é fundamentalmente de curto prazo, condicionariam o

movimento da taxa de câmbio nesse período. E, como é necessário um maior *lag* temporal para explorar vantagens comparativas no comércio de bens de serviços, os fatores reais seriam os principais determinantes da taxa de câmbio no longo prazo.

Uma importante limitação dos três tipos de modelos apresentados até o momento é a hipótese de que os residentes não detêm moeda estrangeira; ou seja, de inexistência de substituição monetária. No contexto de globalização financeira, bancos e empresas detêm uma tesouraria multdivisas (Plihon, 1999).

Um novo gênero de modelo monetarista – entre os quais Miles (1978) e Mckinnon (1982) – procurou superar esta limitação a partir da inclusão da hipótese de que as moedas são substituíveis entre si. A demanda de moeda refletiria um comportamento “mundial”, no sentido que cada divisa é desejada em função da taxa de juros doméstica e das taxas de juros externas.

Esses modelos enfatizaram as implicações sobre as taxas de câmbio das substituições entre moedas condicionadas por mudanças nos seus custos relativos; quanto maior a substitutibilidade, maior seria a instabilidade cambial. A hipótese subjacente é que a demanda mundial de moeda é estável, mas que as demandas pelas diferentes moedas nacionais não o são. Conseqüentemente, o regime de câmbio flutuante não teria um papel estabilizador (como na abordagem monetária), bem como não garantiria a autonomia da política monetária. Assim, mesmo nos marcos de um referencial monetarista (leia-se, mesmo no mainstream), os modelos de substituição de divisas chegam a um resultado interessante: as políticas monetárias domésticas tornam-se interdependentes no âmbito de regimes de câmbio flutuante.

Segunda e Terceira Geração de Modelos

Na Segunda Geração de Modelos *Mainstream*, que também pode ser chamada de geração de modelos novo-clássicos, buscou-se responder as conclusões trazidas pelo estudo de Meese e Rogoff (1983). Neste estudo foi apontado que modelos de passeio aleatório⁷ eram capazes de explicar a trajetória da taxa de câmbio com mais precisão do que os modelos estruturais vigentes até o momento.

⁷ ver Lyons (2001) e Bacchetta e Van Wincoop (2003)

Esta geração é considerada a geração novo-clássica pois se ancora na hipótese de expectativas racionais⁸, hipótese esta tida como um dos pilares do pensamento novo-clássico. Outra hipótese em que esta geração se baseia é a de que as arbitragens são perfeitas: “os ativos financeiros são perfeitos substitutos e os rendimentos antecipados dos diferentes ativos em distintas moedas (denominados na mesma moeda), são iguais. Isso quer dizer que a paridade descoberta da taxa de câmbio é verificada” (Prates, 2015)

A mudança da primeira para a segunda geração passa pela ascensão na literatura convencional do modelo de eficiência no mercado de câmbio, baseado na pesquisa de Fama (1960). Nesta pesquisa o autor aponta para fato de que a variação do preço de um ativo, em um determinado período, sintetiza da maneira mais eficiente possível as informações disponíveis acerca do mercado deste ativo. No caso da taxa de câmbio este conceito, segundo esta linha de pensamento, também se aplica sendo a variação da taxa de câmbio a síntese de todas as informações do mercado cambial.

“A condição de eficiência do mercado de câmbio estabelece que a depreciação cambial esperada entre dois períodos equivale ao diferencial de juros entre as moedas (como na paridade descoberta); mais um erro aleatório, cuja esperança matemática é igual a zero. Se o lucro esperado da arbitragem de juros entre duas moedas é igual a zero, como suposto na hipótese de eficiência, a taxa de câmbio seguirá um passeio aleatório.”⁹
(Prates, 2015)

Os fatores que propiciaram o aumento da reputação deste modelo foi que, além do pensamento macroeconômico da escola novo-clássica ser o pensamento dominante na ortodoxia neste período, a globalização financeira nos anos 1980 trouxe novos holofotes para o papel da taxa de juros e das antecipações na dinâmica da taxa de câmbio.

Dentro da Segunda Geração de modelos *Mainstream* há um outro modelo, o de bolhas especulativas racionais. Este modelo, que foi proposto por Blanchard e

⁸ Nesta hipótese os agentes além de utilizarem toda a informação disponível possível, conhecem a verdadeira distribuição de probabilidades da variável, não cometendo erros de previsão sistemáticos. (Prates, 2012)

⁹ Contudo, como destacado por Levich (1986), essa condição implica aleatoriedade somente se o retorno esperado no equilíbrio for constante.

Watson (1984), teve uma ampla aceitação no *mainstream* por compatibilizar as hipóteses novo-clássicas de eficiência de mercado e expectativas racionais com um questionamento dominante no período, a relação da variação da taxa de câmbio para um valor que não o seu de equilíbrio e as chamadas “bolhas especulativas”.

A hipótese central do modelo se baseia na ideia de “profecia autorrealizável” do mercado. Deste modo, as variações da taxa de câmbio para um valor fora do seu equilíbrio natural, de acordo com os fundamentos macroeconômicos – em especial os diferenciais de inflação e taxa de juros -, seriam consequência de “bolhas especulativas” formadas pelos próprios agentes em mercados tidos como eficientes e com expectativas racionais.

“Esse modelo pode ser resumido da seguinte forma: se a maioria dos operadores antecipa uma apreciação da moeda devido a rumores, sem levar em conta os fundamentos, a demanda adicional faz com que a moeda efetivamente se aprecie, se distanciando do valor fundamental; as antecipações se autorrealizam e o mercado é eficiente no sentido de antecipar corretamente a evolução da taxa de câmbio; em algum momento, as antecipações descoladas dos fundamentos se revertem e a bolha explode.” (Plihon, 1999 apud Prates, 2015)

Os modelos da terceira geração são conhecidos como modelos novo-keynesianos. Semelhante aos modelos da segunda geração, uma de suas hipóteses são as expectativas racionais. No entanto a principal diferença para a geração anterior é o questionamento da eficiência dos mercados de câmbio. Desta forma, na terceira geração, há uma investigação sobre as ineficiências do mercado que possam explicar o fato de a taxa de câmbio não variar *pari passu* com os fundamentos em modelos dinâmicos.

Esta geração foi desenvolvida no âmbito da *New Open Macroeconomics* e foi protagonizada por Obstfeld e Rogoff (2000). Sua ascensão partiu da rejeição da hipótese de mercados de câmbio eficientes proposta por diversos estudos econométricos nos anos 1990 (McDonald, 2007).

Quarta Geração de Modelos

A quarta geração de modelos *mainstream* marca um distanciamento da literatura ortodoxa quanto a hipótese de agentes homogêneos e representativos, passando a adotar a premissa de heterogeneidade dos agentes.

Dois modelos compõem esta geração. O primeiro é o modelo proposto por Evans e Lyons (2001) conhecido como *microstructural model* (modelo microestrutural) que traz, como indicado pelo nome, uma abordagem microeconômica para se compreender os determinantes da taxa de câmbio. A grande inovação deste modelo foi introduzir uma análise sobre a importância do mercado à vista de operações financeiras envolvendo câmbio, no entanto isto possibilitou que se desenvolvessem modelos incorporando os mercados de derivativos cambiais, como o proposto por Klitgard (2007). O foco desta análise é o fluxo de ordem dos *dealers*¹⁰, ou seja, a quantidade de ordens de compra menos a quantidade de ordens de venda, resultando na pressão deste mercado sobre o preço da taxa de câmbio.

Apesar deste ponto inovador, de acordo com Prates (2012), o modelo microestrutural de Evans e Lyons não consegue explicar os pontos principais acerca dos determinantes da taxa de câmbio, ou seja, os pontos subjacentes ao resultado líquido de ordens de compra e venda no mercado à vista cambial e que explicam as motivações dos agentes por tomarem suas posições iniciais. Em outras palavras, e de acordo com Williamson (2008), o verdadeiro objetivo da pesquisa acerca dos determinantes da taxa de câmbio deve ser compreender os fatores que levam os agentes a tomar certo posicionamento no mercado, e não somente as consequências destas ações.

O segundo modelo desta geração é o *behavioral model* (modelo comportamental), que teve como principais autores De Grauwe e Grimaldi (2006). Seguindo a linha de ruptura desta geração, este modelo também se baseia na hipótese de agentes heterogêneos e não representativos, mas dá um grande avanço na literatura econômica na compreensão da formação das decisões dos agentes. De certa forma este modelo complementa uma lacuna do modelo microestrutural, mas não a fecha por completo.

¹⁰ Os *dealers* absorvem a pressão tanto do lado de compra como de venda - através de operações financeiras como *swap*, *put* e *call* - do mercado de câmbio a vista, e buscam lucrar com esta mediação.

O principal objetivo do *behavioral model* é, a partir de uma base formada na literatura de finanças comportamentais que foi muito influenciada pelo trabalho dos psicólogos Tversky (1981) e Kahneman (1982), compreender como os agentes formulam suas decisões em cenários complexos. De acordo com o trabalho de De Grauwe e Grimaldi (2006), nestas situações os agentes se baseiam em “princípios heurísticos”¹¹, dos quais três são os mais relevantes:

“Em primeiro lugar, o princípio da “disponibilidade” (*availability*): os agentes tendem a atribuir maior probabilidade a eventos mais recentes. Em segundo lugar, o princípio da “representatividade” (*representativeness*), utilizado quando os agentes precisam definir se um evento A pertence a uma classe B (ou é resultado de um processo B): quanto maior a semelhança entre o evento A e a classe (ou o processo) B, maior a probabilidade de A fazer parte (ou ser resultado) de B. A representatividade pode levar os agentes a imaginarem a operação de fatores causais (processos determinísticos), quando, na verdade, o acaso (processos aleatórios) poderia estar em operação. Em terceiro lugar, o princípio da “ancoragem” (*anchoring*), utilizado quando os agentes precisam realizar uma estimativa acerca dos resultados futuros. Neste caso, elas tendem a ancorar quaisquer revisões subsequentes na primeira estimativa originalmente realizada. A ancoragem atribui um peso excessivo e indevido à “primeira estimativa” (ou “primeira aproximação”) do agente” (Prates, 2015).

Quinta Geração de Modelos

A quinta geração de modelos *mainstream* surge, no início do século XX, em um cenário caracterizado por uma grande diferença entre as taxas de juros dos países centrais e periféricos. Os países centrais passavam por um momento, tanto antes quanto depois da crise financeira global de 2008, de taxas de juros muito baixas¹², enquanto os países periféricos ou mantiveram as taxas da década anterior ou presenciaram picos históricos da taxa de juros.

Neste cenário a literatura ortodoxa passou a questionar a validade da hipótese de paridade descoberta da taxa de juros. Isso se deve ao aumento de operações financeiras conhecidas como *currency carry trade*. Nestas operações, que ocorrem

¹¹ “uso do “senso comum” ou “regras de bolso”, genéricas, informais, que tendem a simplificar o processo de tomada de decisão” (Prates, 2012).

¹² Em 2008 o FED reduziu a taxa de juros americana para um patamar historicamente baixo de 0,25%

tanto no mercado à vista como no mercado de derivativos, alguns agentes se utilizam do diferencial de juros entre duas moedas para obter ganhos financeiros. No mercado à vista o *canonical carry trade* consiste em uma operação na qual um agente vende a *funding currency*, ou a moeda que tenha um prêmio pela liquidez baixo e aplica os recursos desta venda na compra de uma *investment currency*, uma moeda com uma taxa de juros elevada. No mercado de derivativos, o *derivatives carry trade* funciona da mesma maneira. A diferença é que o movimento se dá em formar tanto uma posição vendida na moeda com menor taxa de juros, como uma posição comprada na moeda com maior taxa.

“Vários modelos foram desenvolvidos para explicar a influência do carry trade na dinâmica das taxas de câmbio em geral, entre os quais Brunnermeier, Nagel e Pedersen (2008). Estes modelos seguem a abordagem dos modelos de equilíbrio de portfólio, mas incorporam os mercados de derivativos cambiais, que são lócus de uma das estratégias de carry trade. Já o tratamento diferenciado do carry trade, envolvendo moedas emergentes, ainda se restringe aos estudos empíricos, como Burnside et al. (2006)” (Prates, 2015).

2.1.2. Modelos Pós-Keynesianos

Os modelos pós-keynesianos surgem em um contexto do SMFI particular e que influencia diretamente nas suas diretrizes. Este cenário era marcado por uma alta volatilidade na grande maioria dos ativos e indicadores econômicos, tanto a taxa de juros, taxa de câmbio e os preços dos ativos estavam sujeitos a grandes variações no curto prazo, enquanto que no longo prazo, apesar de não ocorrerem variações frequentes como no curto prazo, estes indicadores e preços de ativos estavam suscetíveis a deslocamentos de nível relevantes. Aliado a isto, no SMFI existia uma elevada transmissão de crises financeiras partindo dos países centrais (*business-cycle makers*) até os países periféricos (*business-cycle takers*), onde estas crises causavam um enorme impacto independentemente do quão sólidas fossem suas políticas macroeconômicas. Por último, neste período a globalização financeira já estava consolidada e, com ela, houve um aumento na preferência pela liquidez dos

agentes internacionais. Esse aumento decorre de um ambiente político favorável à livre mobilidade de capitais, à moeda-chave fiduciária e à evolução de tecnologias financeiras que facilitaram o acesso à ativos de mercados previamente “distantes”. (Prates, 2015)

A abordagem pós-keynesiana, assim como a quarta geração de modelos *mainstream*, incorporou, na pesquisa de alguns de seus principais expoentes, o trabalho dos psicólogos Tversky e Kahneman ao analisar o processo de formação de expectativas dos agentes no mercado de câmbio. De acordo com Harvey (1999), os princípios heurísticos (previamente abordados neste trabalho) apontados pelos psicólogos, aliados aos cinco fatores da dinâmica dos mercados de ativos de Keynes (i.e. incerteza, convenções, grau de confiança, busca de resultados rápidos e *animal spirits*), são capazes de fornecer, acredita-se aqui, uma explicação mais adequada para a formação de expectativas dos agentes.

Este aspecto é fundamental para os modelos pós-keynesianos pois, de acordo com Prates (2012), esta abordagem tem como principal argumento que o impacto dos fluxos de capital no curto prazo sobre o preço das taxas de câmbio é muito significativo.

“Em outras palavras, os preços das divisas seriam reflexo das decisões de compra e venda das tesourarias dos bancos (*bank trading desks*) – que são os *dealers* dos mercados de câmbio – e de alocação de portfólio dos investidores, guiadas, por sua vez, por expectativas de ganhos de capital de curto prazo, desvinculadas (pelo menos de forma direta) dos “fundamentos macroeconômicos”, como discutido a seguir. Assim, uma questão fundamental na perspectiva pós-keynesiana diz respeito aos fatores subjacentes à formação das expectativas dos agentes nos mercados de câmbio em um ambiente de incerteza” (Prates, 2015).

Schulmeister (1988) analisou a trajetória da taxa de câmbio entre o dólar americano *versus* o marco alemão e o iene japonês no período de 1980-85. Nesta análise o autor apontou que as posições dos bancos no mercado de câmbio seguiam “regras de negociação” (*trading rules*), o que acarretou dois efeitos: a realização de lucro com a liquidação de ativos valorizados (*cash-in*) e o comportamento de manada (*bandwagon*).

Por trás destas *trading rules* estão duas expectativas que norteiam os agentes: i) expectativas de curto prazo, fortemente impactadas pelo noticiário político e econômico; ii) expectativas de médio prazo, conduzidas pelos “fundamentos econômicos” e, conseqüentemente, pela solidez dos indicadores econômicos.

“Segundo Schulmeister (1988), novos acontecimentos econômicos ou políticos favoráveis à moeda de determinado país acarretariam mudanças nas expectativas de alguns *dealers* que, em busca de ganhos de capital, iniciariam um movimento de compra dessa moeda e, com isso, de alta do seu preço, o qual atrairia outros *dealers*, dando lugar a um efeito-manada. Todavia, quanto maior o movimento de apreciação, maior a possibilidade de os agentes envolvidos internalizarem os lucros decorrentes da valorização cambial (*cash-in*), diante da expectativa de não sustentabilidade da trajetória de alta. O movimento de apreciação terminaria quando os principais *dealers* tomassem posições contrárias à moeda em questão.” (Prates, 2015)

Prates (2015) aponta que esse mecanismo de decisão sob incerteza pode ser caracterizado como keynesiano, uma vez que quando alguns agentes tomam uma posição “fora da curva” atrás de grandes ganhos em um curto espaço de tempo, e são bem-sucedidos, automaticamente a posição antes tida como não convencional passa a ser replicada pelos demais agentes. “É nesse sentido que se pode afirmar que as convenções trazem dentro de si as sementes de sua própria destruição.” (p. 41).

A partir da análise de Schulmeister (1988), Harvey (xxx) estipula, através de uma abordagem mais teórica, que a dinâmica dos mercados de câmbio seria o principal determinante das taxas de câmbio, ao contrário do pensamento dominante de que seriam as demandas de liquidez para comércio e investimento direto. Esta dinâmica é influenciada pelas expectativas de curto (E_{t+m}^e) e médio (E_{t+n}^e) prazo propostas por Schulmeister. Desta forma a taxa de câmbio no presente E_t é função das variáveis E_{t+m}^e e E_{t+n}^e .

Alterações nas duas variáveis resultam em mudanças na taxa de câmbio presente. Como explicado acima, a expectativa de médio prazo é por definição mais estável, tornando as variações de expectativa do curto prazo o principal condicionante

da taxa presente. De acordo com Harvey, “expectativas são voláteis, assim ações são voláteis, assim variáveis econômicas são voláteis”. (Prates, 2015)

Ao analisar a demanda por moeda estrangeira, Harvey (1999) observou que dentre quatro possibilidades como comércio, gestão de reservas internacionais, investimento de portfólios e investimento direto, os investimentos de portfólio se destacam. No entanto, este tipo de investimento é, por natureza, inserido em uma lógica especulativa e, conseqüentemente, mais instável, tornando a taxa de câmbio também instável, uma vez que ela é inserida nesta lógica. E visto que o preço dos ativos depende diretamente do valor da paridade cambial, este se torna um dos principais, se não o principal, objeto de interesse dos investidores.

Outro ponto, de extrema relevância para a perspectiva da Hierarquia Monetária, observado por Harvey (1999) é que na decisão de aquisição ou venda de um ativo a sua liquidez é um ponto fundamental. A liquidez depende, não só, mas principalmente da moeda em que o ativo está denominado.

“A liquidez aumenta se a moeda na qual o ativo é denominado é a moeda na qual os preços das *commodities* são precificados ou se é a moeda de reserva internacional *de facto* ou *de jure* (o dólar exerceu as duas funções desde a segunda guerra mundial)” (Harvey, 1999)¹³

Portanto, mesmo que indiretamente, é possível extrair da abordagem de Harvey que há, no SMFI vigente, uma hierarquia monetária na qual o dólar possui a posição chave perante as outras. “Contudo, como argumentado em Andrade e Prates (2012), este autor não destacou a existência de *assimetrias* entre as divisas emitidas pelos demais países centrais e aquelas dos países periféricos emergentes” (Prates, 2015).

¹³ Tradução de Prates (2012)

2.2. Tipos de Regime Cambial

Dentro da literatura econômica existe uma gama de Regimes Cambiais. Não existe um consenso entre todas as vertentes acerca da melhor maneira de caracterizar e classificar os tipos de regimes cambiais.

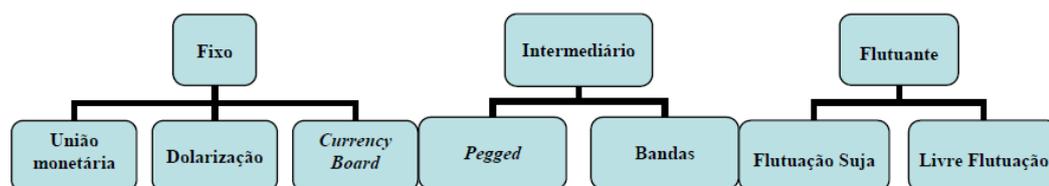
No entanto, a literatura que aborda o tema o faz a partir de uma taxonomia. Será importante desenvolver os tipos de regimes cambiais nesta taxonomia acompanhada de uma análise crítica acerca de sua compatibilidade com a realidade dos países periféricos.

Para Frankel (2003) há uma grande distinção que classifica os tipos de regimes cambiais em 3 grandes grupos: i) taxa de câmbio fixa; ii) taxa de câmbio flutuante e iii) regimes intermediários (Ver Esquema 5). As características que diferenciam as taxas de câmbio fixo e flutuante da taxa de câmbio do regime intermediário são de cunho institucional. O que importa para essa taxonomia são as regras expostas para os agentes econômicos, mesmo que na prática a execução do regime seja diferente em alguns aspectos, pois elas que balizam o comportamento geral frente as políticas cambiais do país em questão.

Neste raciocínio Frankel, então, estabelece que a separação entre os regimes de taxas fixas e os regimes intermediários se dá pela “existência ou não de um compromisso institucional com a taxa de câmbio buscada” (De Conti, 2007), como por exemplo através de uma lei. Já quanto a diferença entre os regimes de taxa flutuante e os intermediários a diferença principal se dá pelo estabelecimento ou não de metas a serem perseguidas pelas autoridades monetárias.

“Desta maneira, ainda que haja intervenções esporádicas das autoridades monetárias no mercado cambial, se não forem perseguidas taxas determinadas a priori e anunciadas ao público, o regime deve ser classificado como flutuante.” (De Conti, 2007)

Esquema 5. Tipologia dos Regimes Cambiais



Fonte: De Conti (2007)

Nesta pesquisa serão expostos os regimes cambiais mais representativos, mesmo que haja uma enorme gama de possibilidades e combinações que gerem uma diversidade de tipos de regimes cambiais. A seguir serão apresentados os principais regimes cambiais baseados na pesquisa de Frankel (2003):

Regimes Fixos:

1. Dolarização

“Os casos extremos de câmbio fixo – uniões monetárias e dolarização – representam no fundo a própria abolição da taxa de câmbio. A principal diferença entre estes regimes é o caráter unilateral da dolarização, ao passo que a união monetária é fruto de um acordo entre diferentes países, que definem para si uma moeda única” (De Conti, 2007). A dolarização é compreendida como o processo de substituição da moeda local por uma moeda em uma posição mais alta na hierarquia monetária do SMFI. Por ser a moeda-chave, o dólar é normalmente a moeda mais utilizada neste processo. O processo pode ser formal ou não. A informalidade se dá quando o governo possui a própria moeda, mas ela é preterida pela população por uma outra moeda estrangeira.

Sicsú et alli (2003) propuseram três objetivos principais para a dolarização: eliminação do risco cambial, estabilidade de preços e redução das taxas de juros interna. O primeiro objetivo visa eliminar o risco de desvalorização cambial, e conseqüentemente, de ataques especulativos à moeda nacional. Por razões explicadas no capítulo 1, as paridades cambiais dos países periféricos “são muito instáveis, criando o risco de que a taxa de câmbio sofra constantemente pressões

altistas, seja pela demanda por hedge, seja devido a ataques especulativos” (De conti 2011). O segundo objetivo é motivado pelas estruturas produtivas dos países periféricos e pelo grau de indexação de suas economias. Dada essas circunstâncias o impacto do repasse das variações cambiais nos preços domésticos é elevado¹⁴ e representa um grande risco sistêmico. Assim, para um governo que busca controlar a inflação de seu país a fixação das paridades cambiais se torna muito atraente. O terceiro objetivo visa reduzir as taxas de juros internas e o custo de crédito externo. Como também explicado no capítulo 1, a adoção de uma moeda em uma posição mais elevada na Hierarquia Monetária do SMFI, colabora na redução do risco-país (pela eliminação do risco cambial) implícito na moeda local no cálculo das taxas de juros além de eliminar o descasamento monetário, que elevam as taxas de juros exigidas pelos credores.

Entretanto, ao renunciar à autonomia de sua moeda, e conseqüentemente de sua política monetária, para atingir os objetivos supracitados ocorre uma subordinação aos rumos da economia estadunidense. “A exemplo do que acontece nas uniões monetárias há, também neste caso, a perda da senhoriagem e do papel de prestador de última instância das autoridades monetárias nacionais. Ademais, este regime pode ser extremamente perigoso quando o país que o adota tem relações comerciais relevantes com outros países que não os EUA, já que a variação da paridade entre o dólar e a moeda deste parceiro comercial é exógena à economia nacional em questão” (De Conti, 2007).

2. União Monetária

A União Monetária é um acordo entre dois ou mais países para compartilharem a mesma moeda. “Apesar das controvérsias teóricas em relação à viabilidade de uma união monetária, esse acordo revelou-se possível, na prática, entre países que apresentam uma grande integração econômica e desejam eliminar por completo a variação da paridade entre suas respectivas moedas para facilitar os intercâmbios comerciais e financeiros” (De Conti, 2007).

¹⁴ Pass-through é o tamanho do repasse das variações cambiais para o nível de preços. Em outras palavras, é quanto uma subida (ou redução) na paridade cambial faz a inflação subir (ou baixar)

A principal virtude do estabelecimento de uma União Monetária para os países envolvidos é que desta forma é possível que a nova moeda compartilhada expresse mais força em um SMFI extremamente hierarquizado. O caso mais emblemático de União Monetária é o Euro. A nova posição alçada a esta moeda superou a posição de qualquer uma das moedas anteriores que deixaram de existir para a promoção do Euro. A nova moeda trouxe aos países que a adotaram uma grande estabilidade cambial, e permitiu um fluxo maior de comércio e pessoas entre esses países.

O principal ponto negativo da adoção de uma União Monetária é que, assim como em qualquer regime de câmbio fixo a autonomia de política monetária é severamente reduzida, fazendo com que os países fiquem a mercê do comitê gestor criado para a nova moeda. “Além disso, diante da eliminação da capacidade de livre emissão monetária, as autoridades monetárias nacionais perdem o poder de senhoria e sua função de emprestadores de última instância” (De Conti, 2007)

3. *Currency board*

O último regime que compõe os regimes de câmbio fixo é o regime de *Currency Board*, ou Caixa de Conversão. Diferentemente da Dolarização e da União Monetária neste regime não há substituição monetária *de jure*. O que ocorre é uma indexação determinada por lei entre a moeda nacional e um lastro externo confiável, normalmente o dólar americano. Na prática a moeda nacional passa a ser um mero substituto da moeda estrangeira.

“A conversibilidade entre as duas moedas é garantida pelas autoridades monetárias. Neste caso, a variação da oferta da moeda nacional fica condicionada ao fluxo de divisas, já que deve existir uma proporção fixa entre a base monetária e o volume de reservas cambiais. Em última instância, portanto, a emissão monetária fica subordinada aos resultados do balanço de pagamentos. Elimina-se, desta forma, a possibilidade de financiamento monetário do déficit do governo, restando a alternativa da emissão de dívida. O intuito é mostrar credibilidade aos mercados, já que, uma vez que a rigidez cambial é determinada institucionalmente, o rompimento do compromisso com esta paridade se mostra extremamente custoso, tanto econômica, quanto

politicamente, aumentando, aos olhos dos agentes, a probabilidade de que a taxa de câmbio nominal permaneça fixa no médio e longo prazos” (FRANKEL, 2003)¹⁵.

Mesmo que um dos objetivos da adoção deste regime seja a defesa contra os impactos da especulação, o compromisso institucional não garante uma imunidade a este problema. É pré-requisito para um bom funcionamento deste sistema que o governo disponha de uma considerável Reserva Internacional, pois é através dela que o Banco Central atua para manter um equilíbrio entre os fluxos de divisas e conseqüentemente entre a oferta e a demanda de moeda dentro do sistema monetário do país. Sendo assim, o papel do Banco Central neste regime é de equilibrar eventuais distúrbios entre a oferta e a demanda de moeda estrangeira, o que explicita o seu limite na condução de políticas cambiais (Carvalho et alli, 2000, pág. 415).

Um impacto muito importante que este sistema pode causar é um desequilíbrio na balança comercial. Uma vez que o controle da inflação é decorrente da fixação da paridade cambial por um ativo externo (por exemplo o dólar), o efeito primário.

“Além disso, este regime pode apresentar também uma tendência à valorização da taxa real de câmbio, capaz de gerar desequilíbrios na balança comercial. Isso, pois quando a estabilidade de preços em um país é buscada através da fixação do valor externo da moeda, o impacto imediato é apenas sobre o setor de bens comercializáveis, que tem seus preços determinados no comércio internacional. No setor dos não-comercializáveis, porém, verifica-se um resíduo inflacionário que, além de causar uma mudança nos preços relativos, representa uma valorização da taxa de câmbio em termos reais.” (De Conti, 2007)

É possível afirmar que um país ao adotar o regime de dolarização ou de currency board, reconhece a sua condição periférica dentro da hierarquia do SMFI.

¹⁵ Frankel (2003) propõe alguns motivos que podem levar um país a adotar o regime de currency board. O principal deles, segundo o autor, é uma grande necessidade de “importar” estabilidade monetária, devido a um histórico de hiperinflação, a um ambiente político instável, ou a uma exposição excessiva aos “humores” dos investidores internacionais. Outro motivo que pode conduzir à adoção do currency board é o desejo de estreitar relações econômicas com um determinado país. Seja buscando estabilidade, seja para aumentar a integração, há algumas características, para o autor, que favorecem o sucesso deste regime; são elas: a utilização já ampla e disseminada da moeda estrangeira na economia em questão; um sistema financeiro forte, regulado e bem supervisionado; e um nível adequado de reservas internacionais.

As autoridades monetárias optam por não mais buscar a credibilidade da sua moeda nacional, e passam a importá-la de uma divisa estrangeira. (De Conti, 2007)

Regimes Intermediários

4. Pegged

Similar ao regime de *Currency Board*, o regime *Pegged* também é caracterizado por uma fixação da paridade cambial com uma moeda externa (normalmente uma moeda que ocupa uma posição mais elevada na Hierarquia Monetária). Os ganhos entre os dois regimes também são os mesmos. No entanto, neste regime não há um compromisso institucional definido juridicamente, tornando o regime *Pegged* menos restritivo que o *Currency Board*.

Ao se adotar este regime o objetivo principal é definir um alvo para a paridade cambial a ser alcançado pelas autoridades monetárias, mas sem se renunciar à importância que o câmbio tem para as atividades domésticas. Na prática mesmo que a paridade cambial seja determinada *ex-ante* pelas autoridades, ela pode sofrer pequenas flutuações na sua taxa sem que haja uma descaracterização do regime. Por este motivo o regime *Pegged*, por ser mais flexível, se torna uma âncora cambial menos segura para os agentes internacionais do mercado do que a do *Currency Board*. Sendo assim, ao mesmo tempo que as desvantagens do regime *Pegged* sejam menores, suas vantagens também o são.

As razões por trás dessas pequenas variações cambiais podem ser muitas. As autoridades monetárias, em países onde não gozam da independência de suas políticas, podem sofrer grandes pressões para adotarem medidas que alterem a taxa de câmbio visando algum benefício para um setor específico. Por exemplo, uma pressão do governo para que haja desvalorização cambial e conseqüentemente os valores de exportações e importações se alterem visando uma melhor na Balança de Pagamentos. Flassbeck (2001) aponta como a paridade pré-fixada é muito suscetível às pressões da especulação do mercado de câmbio. Países que não contam com uma grande reserva internacional para suportar ataques especulativos são alvos de

uma grande pressão por parte dos agentes do mercado em busca de lucro com essas flutuações cambiais¹⁶.

5. Bandas

Completando os regimes cambiais intermediários está o regime de bandas. Nele a taxa de câmbio pode variar livremente dentro uma margem pré-estabelecida (um teto e um piso) pelas autoridades monetárias. O objetivo ao se adotar este regime é conciliar vantagens de um regime de câmbio flutuante, que serão abordadas mais para a frente neste capítulo, com as de um regime de câmbio fixo, como já abordadas previamente. Consequentemente procura-se também mitigar as desvantagens de cada sistema estabelecendo um limite para a volatilidade cambial sem que haja uma limitação total das autoridades monetárias sobre a taxa de câmbio.

Assim como no caso dos regimes de câmbio fixo, os ataques especulativos representam um grande obstáculo para a manutenção da paridade cambial nas taxas buscadas pelas autoridades monetárias. Como o regime permite pequenas variações, existem ajustes temporários realizados pelas autoridades visando a estabilidade de algumas variáveis macroeconômicas, como por exemplo a inflação. Sabendo disso, agentes do mercado tentam antecipar os movimentos das autoridades, ou até mesmo tentam provocá-los, para obter ganhos financeiros. “Nesse contexto, quando se mostra incapaz de vencer na correlação de forças com o mercado, o Banco Central pode lograr o estabelecimento de um “piso” para a taxa de câmbio, mas não de um “teto”, já que a pressão altista dos ataques especulativos pode ser excessiva” (De Conti, 2007)

Hernández & Montiel (2001) apontam como a largura da banda estabelecida no regime se torna um dos fatores determinantes do grau de independência de

¹⁶ Os modelos de crises cambiais de segunda geração, desenvolvidos após a crise do Sistema Monetário Europeu, enfatizam a questão dos ataques especulativos auto-realizáveis contra a paridade cambial. Estes modelos propõem “uma definição mais ampla dos fundamentos, que inclui além dos fundamentos tradicionais ou ‘estritos’ (políticas fiscais e monetárias correntes), todas as variáveis exógenas que influenciam as antecipações dos agentes atuantes no mercado de câmbio sobre a política monetária futura do governo, como o nível do desemprego, o grau de endividamento do setor público e a situação do sistema bancário. Assim, apesar da compatibilidade dos fundamentos ‘estritos’ com o regime de câmbio fixo, os agentes passam a questionar sua sustentabilidade diante da degradação dos fundamentos ‘ampliados’ e realizam um ataque especulativo, que é sancionado pelas autoridades” (PRATES, 2002, pág. 19). Para maiores detalhes sobre as diferentes gerações de modelos de crises cambiais, ver Prates (2005).

política monetária. Caso a banda seja muito estreita, o regime se torna restrito. Neste caso ele se aproxima dos regimes de câmbio fixo, compartilhando das mesmas vantagens e desvantagens em graus diferentes.

Regimes Flutuantes

6. Livre Flutuação

Nos regimes de câmbio flutuante a prerrogativa principal é a de que a taxa de câmbio deve ser definida pelo equilíbrio entre a oferta e a demandado mercado. No regime de livre flutuação essa prerrogativa impera.

O principal objetivo ao se adotar um regime de livre flutuação é que a paridade cambial se autorregule. Por trás disso há o conceito de que a variação da taxa de câmbio é a variável de ajuste que equilibra o saldo comercial internacional¹⁷. Sendo assim o movimento da taxa de câmbio é um dos principais fatores na alteração do volume de importações e exportações de uma economia. E essa alteração tem um impacto direto no desempenho da economia doméstica uma vez que “é induzida uma mudança na composição dos gastos agregados em função da alteração nos preços relativos entre os bens comercializáveis e não-comercializáveis” (De Conti, 2011 apud Carvalho et alli, 2000, pág. 411). Teoricamente ao se renunciar ao controle sobre a taxa de câmbio, as autoridades passariam a focalizar suas políticas monetárias para o setor interno da economia. “A taxa de câmbio garantiria o equilíbrio externo, e a política monetária, o equilíbrio interno. ” (De Conti, 2007)

De Conti ressalta que regimes de câmbio flutuante e regimes de câmbio fixo na sua forma mais “pura” são regimes que suprimem a autonomia das autoridades de realizarem políticas cambiais. O autor critica o fato de a literatura *mainstream* recomendar as “soluções polares” (regimes de extrema rigidez ou flexibilidade cambial) para uma gama heterogênea de problemas cambiais enfrentados no mundo todo “Dada a hipótese subjacente de eficiência dos mercados, a teoria neoclássica propõe sempre o não intervencionismo, seja num modelo de câmbio totalmente fixo, seja num regime de taxas flutuantes” (De Conti, 2007)

¹⁷ Ver Carneiro (2014)

Mesmo que compartilhem este caráter de supressão às políticas cambiais, estes grupos apresentam grandes diferenças quanto à definição das taxas de juros e da taxa de câmbio. Para a literatura *mainstream*, no regime de Livre Flutuação a taxa de juros é fixada autonomamente pelas autoridades, a taxa de câmbio varia de maneira subordinada a ela¹⁸. Já em um regime de câmbio fixo extremo a taxa de câmbio, por sua vez, é fixada pelas autoridades enquanto a taxa de juros varia subordinada a essa taxa (Carvalho et alli, 2000)¹⁹. Como explicado previamente, em um regime de câmbio fixo é necessário que o governo tenha reservas internacionais para que possa utilizar a fim de equilibrar os fluxos de capital e manter a paridade cambial fixa. Já nos regimes de câmbio flutuante o ajuste ocorre de forma livre e expressa nos preços, ou seja, no valor da taxa de câmbio.

7. Flutuação Suja

Fechando a lista de regimes de câmbio flutuante está o regime de Flutuação Suja. Diferentemente do regime de Livre Flutuação, a prerrogativa de não intervenção estatal no direcionamento da taxa de câmbio não impera. Neste caso o Banco Central tem uma pré-disposição política e legal para interferir nos rumos da taxa de câmbio.

Apesar de contar com a intervenção do governo, para Frankel (2003) este modelo deve englobar o conjunto de regimes de câmbio flutuante devido à ausência de metas explícitas para a paridade cambial. Desta forma a taxa de câmbio varia livremente, e o objetivo do Banco Central com a sua intervenção é suavizar esta variação (Mishkin, 2003).

Modenesi (2005) aponta que o papel do Banco Central neste é o de arbitrar contra uma variação considerada excessiva. Desta forma o governo age como um lastro de confiança para os agentes econômicos, pois caso haja um grande desequilíbrio econômico que acarretasse uma variação considerada excessiva da paridade cambial, o Banco Central entrará com suas reservas internacionais para “suavizar” esta variação. É importante ressaltar que o objetivo das intervenções do

¹⁸ O impacto da taxa de juros sobre a demanda internacional sobre a moeda local foi explicado no capítulo 1.

¹⁹ Para a visão da Hierarquia Monetária, mesmo com o câmbio flutuante, a fixação da taxa de juros não é totalmente autônoma, principalmente para os países periféricos.

Banco Central, neste regime cambial, não é determinar um patamar específico para a paridade cambial. Quem o faz é o mercado.

Algo particular deste regime é a relação de confiança entre o mercado e o governo, tendo a transparência das autoridades um papel fundamental na boa aplicação do regime. Por mais que as autoridades aleguem que suas intervenções são realizadas somente com o objetivo de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio, na prática muitos Bancos Centrais atuam para conduzir a paridade cambial à um nível competitivo ou à um nível que auxilie no combate à inflação, o que inviabiliza as premissas do regime. “Esta falta de transparência faz com que o mercado, muitas vezes, “teste os limites” da taxa de câmbio, tentando perceber qual é a paridade implícita que está sendo buscada pelas autoridades monetárias” (De Conti, 2007). Desta forma, em comparação com os regimes administrados, as intervenções das autoridades têm um caráter mais imprevisível, tornando a solidez do regime totalmente dependente da transparência do governo.

2.3. Considerações Finais

Os modelos econômicos que visam analisar os determinantes da variação das taxas de câmbio sofreram uma grande evolução no período analisado. Foi possível observar como a evolução da própria literatura macroeconômica está impressa nessa mudança dos modelos de análise cambial.

A adoção da análise do equilíbrio do mercado monetário na primeira geração dos modelos *mainstream* foi marcada pela influência da Escola Monetarista, que era o pensamento vigente do período na passagem da década de 1960 para 1970. A segunda geração adotou a hipótese da Escola Novo Clássica de expectativas racionais dos agentes e de perfeita eficiência dos mercados. Neste período fica claro como os modelos seguiam uma base teórica de linha ortodoxa.

Já os modelos da terceira geração adotaram conceitos da Escola Novo Keynesiana, mantendo a hipótese da Escola Novo Clássica de expectativas racionais dos agentes no mercado de câmbio, mas passando a questionar a eficiência deste próprio mercado. Na quarta geração fica mais claro o distanciamento da ortodoxia nos modelos de análise dos determinantes da variação das taxas de câmbio, principalmente no abandono da hipótese de agentes homogêneos e representativos,

vigente nos três modelos anteriores. Nesta geração não há uma escola dominante que influencia quase totalmente o arcabouço teórico dos modelos. Mas há uma direção muito importante tomada pelos modelos comportamentais em trazer para a literatura econômica elementos de psicologia para avançar na compreensão da formação de escolha dos agentes. A quinta geração passa por uma reavaliação da literatura ortodoxa acerca da validade da hipótese de paridade descoberta da taxa de juros, e uma tentativa de se compreender o aumento do peso setor financeiro, principalmente do mercado de derivativos, na determinação da taxa de câmbio.

A abordagem dos modelos pós-Keynesianos inovou em relação aos modelos *mainstream* ao analisar os impactos dos fluxos de capital internacional no curto prazo sobre a formação das taxas de câmbio. Além disto trouxeram uma diferenciação dos impactos das expectativas de curto prazo e longo prazo, sendo as de curto prazo mais voláteis. Outro ponto fundamental trazido pelos modelos pós-Keynesianos foi a importância da dinâmica dos mercados de câmbio na determinação da taxa de câmbio. Estes modelos se assemelham a Quarta Geração de modelos *mainstream* ao incorporar aspectos da psicologia na análise de formação de expectativas e de escolhas dos agentes.

Apesar dos modelos pós-Keynesianos serem mais indicados para analisar a dinâmica da taxa de câmbio do que os modelos *mainstream*, principalmente por trazer na sua análise os impactos do mercado de câmbio dentre outras questões, ainda há um *gap* teórico ao não incorporar a dimensão centro-periferia no seu arcabouço teórico.

3. O Regime de Câmbio Flutuante no Brasil

A partir do que foi considerado nos dois capítulos anteriores, analisaremos a trajetória do Regime de Câmbio Flutuante desde sua implementação (1999) até o fim do governo Dilma, em 31 de agosto de 2016. Neste período os desafios do Banco Central Brasileiro (BCB) na manutenção deste regime, de forma a cumprir a meta de inflação (principal objetivo da política monetária no período), foram muitos e sempre condicionados pelos fatores externos, sendo o mais importante o ciclo de liquidez internacional.

Na seção III.1 será analisado o contexto no qual o Regime de Câmbio Flutuante foi implementado no lugar do Regime de Metas Cambiais. Nas demais seções será analisado o impacto dos fatores externos na condução das políticas monetárias em 5 fases distintas. Essa divisão é baseada na utilizada por Prates (2015), acrescida da quinta Fase. O critério utilizado para esta divisão é a fase do ciclo de liquidez internacional e as especificidades dos fluxos de capital internacional direcionados, ou não, para o Brasil.

3.1. Implementação do Regime de Câmbio Flutuante no Brasil

A implantação do regime de câmbio flutuante no Brasil passa pela crise do regime de metas cambiais no final da década de 1990. Conforme apontado por Modenesi (2005), o regime anterior foi bem-sucedido no seu principal objetivo: o combate à inflação.

No entanto, apesar deste importante êxito, para muitos autores, como o próprio Modenesi, o regime de metas cambiais foi utilizado por um tempo excessivamente longo, e não apenas como um primeiro passo no combate à instabilidade dos preços. Durante a vigência do Plano Real, a âncora cambial foi uma estratégia constante na condução da política monetária. Para Batista Jr. (2000) o temor por uma volta da inflação após um eventual abandono do regime de metas cambiais era exagerado, uma vez que os indicadores econômicos disponíveis à época revelavam uma economia desaquecida, visto que os componentes da demanda agregada estavam reprimidos. O consumo estava em patamares baixos devido às altas taxas de juros e do alto desemprego. Os gastos do governo estavam suprimidos devido à política de

ajuste fiscal adotada no Plano Real. O investimento também se encontrava em níveis baixos, devido ao baixo consumo, da alta capacidade ociosa e da alta carga tributária. Por fim as exportações também estavam reduzidas graças ao câmbio sobrevalorizado e à desaceleração da economia mundial.

Portanto, o impacto de uma desvalorização cambial sobre os custos através do efeito *pass-through* dificilmente geraria uma alta no nível de preços, devido ao baixo nível de demanda agregada. “Nessas condições, não há como se apavorar com os efeitos inflacionários da desvalorização. Para que a inflação voltasse, teríamos que ter um colapso de proporções russas ou indonésias” (Nogueira Batista Jr, 2000 p. 159-60).

A sobrevalorização do real e suas mazelas foram comprovadas com a crise cambial de janeiro de 1999. As origens destes movimentos passam pelo aumento do déficit do Balanço de Pagamentos (BP) de 1997 para 1998 de cerca de US\$1,5 bilhão. Neste contexto de déficits crescentes na conta corrente, o Banco Central Brasileiro (BCB) atraía capital externo através de altas taxas de juro – que ingressavam no país em busca do retorno consequente do diferencial de juros entre a taxa de juros doméstica e a externa -, com o intuito de garantir o financiamento do BP e a não erosão das reservas internacionais (Modenesi, 2005).

A política de juros elevados para atrair fluxos de capital internacional, no entanto, teve efeitos muito negativos sobre a dívida pública brasileira. Na medida em que uma considerável parcela da dívida pública interna estava atrelada à taxa Selic, seu aumento trouxe um forte impacto sobre o estoque total da dívida pública. Entre dezembro de 1994 e dezembro de 1998 houve um aumento de 40% da relação dívida líquida do setor público como proporção do PIB. (Idem)

“O comportamento quase explosivo da dívida pública representava, por si só, uma séria ameaça à manutenção do regime monetário então em vigor; pois, entre outros requisitos, o uso da âncora cambial pressupunha que o País tivesse austeridade fiscal, como ressaltam os proponentes do regime monetário de Metas Cambiais. Em suma, a flexibilização cambial se tornara uma necessidade ainda mais urgente em face do forte desequilíbrio fiscal, que era exacerbado pela adoção de política monetária excessivamente restritiva, imposta, por sua vez, pela manutenção do próprio regime de metas cambiais.” (Modenesi, 2005 p. 352)

No final da década de 1990 diversos países sofreram ataques especulativos contra suas moedas, como o bath tailandês (1997) e o rublo russo (1998). O cenário de desestabilização macroeconômico gerado, principalmente de acordo com Modenesi (2005), pela manutenção do regime de metas cambiais tornava a moeda brasileira mais vulnerável a eventuais ataques especulativos. O autor aponta como o cenário por si só já sustentaria uma mudança de política cambial, no entanto o BCB manteve a política de real sobrevalorizado, enquanto o país registrava altos déficits no BP de conta corrente, financiados pela entrada de capital estrangeiro.

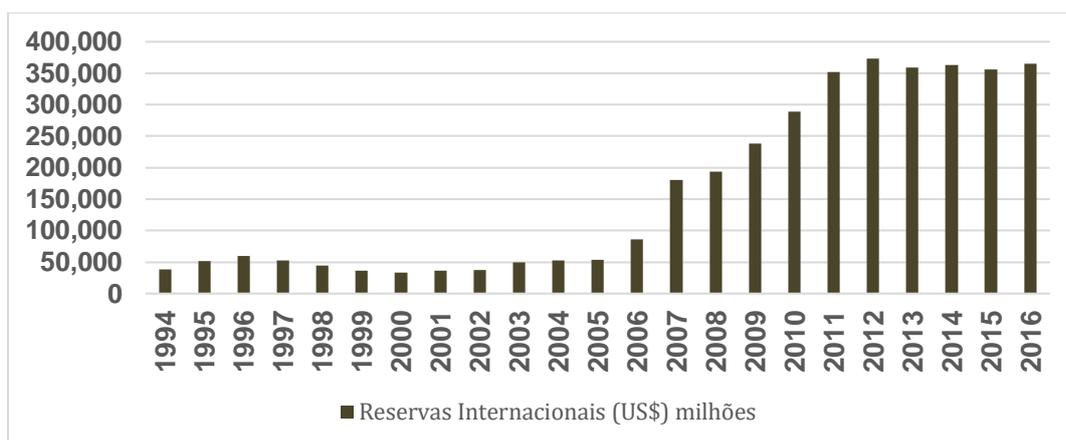
A atuação do BCB para manter o regime monetário de metas cambiais ocorreu de duas formas: mantendo a taxa Selic em níveis elevados, caracterizando assim uma política monetária contracionista, e intervindo no mercado de câmbio através dos “leilões de *spread*”²⁰.

Graças ao cenário de alta liquidez internacional e à política de restrição monetária, o BCB conseguiu manter, por um período relativamente longo, um nível seguro de reservas internacionais, o que garantiu a operacionalidade do regime de metas cambiais. Em abril de 1996 o nível de reservas internacionais atingiu seu auge neste regime desde a implementação do Plano Real, atingindo US\$ 74,6 bilhões, conforme o gráfico 1 a seguir.

“A partir de meados de 1998, foi verificada uma violenta e rápida deterioração no saldo do movimento de capitais, que passou de US\$ 26 bilhões em 1997 para menos de US\$ 16 bilhões ao final do ano seguinte. Particularmente expressiva foi a reversão no fluxo de capitais de curto prazo, que se reduziu de um saldo positivo de cerca de US\$ 19 bilhões, em 1995, para a saída líquida de US\$ 29 bilhões apenas três anos depois.”
(Modenesi, 2005 p. 354)

²⁰ “Essa nova tecnologia consistia em o BC comportar-se como um participante do mercado que aborda um outro pedindo ‘abertura de *spread*’, ou seja, preços para compra e venda de dólar. O BC, através de um leilão eletrônico, poderia estender esse procedimento a todos os principais participantes do mercado, obrigando-os a submeter cotações para a compra e para a venda em lotes mínimos e *spreads* predeterminados, mas sem saber se o BC iria comprar ou vender” (Franco, 1995 p. 305)

Gráfico 1. Reservas Internacionais (conceito de liquidez): 1994 a 2016



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração própria

Como já dito anteriormente, o regime monetário em prática erodiu diversos indicadores econômicos²¹, o que aumentou a expectativa de ataques contra o Real e da desvalorização cambial, uma vez que a confiança de que o BCB conseguiria continuar atuando para que o câmbio ficasse dentro da banda²² era cada vez menor. Deste modo a demanda por moeda estrangeira cresceu fortemente no ano de 1998, forçando o BCB a vender volumes cada vez maiores de reservas internacionais para manter a paridade.

Em janeiro de 1999, Gustavo Franco – maior defensor e verdadeiro ícone da âncora cambial – foi substituído por Francisco Lopes no comando do BCB. Lopes pôs em prática um processo de afrouxamento da banda cambial, de forma a se inicializar a flexibilização do câmbio, mas sem abandonar a essência do sistema anterior.

No entanto, devido à grave situação cambial da economia brasileira, a mudança não foi o suficiente e, mesmo com uma forte intervenção do BCB no mercado de câmbio vendendo US\$ 3,2 bilhões dólares das reservas internacionais, no dia seguinte à entrada de Francisco Lopes a taxa de câmbio atingiu o teto da banda diária de R\$ 1,3195.

²¹ O déficit do BP saltou de US\$ 33,5 bilhões em 1997 para US\$35 bilhões em 1998. A manutenção da taxa Selic em patamares elevados fez com que a relação dívida/PIB aumentasse 40% entre 1994-98 (Modenesi, 2005).

²² O regime de metas cambiais era definido em bandas. Estas bandas definiam um teto e um piso no qual o valor da paridade cambial poderia variar sem a intervenção do BCB.

A banda diagonal endógena²³ aplicada por Lopes se mostrou insustentável no cenário vigente. Para Modenesi (2005) esses sinais demonstravam claramente a necessidade de ruptura com o sistema de metas cambiais, visto que os agentes econômicos internacionais e nacionais apostavam veementemente contra a capacidade do BCB de “banciar o jogo”. No dia seguinte, 15 de janeiro de 1999, o BCB optou por não intervir no mercado cambial. Era a primeira vez em quase meia década que isto ocorria. O real se desvalorizou 11,1% em um dia, e o câmbio atingiu o patamar de R\$ 1,4659.

Modenesi destaca que o regime de metas foi abandonado porque o Banco Central não era mais capaz de sustentá-lo. O próprio BCB admitiu, em seu Relatório Anual, que “a possibilidade de perdas ainda maiores levou o Banco Central a abster-se de intervenções [...] deixando a definição do novo patamar [da taxa de câmbio] por conta do mercado” (BCB, 1999 p. 117).

“Partindo do pressuposto de que, uma vez abandonado o regime monetário de metas cambiais, fazia-se necessária a adoção de uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias e balizasse a formação de preços garantindo, portanto, a manutenção da estabilidade de preços, as autoridades monetárias adotaram o regime de metas de inflação, ainda que informalmente, no início do ano de 1999” (Modenesi, 2005 p. 359)

Pela ótica da Hierarquia Monetária, discutida no capítulo 1 deste trabalho, é possível destacar como a moeda brasileira por sua baixa (ou inexistente) liquidez internacional, teve seu regime cambial de metas cambiais inviabilizado, em grande medida, pela reversão dos fluxos de capitais em um curto espaço de tempo. A política de elevadas taxas de juros foi uma tentativa de manter um sistema cambial que, de acordo com as autoridades monetárias vigentes, era o mais indicado para o momento do país. Concordando ou não com a posição das autoridades, o que mais se destaca é que ela não foi alterada por convicção, mas por necessidade de adaptação e sobrevivência em um cenário internacional adverso.

²³ Este regime consistia na redefinição a cada três dias do teto e do piso da cambial com limites progressivamente maiores. Pode ser lido como um modo de transição do regime de âncora cambial para um regime de flutuação livre, visto que as delimitações para a flutuação do câmbio foram consistentemente diminuindo ([ou aumentando??])

Em 4 de março de 1999, Armínio Fraga Neto assumiu o comando do BCB e, com a adoção do regime monetário de metas de inflação consolidou um sistema de flutuação suja da taxa de câmbio (sua funcionalidade foi descrita no capítulo 2).

É importante ressaltar que, durante o período analisado em que o câmbio flutuante foi posto em prática no Brasil, a partir de 1999, tanto os objetivos como a eficácia do regime variaram constantemente. O principal condicionante destas variações na economia brasileira, e em todos os países periféricos que adotaram sistemas cambiais próximos, é o ciclo de liquidez internacional. Portanto, o período analisado será dividido em 5 fases (ver gráfico 2), de modo a se compreender melhor o efeito do ciclo de liquidez internacional sobre o regime cambial brasileiro. Essa divisão será baseada nas fases estabelecidas por Prates (2012).

Gráfico 2. Taxa de Câmbio Real / US\$



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração Própria

3.2. Fase 1 (1999 – 2003)

Durante a primeira fase desta análise, que corresponde ao período de 1999 até 2003, o Brasil enfrentou um cenário de restrição externa, caracterizado por uma

grande volatilidade do ciclo de liquidez internacional, mas o principal desafio foi reconstruir a confiança dos investidores internacionais no mercado interno.

Entre 1999 e 2001 o principal objetivo do BCB era atingir as metas de inflação. Para isso era necessário conter a movimento de ataques especulativos contra o Real, uma vez que estes aumentariam a volatilidade cambial, o que, por sua vez, geraria impactos inflacionários. Havia neste período um desequilíbrio entre oferta e demanda por dólar, porque a demanda ia além da necessidade "orgânica" de honrar compromissos externos vinculados às transações correntes (importação de bens e serviços e remessas de juros, lucros e dividendos), pois havia também uma forte demanda especulativa (Prates, 2015).

Em março de 1999 o governo brasileiro negociou um empréstimo de US\$ 18,1 bilhões junto ao FMI. Um dos objetivos com este empréstimo era conseguir honrar os passivos assumidos durante o regime de câmbio fixo, como visto anteriormente. Neste acordo, uma das cláusulas era de que o BCB não interviesse no mercado de derivativos de câmbio, reforçando o regime de livre flutuação.

Portanto, graças ao acordo com o FMI, ao baixo volume de reservas internacionais decorrentes da política monetária anterior e a dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio, o BCB teve seu raio de manobra reduzido. Na fase de pessimismo o BCB utilizou um dos poucos instrumentos à sua disposição, a intervenção no mercado de câmbio à vista através da emissão de títulos indexados à taxa de câmbio e swaps cambiais (estes autorizados pelo FMI em 2002) (idem)

É importante apontar como o uso de tais instrumentos foi condicionado pela pressão do mercado de câmbio e pela expectativa em relação à solvência da dívida pública. Em outras palavras, o humor dos investidores internacionais ao analisar a evolução do BP brasileiro e a sua aversão ao risco no momento de análise.

No início do regime o BCB usou 30% dos estoques de reserva internacional em uma tentativa frustrada de conter uma depreciação muito grande do Real (US\$ 12 bilhões). Após as dificuldades iniciais houve um período de certa calma até o primeiro trimestre de 2001. Neste período o BCB pôde pouco participar do mercado.

Para Pires de Souza e Hoff (2006), neste período de relativa "calmaria" o regime praticado se aproximou da flutuação pura. Para eles alguns fatores foram fundamentais para a calma: a nomeação de Armínio Fraga (março); definição do novo arcabouço de política monetária em junho; revisão bem-sucedida do acordo com

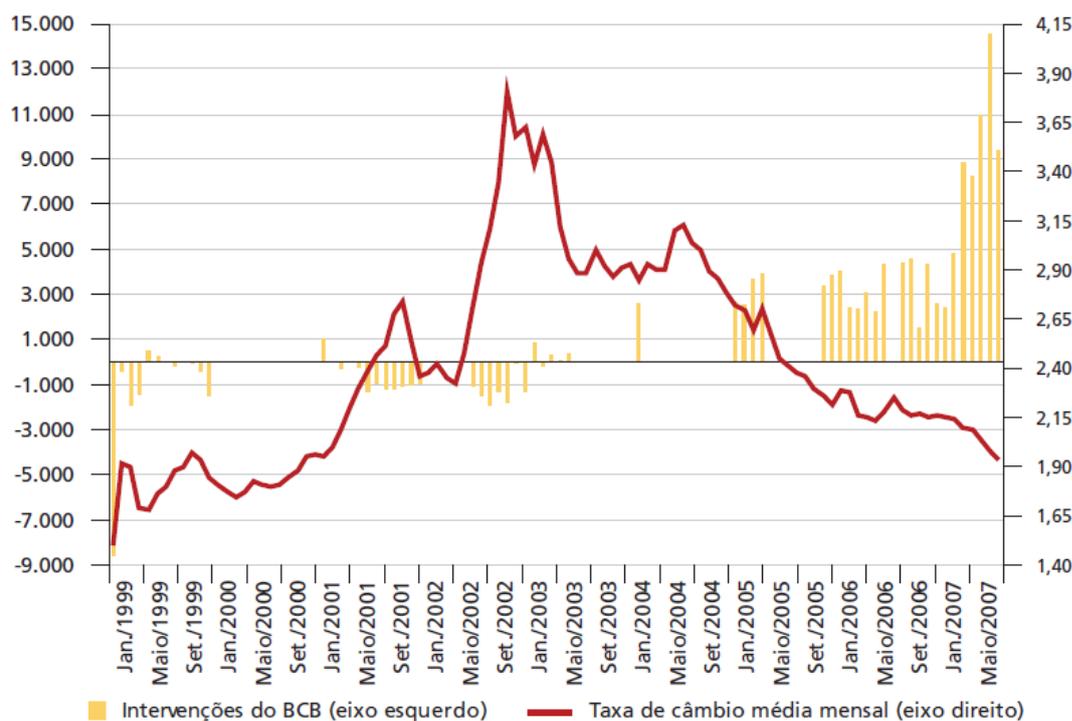
o FMI; e os efeitos positivos da depreciação sobre a balança comercial, melhorando o BP.

Entre março e outubro de 2001 houve uma mudança no cenário internacional em decorrência da deflação da bolha das ações de alta tecnologia, crises cambiais da Turquia e Argentina, recessão dos países centrais e o atentado de 11 de setembro de 2001. Desta forma houve um novo ataque especulativo contra o Real em um cenário de fuga para a qualidade, movimento este explicado no Capítulo 1.

Neste cenário o BCB se viu obrigado a intervir no mercado para atenuar o novo desequilíbrio entre oferta e demanda por divisas, configurando o regime como um regime de flutuação suja (Capítulo 2), e demonstrando a dificuldade de uma economia periférica adotar um regime de flutuação "limpa". No entanto, como o estoque de reservas internacionais era baixo o BCB mudou sua estratégia, adotando a chamada "ração diária" onde venderia 50 milhões de dólares por dia ao longo segundo semestre, e intensificando a emissão de títulos públicos.

De janeiro a março de 2002 houve uma estabilização da pressão especulativa contra o real, permitindo que o BCB não intervisse no mercado novamente. No entanto, a partir de abril, com a expectativa da vitória de Luiz Inácio Lula da Silva, candidato do Partido dos Trabalhadores (PT) aliada ao aumento da aversão ao risco dos agentes internacionais, houve uma forte retração nos fluxos de capital direcionados ao Brasil, o que pode ser visto na forte desvalorização do real no período (Gráfico 3).

Gráfico 3. Intervenções do BCB e taxa de câmbio nominal mensal (Em US\$ milhões e R\$/US\$, respectivamente)



Fonte: Prates (2012)

3.3. Fase 2 (2003 – 2007)

Nesta análise é fundamental compreender como que o regime de câmbio flutuante gerou, aliado ao alto nível de abertura da economia brasileira, um aumento da atrelagem do desempenho do regime cambial com o ciclo de liquidez internacional. Prates (2012) define esta característica regime de câmbio flutuante como uma faca de dois gumes. Em momentos de pessimismo globalizado, ou seja, momentos de fuga para a liquidez (ou fuga para a segurança), como durante a Fase 1, os ataques especulativos encontram um ambiente muito mais eficaz, visto que o raio de manobra das autoridades monetárias se encontrava reduzido. Em outras palavras, o cenário internacional é prejudicial ao bom funcionamento das políticas econômicas em países com moedas que ocupam uma baixa posição na hierarquia monetária do SMFI.

Por outro lado, em momentos de otimismo generalizado dos agentes internacionais, como será visto nesta Fase, o regime de política cambial, mesmo de países periféricos, se encontra em um cenário muito mais favorável.

“... na fase de otimismo, que se iniciou em 2003 e vigorou até junho de 2007, no contexto de retorno dos fluxos de capitais voluntários, resultados favoráveis as transações comerciais e correntes com o exterior (em função, principalmente, do boom de preços das commodities) e elevado apetite por risco dos investidores globais, a interação entre o regime de câmbio flutuante, o elevado grau de abertura financeira e a institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro ampliou a eficácia do regime macroeconômico vigente, caracterizado por uma evidente hierarquia entre o regime monetário (determinante) e cambial (subordinado). Isto porque, como detalhado a seguir, esta interação resultou em uma influência fundamental das operações com contratos futuros de US\$ na dinâmica da taxa de câmbio do real, que ampliou o impacto da política monetária (excessivamente) restritiva na trajetória desta taxa. Nesse contexto, a forte e ininterrupta apreciação cambial constituiu o principal determinante da eficácia da política de metas de inflação” (Prates, 2015 p. 98).

Usufruindo do período de abundância do ciclo de liquidez internacional, a gestão cambial pôde se atentar ao seu objetivo principal de controle do nível de preços e, ainda assim, se abster do mercado cambial. Entre janeiro de 2003 e dezembro de 2004, graças ao cenário positivo no mercado cambial²⁴, o BCB começou um processo de resgate de títulos cambiais (BCB, 2002; 2003) diminuindo, assim, o peso cambial sobre a dívida pública.

Entre dezembro de 2004 e junho de 2007 o BCB aumentou a sua participação no mercado de câmbio, desta vez como comprador de dólar, e não mais como vendedor, tanto no setor à vista como de derivativos. A autoridade buscava, dessa forma, acumular “reservas internacionais (...) [e] não impor tendência nem pisos à flutuação cambial, assim como não adicionar volatilidade ao mercado” (BCB, 2007 p. 69).

O intuito do BCB com essa nova posição no mercado era gerar um aumento do “colchão de segurança” e, conseqüentemente, aprimorar a situação de vulnerabilidade externa através da melhora da avaliação do risco de crédito do país pelas agências de classificação de risco, assim como aumentar o próprio raio de manobra, em caso de uma reversão no ciclo de liquidez internacional, devido ao novo nível mais alto do estoque de reservas internacionais (ver gráfico 1). (Prates, 2015)

²⁴ Após o pico da paridade cambial em setembro de 2002 o real viu seu valor em relação dólar se estabilizar e, após julho de 2004, aumentar sistematicamente.

É importante destacar que neste período a atuação do BCB foi possibilitada devido à constantes *superávits* no mercado cambial. Estes, por sua vez, se deram, em grande medida, devido ao *superávit* do movimento comercial (importações e exportações), uma vez que o movimento financeiro foi negativo durante a maior parte deste período. Apesar do cenário internacional – alta do ciclo de liquidez internacional – e nacional – altas taxas de juros e perspectiva de lucro na maioria dos setores da economia visto o aumento da demanda agregada – favorável, o *déficit* da conta financeira ocorreu graças a política do BCB de atuar comprando dólares no mercado de câmbio e de liquidação do passivo externo. Os motivos desta política foram, em primeiro momento, para obter recursos para a liquidação da dívida soberana externa, e, em um segundo momento, também para suavizar a o movimento de apreciação cambial.

“...na fase de auge do ciclo de liquidez internacional, as intervenções do BCB na ponta compradora do mercado de câmbio visaram reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real (que se revelou fundamental para o controle da inflação e, assim, para a eficácia de metas). Nesse contexto, o patamar da taxa de câmbio não constituiu uma meta da gestão cambial.” (Prates, 2015 p. 102)

De acordo com Prates (2012), o mercado de câmbio brasileiro é muito singular, pois possui canais de transmissão entre as decisões dos agentes financeiros, principalmente os estrangeiros, e o valor das taxas de câmbio e de juros extremamente eficientes. Isso se deve, em grande medida, a dimensão e a liquidez que o segmento futuro tomou durante esse período analisado.

Para Rossi (2016) essa dimensão e liquidez do mercado de dólar futuro da BM&F ocorre devido à uma assimetria na regulação entre o mercado à vista e o futuro.

“Enquanto no mercado à vista a formação de posições é restrita a instituições bancárias e corretoras especializadas, que devem ter autorização do Conselho Monetário Nacional e suas operações formalizadas em contratos de câmbio e registradas no Sisbacen. Já no mercado futuro da BM&F qualquer agente pode formar posições abertas em dólar futuro, desde que cadastrado no sistema dessa instituição. As menores exigências regulatórias e a facilidade de acesso condicionam a

atuação dos agentes no mercado de câmbio e atraem investidores estrangeiros para a negociação da moeda brasileira no mercado futuro” (p. 136)

Como expressa Rossi (2016), a taxa de câmbio brasileira é formada primeiro no segmento futuro e posteriormente é transmitida ao mercado à vista. Isto ocorre devido a concentração de liquidez no mercado futuro. A transmissão entre os mercados se dá através das relações de arbitragem, sendo que os preços futuros “além de riscos e expectativas, expressam essas condições de arbitragem” (p. 136)

A abertura financeira do regime de flutuação livre foi fundamental para o aumento da liquidez no mercado cambial brasileiro. Através dela foi possível agregar muitas negociações entre o mercado externo (NDFs) e interno (Cetip e BM&F Bovespa) e que, conseqüentemente, o número de agentes no mercado aumentasse. (Idem)

Portanto, durante a segunda fase desta análise destaca-se a harmonia entre os objetivos do BCB e a fase do ciclo de liquidez internacional. A política monetária restritiva, com juros altos, condicionou o câmbio, em um cenário de alta liquidez no mercado internacional, para uma apreciação quase ininterrupta e, conseqüentemente, para um impacto anti-inflacionário no índice de preços. Isto porque o alto coeficiente de repasse da variação cambial sobre os preços foi, neste cenário, um aliado ao combate à inflação.

3.4. Fase 3 (2007 – 2008)

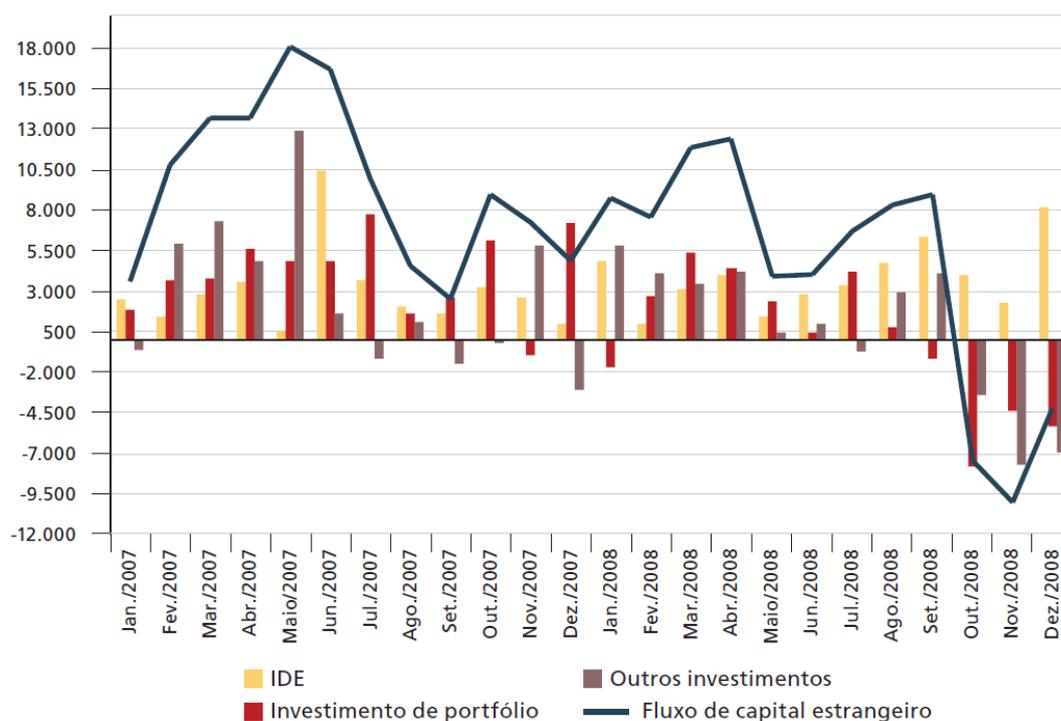
Em 2007 o cenário internacional vigente desde 2004 sofre um grande choque graças a crise do mercado americano de subprimes. No entanto, antes do estouro da crise, em julho de 2007, até julho de 2008 o Real foi a moeda periférica que mais se valorizou, dentre aquelas sob o regime de flutuação suja (Prates e Farhi, 2009). Isso possibilitou que o BCB não alterasse sua postura de absorver “sobras” de dólares no mercado cambial a fim de constituir um colchão de liquidez e reduzir a volatilidade cambial.

“A persistência do movimento da valorização da moeda brasileira, a despeito da deterioração do cenário financeiro internacional, decorreu da interação de um conjunto de fatores, que resultaram na manutenção de

um fluxo positivo de capitais para o país e blindaram o mercado de câmbio brasileiro do efeito-contágio da crise até julho de 2008, entre os quais sobressaem: i) a elevadíssima taxa básica de juros brasileira, cuja incontestada liderança no ranking mundial foi reforçada pelo aperto mais acentuado da política monetária brasileira do que nos demais países; ii) a forte alta dos preços das commodities; e iii) a elevação da classificação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pela agência internacional de rating Standard & Poor’s (S&P) seguida pela agência Fitch. ” (Prates, 2015 p. 111)

O cenário de deterioração financeira internacional se intensifica fortemente após a falência do Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008. Neste momento a crise passou do mercado de *subprimes* americano para uma escala sistêmica, e teve como principal consequência para os países periféricos o aumento da aversão ao risco dos investidores globais. Houve uma fuga para a qualidade generalizada, e a grande maioria dos investidores liquidou seus ativos em mercados periféricos, como o brasileiro, para investir em ativos mais seguros, como os títulos de dívida pública dos países centrais. Desta forma foi possível observar como os investimentos de portfólio no mercado financeiro brasileiro e a oferta de crédito externo sofreram uma forte reversão nos seus fluxos (ver Gráfico 4). Somente os fluxos de IDE não sofreram uma mudança tão grande, visto que são por característica menos líquidos, menos voláteis e dependem de decisões passadas.

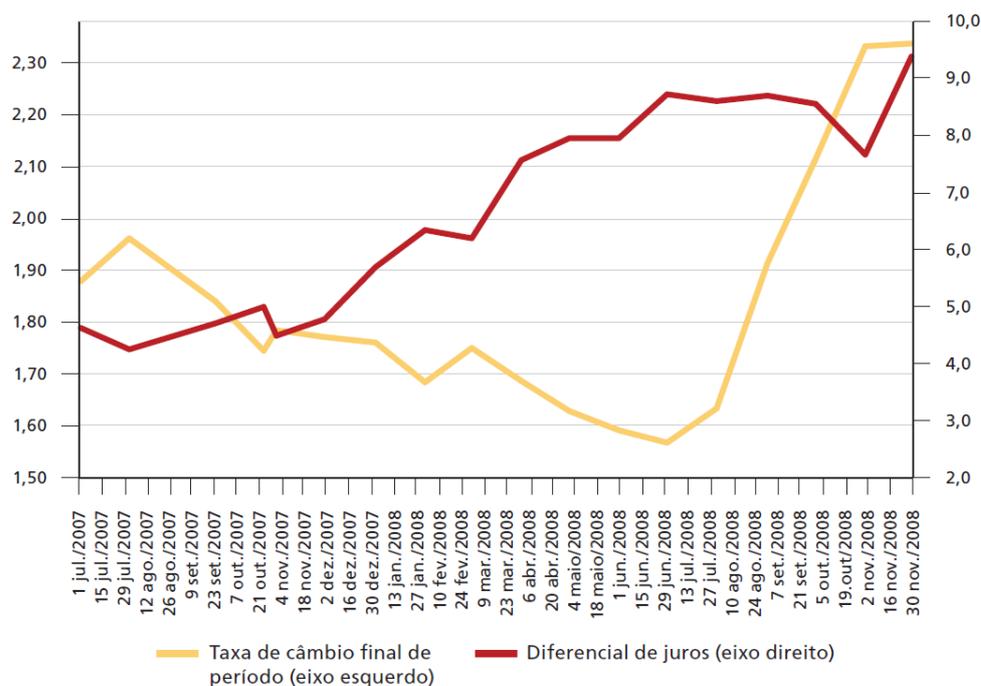
Gráfico 4. Fluxo de capital estrangeiro – principais modalidades (Em US\$ milhões)



Fonte: Prates (2012)

Entre as modalidades dos investimentos de portfólio o primeiro a manifestar os efeitos da crise foram os investimentos em ações, que se tornaram negativos em julho de 2008. O principal motivo para essa reversão nas ações foi o aumento da preferência pela liquidez dos agentes internacionais e a necessidade de cobrir perdas em outros mercados. Os investimentos em renda fixa permaneceram positivos por um período mais longo, até setembro de 2008. Essa permanência se deveu ao aumento do diferencial de juros (ver Gráfico 5), mantendo a rentabilidade destes ativos interessantes até a crise assumir dimensões sistêmicas. (Prates, 2015)

Gráfico 5. Diferencial de juros²⁵ e trajetória da taxa de câmbio real²⁶ (Em R\$/US\$ e %, respectivamente)



Fonte: Prates (2012)

O câmbio brasileiro interrompeu seu movimento de apreciação a partir de setembro (justamente o momento de falência do Lehman Brothers). O saldo do mercado de câmbio foi negativo em US\$ 13 milhões no quarto trimestre de 2008, enquanto de janeiro a setembro fora positivo em US\$ 17 milhões.

“Com a depreciação, as empresas incorreram em elevados prejuízos (que atingiram, por exemplo, R\$ 750 milhões no caso da Sadia e R\$ 1,95 bilhão no da Aracruz) e passaram a realizar contratos “espelho” com os bancos no mercado de balcão, nos quais assumiram posições compradas em um mesmo montante e data de vencimento para anular o contrato original.” (Prates, 2015 p.116)

Visando reduzir o processo de desvalorização cambial, o BCB adotou em setembro a modalidade de leilões de dólares com compromisso de recompra (ver Gráfico 6). Prates (2012) aponta que, por não se ter uma noção exata do tamanho da

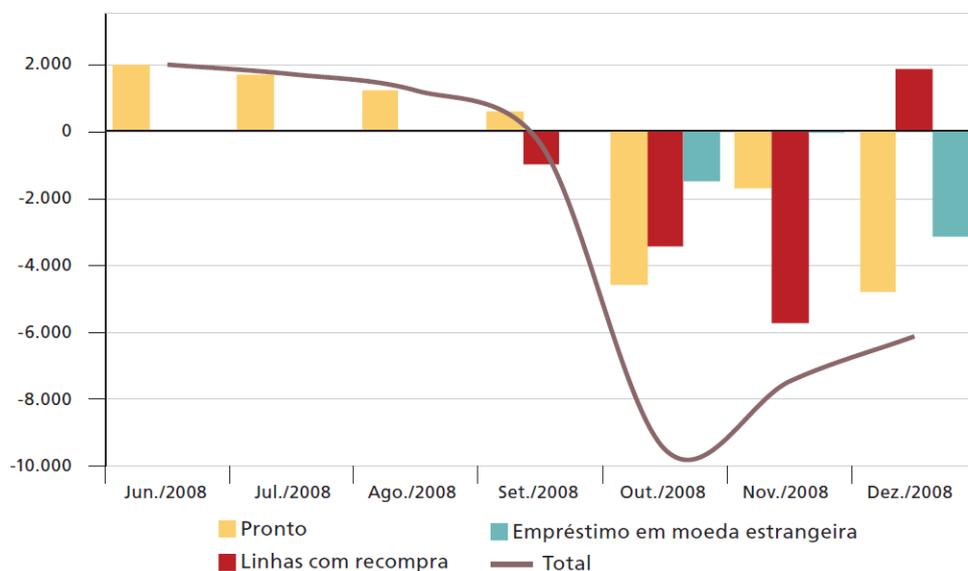
²⁵ O diferencial de juros equivale à diferença entre a taxa Selic e a soma da Federal Reserve Fund Rate e do risco-Brasil

²⁶ Queda significa apreciação

crise, o BCB foi excessivamente cauteloso na utilização das reservas cambiais. A justificativa para esse movimento mais conservador no início da crise é de que os países periféricos, principalmente os latino-americanos que menos de uma década antes sofreram com as consequências de um estoque de reservas internacionais insuficiente, tiveram um maior receio de utilizar suas reservas (colchão de segurança) em moeda estrangeira adquirido no período de *boom* dos preços das *commodities* nos cinco anos anteriores.

Desta forma, entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008 o real sofreu uma desvalorização de 27,25%. Ficando atrás, dentre os países considerados emergentes, somente de Ucrânia (-68%), México (-32%), Rússia (-32%) e Turquia (-28%).

Gráfico 6. Intervenções do Banco Central (Em US\$ milhões)



Fonte: Prates (2012)

3.5. Fase 4 (2009 – 2012)

Após a forte retração dos fluxos de capitais em direção aos países periféricos, caracterizando um período de baixa do ciclo de liquidez internacional, na fase 3, houve uma reversão desta tendência. De acordo com Akyüz (2011), no final do primeiro trimestre de 2009 a crise, se metamorfoseou, e neste momento uma nova leva de fluxos de capital internacional se direcionou a mercados periféricos em busca de ganhos especulativos de alto risco (ver gráfico 7). As autoridades monetárias dos

países centrais realizaram políticas de *quantitative easing*²⁷, marcadas por juros baixos e expansão da base monetária, com intuito de reaquecer suas economias (Prates, 2015).

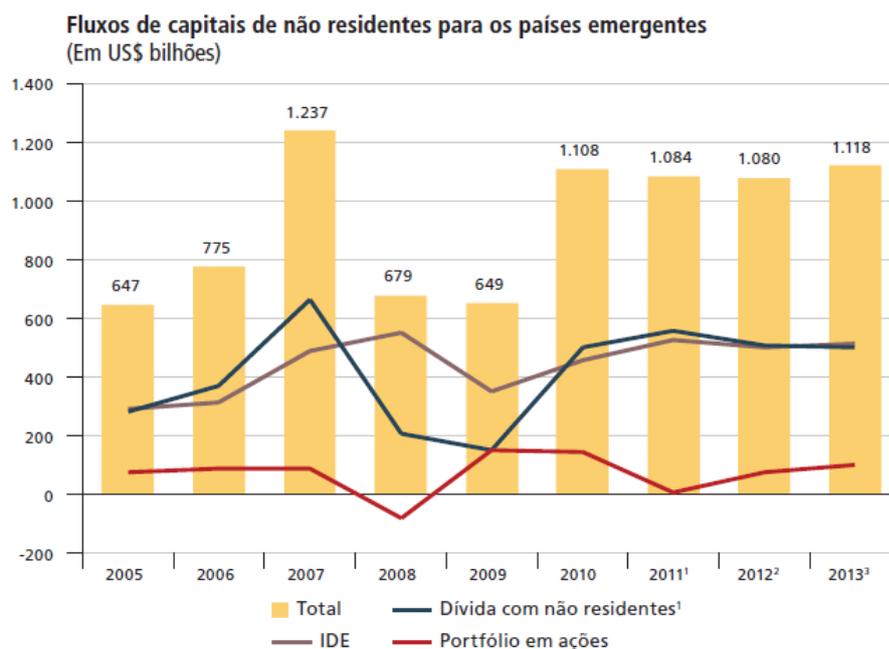
Apesar dos esforços dos países periféricos em atrair capital estrangeiro, o principal determinante para essa reversão dos fluxos de capitais foram os *push factors* dos países centrais, com destaque para os Estados Unidos. As políticas anticíclicas adotadas nesses países centrais, tanto monetárias quanto fiscais, evitaram uma maior depressão econômica global e ajudaram reduzir a aversão ao risco do sistema (*idem*).

Como consequência do *quantitative easing* nos países centrais, o diferencial de juros brasileiro se tornou ainda maior. Aliado a esse fator, o bom desempenho do Brasil na crise permitiu não somente que o risco dos seus ativos não fosse impactado fortemente em um primeiro momento, como também tornou as ações de suas empresas um dos principais *targets* de IDE para os agentes internacionais, devido à alta expectativa de valorização destas em comparação com os países centrais.

“Vale ressaltar que, embora os fluxos de capitais de não residentes para as economias emergentes não tenham atingido o pico do ciclo pré-crise, observado em 2007 – e não o atingirão até 2013, segundo as projeções do Institute of International Finance (IIF) –, o patamar alcançado em 2010 (recorde, até o momento, do ciclo pós-Crise) foi somente 10,4% inferior àquele pico. Em contrapartida, no caso dos fluxos globais de capitais, o valor recorde (até o momento) registrado em 2010 (US\$ 6,1 trilhões) foi cerca de 50% menor do que o pico alcançado em 2007 (US\$ 11,8 trilhões), segundo dados do McKinsey Global Institute (2013). Assim, estes dados revelam que as economias emergentes ampliaram sua participação nesses fluxos em função da interação dos fatores externos e internos mencionados acima.” (Prates, 2015 p. 119)

²⁷ Na política de afrouxamento quantitativo as autoridades monetárias recomparam títulos de dívida pública dos bancos comerciais com um “novo dinheiro” criado eletronicamente e com condições específicas para o empréstimo deste dinheiro. O objetivo desta política é reaquecer a economia em um cenário de deflação. Uma das consequências mais importantes para os países periféricos é a redução da taxa de juros dos países que adotam tal política.

Gráfico 7. Fluxo de capitais de não residentes para os países emergentes
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Prates (2012)

Em um momento inicial de superação da crise e da retomada gradual do volume dos fluxos de capitais internacional, os países periféricos que conseguiram manter bons indicadores macroeconômicos - seja porque adotaram políticas anticíclicas bem-sucedidas, porque não possuem uma grande dependência das exportações como fonte de demanda, ou porque adotaram políticas monetárias de elevação do diferencial de juros (como o Brasil) - atraíram para si uma porção maior destes fluxos. Com o passar do ano de 2009, principalmente no segundo semestre, e com a redução da aversão ao risco dos investidores internacionais, os fluxos para os países emergentes se intensificou, de forma a não mais selecionar somente aqueles países que tiveram um bom desempenho na crise financeira, mas assim como outros mercados que oferecessem volumosos retornos com ativos de alto risco.

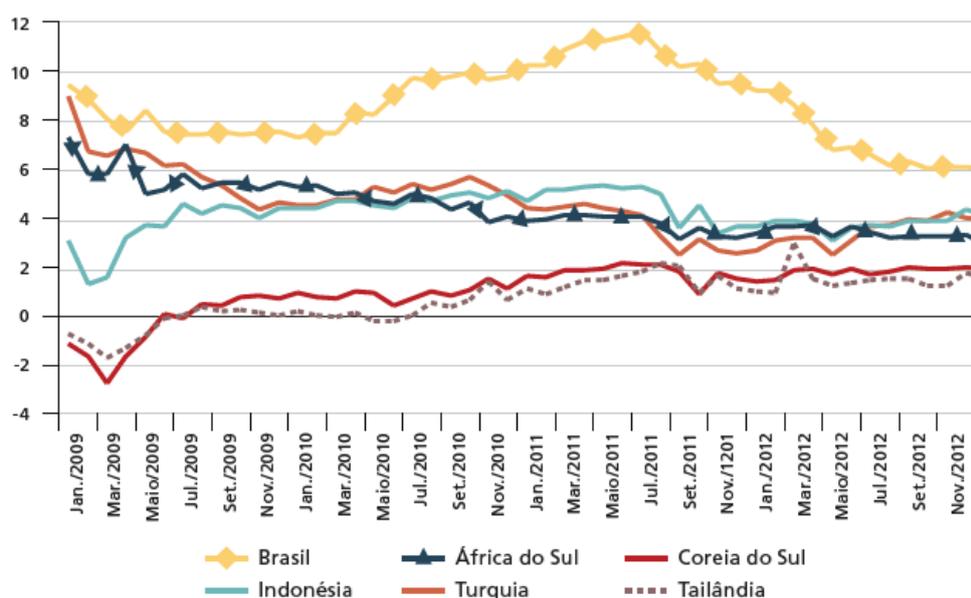
Estimulando ainda mais este movimento, em novembro de 2010 houve uma segunda rodada de *quantitative easing* adotada pelo *Federal Reserve* e o agravamento da crise soberana do euro, que teve como consequência o aumento do risco dos ativos de países como Grécia, Espanha, Itália, Portugal e Irlanda. Por parte dos países emergentes, em especial o Brasil, políticas monetárias restritivas foram estimuladas (leia-se aumento das taxas de juros internas) com o intuito de frear um sobreaquecimento das economias e estabilizar o nível de preços. Desta forma, os

ativos dos países emergentes se tornaram ainda mais atraentes para os investidores internacionais.

Rompendo o movimento de retomada do crescimento dos fluxos de capitais internacional, a crise do Euro se aprofundou na segunda metade de 2011. A principal decorrência deste aprofundamento foi a deterioração das expectativas dos agentes, tornando os mercados financeiros internacionais mais voláteis, e a piora na recuperação econômica dos países centrais. Como resposta o Banco Central Europeu (BCE) realizou uma oferta de crédito com condições de custo e prazo favoráveis às instituições financeiras que apresentavam um risco de falência com o acirramento da crise do Euro e que poderiam, assim, gerar mais uma crise sistêmica. O objetivo desta política era de que tais instituições aplicassem este crédito em títulos da dívida pública de países europeus em crise, no entanto boa parte do capital foi aplicado em mercados periféricos em busca de ganhos mais altos para as instituições. (Prates, 2015)

Em 2011 o Brasil se manteve como um destino atraente para o capital estrangeiro. No cenário externo os motivos para isso foram o crescimento baixo das economias avançadas no período analisado. Já no cenário interno, a política monetária de aumento da meta da taxa Selic, até a mudança do regime de política econômica para a Nova Matriz Econômica (NME), em um contexto de queda do risco-país fez com que o diferencial de juros se destacasse até entre os demais países periféricos. De acordo com Prates (2012), esse diferencial foi o principal determinante da trajetória de apreciação do real (ver Gráfico 8).

Gráfico 8. Diferencial de juros²⁹ (países selecionados)



Fonte: Prates (2012)

“Além disso, entre abril e agosto de 2010, os fluxos financeiros atingiram valores superiores aos observados no pico do boom pré-crise no acumulado de doze meses, o que explica a participação recorde do Brasil nos fluxos de capitais de não residentes para as economias emergentes em 2010 (de 15,2%, contra 9,2% em 2007) e atesta a afirmação feita acima, de que a economia brasileira foi o destino privilegiado do capital estrangeiro *searching for yield* no contexto de metamorfose da crise global. Enquanto este contexto criou as condições para um novo boom de fluxos de capitais para as economias emergentes, relativamente mais intenso do que o observado antes da crise, a gestão monetária e cambial doméstica tornou o mercado financeiro brasileiro um dos principais lócus de valorização desses capitais.” (Prates, 2015 p. 127)

Observa-se que, diferente de outros momentos, o fluxo de capital internacional especulativo não se direciona para o mercado brasileiro como um ataque especulativo contra a moeda (como ocorreu no final do regime de metas cambiais). Isto foi possível, como dito anteriormente, graças ao cenário macro mais consolidado, decorrente do resultado acima da média da economia brasileira durante a Fase 3 e, principalmente,

²⁹ O diferencial de juros equivale à diferença entre a taxa básica de juros de cada país e a soma do risco-país (prêmio do CDS de cinco anos) e da taxa básica de juros dos EUA.

da mudança da posição quanto à divisa chave no mercado de câmbio (de vendedor para comprador). (Prates, 2015)

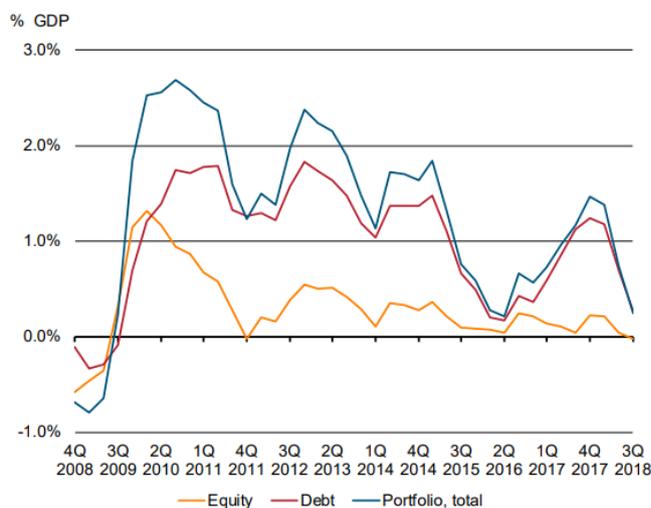
3.6. Fase 5 (2012 – 2016)

Na fase 5, o risco de uma nova crise sistêmica a partir da crise do Euro diminuiu e, conseqüentemente, as políticas de *quantitative easing* dos países centrais começaram a desacelerar, fazendo com que um dos principais motores para o direcionamento dos fluxos de capital internacional em direção aos países emergentes no período anterior perdesse força (ver gráficos 9 e 10).

De acordo com Biancarelli, Rosa e Verghnani (2017) o período que aqui se constitui como Fase 5 é semelhante ao período da Fase 2 em diversos aspectos quanto ao cenário internacional do SMFI. No entanto, o cenário global não é tão otimista como no período anterior.

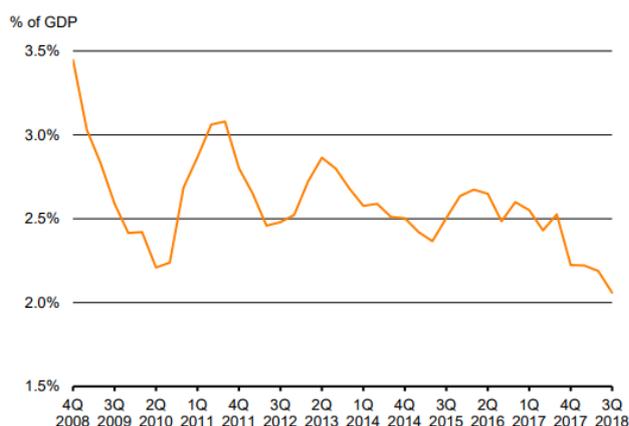
“Trata-se [...] da reposição de algumas das condições fundamentais que vigoraram até a crise – ampla liquidez global e influxos de capitais para os emergentes; ainda altos patamares de preços das commodities – acrescido de alguns elementos instabilizadores: muito maior instabilidade financeira e ameaças de crises; dinamismo menor e concorrência mais acirrada no comércio internacional” (Biancarelli, Rosa & Verghanini, 2007 p. 6)

Gráfico 9. Investimento de Portfólio (acumulado de 12 meses) em direção aos países emergentes



Fonte: FMI (2019)

Gráfico 10. Investimento direto (acumulado de 12 meses) em direção aos países emergentes



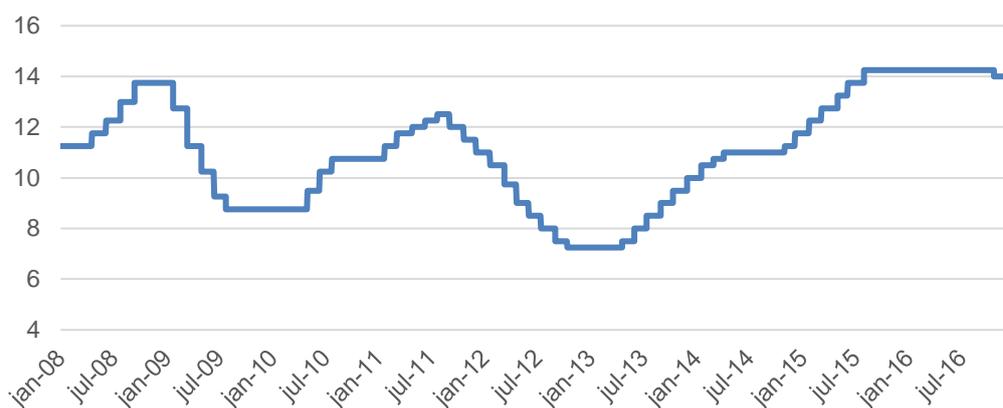
Fonte: FMI (2019)

É possível perceber, então, que as políticas de *quantitative easing* instáveis dos países centrais geraram uma instabilidade na dimensão dos fluxos de capital internacional para os países emergentes. Nos anos de 2012 e 2013, as políticas monetárias destes países foram afrouxada pelas autoridades monetárias, gerando o que as autoridades brasileiras denominaram, como reclamação, de “tsunami monetário”³⁰.

No cenário nacional, a partir de agosto de 2011 ocorre uma mudança na política econômica brasileira, sendo posto em prática a Nova Matriz Econômica, marcada, principalmente, pelo afrouxamento monetário. “Nesse sentido, passou-se a perceber a taxa de juros como objetivo e não apenas como instrumento.” (Cabral, 2015). Entre setembro de 2011 e março de 2013, a taxa Selic foi sucessivamente reduzida de 12,5% para 7,25% (ver gráfico 11).

³⁰ Expressão utilizada pela presidente Dilma Roussef ao criticar as ações dos países centrais que utilizaram de políticas de *quantitative easing* para estimular suas economias e geraram, por consequência, um excesso de liquidez no mercado global.

Gráfico 11. Taxa de Juros – Meta Selic definida pelo Copom - % a.a.



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração própria

Os mercados financeiros interpretaram esta redução das taxas de juros como resultados de uma pressão excessiva do governo. Esta narrativa se popularizou, tanto dentro como fora do Brasil, fazendo com que a opinião pública considerasse este movimento do governo uma tentativa de reduzir a independência do Banco Central Brasileiro. De Bolle (2016, p. 112-114) concorda com esta narrativa popularizada ao declarar que o regime de metas de inflação, que havia sido “magistralmente” gerido até 2011, foi abandonado na prática (apesar de não-oficialmente), em 2012.

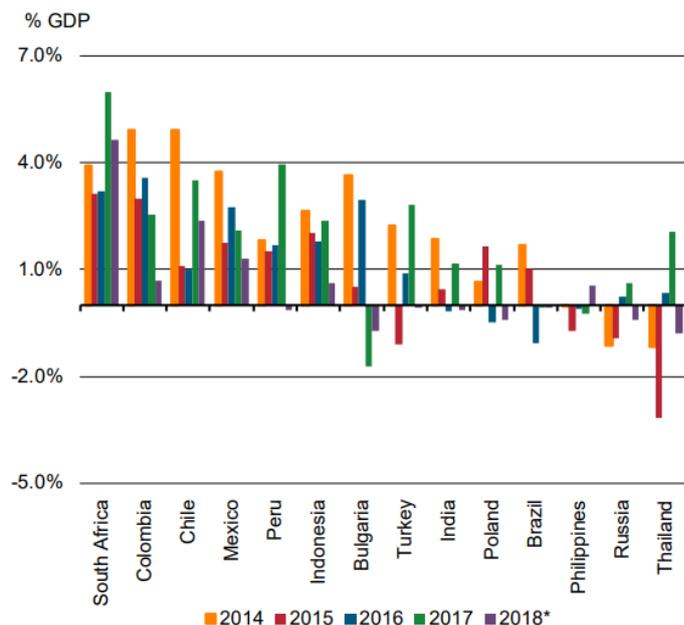
Nassif (2017) aponta, no entanto, como esta crítica popularmente generalizada à gestão macroeconômica do governo Dilma, não é convincente porque “assim que o risco de contágio da crise do Euro foi superado e com o reconhecimento que a taxa de inflação se encontrava resiliente às políticas e acima da meta anual de 4,5%, o COPOM reiniciou um ciclo de aumento sistemático da taxa juros. Entre abril de 2013 (ainda no primeiro mandato de Dilma) e novembro de 2016 a taxa subiu de 7,5% para 13,75%”³¹ (p. 97)

Em decorrência destas mudanças, tanto internas quanto externas, os ativos brasileiros se tornaram menos atrativos para os investidores internacionais. Como consequência o Brasil foi um dos países que menos recebeu fluxos de capital como porcentagem do PIB (GDP), considerando os países periféricos entre 2014-16 (ver gráfico 12) (BCB, 2019). Este efeito se manifestou diretamente na taxa de câmbio,

³¹ Tradução própria

como é possível ver no gráfico 2, neste período o real sofre uma grande e constante desvalorização perante o dólar, ultrapassando o patamar de 4 R\$/US\$.

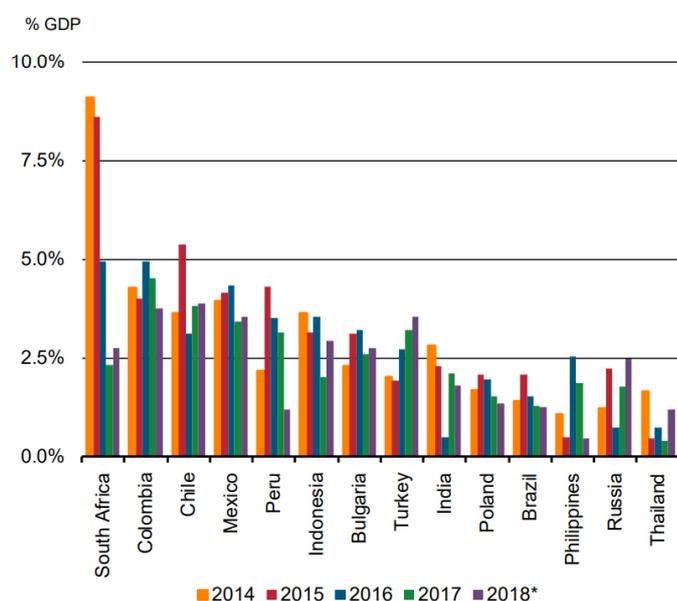
Gráfico 12. Fluxos de Portfolio (acumulado 12 meses)



Fonte: FMI (2019)

No entanto, mesmo com a diminuição da atratividade dos seus ativos, o Brasil foi destino de um fluxo consistente e significativo de investimento direto estrangeiro (IED) (ver gráfico 13).

Gráfico 13. Investimento Direto Estrangeiro (acumulado 12 meses)



Fonte: FMI (2019)

Após as mudanças da condução de política econômica no governo Dilma a economia brasileira apresentou uma piora na maioria dos indicadores econômicos, o que se refletiu no humor dos investidores internacionais e, conseqüentemente, no apetite por ativos brasileiros em comparação com outras economias periféricas. No entanto, a política de retomada dos altos patamares de taxas de juros, e assim, do aumento do diferencial de juros, foi fundamental para que os fluxos de capital internacional não se revertissem totalmente e evitassem o curso do Brasil.

Mas além do contexto interno da economia brasileira, em meados de 2014 se inaugura a fase chamada por Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017) de “dupla tempestade”, que prosseguiu em 2015-16. Este nome se dá porque os dois principais componentes positivos do cenário internacional brasileiro – alta no ciclo de liquidez e dos preços de *commodities* – se revertem. Os autores apontam para a complexidade dessa reversão em um cenário de relaxamento monetário nos países centrais. A tese central deles é que a desaceleração da economia chinesa foi fundamental para este movimento do ciclo de liquidez internacional e dos preços das *commodities*. Isso porque a China é um dos principais, senão o principal, *player* no mercado de *commodities*, enquanto também concentra uma enorme fatia dos fluxos de capitais para países emergentes.

Desta forma o cenário internacional se mostrou instável na Fase 5, enquanto o cenário nacional se deteriorou fortemente. A tentativa de uma mudança na condução de política econômica foi frustrada por inúmeros motivos estruturais da economia brasileira, por má condução de diversos aspectos técnicos e, como não poderia ser diferente, pela posição periférica da moeda brasileiro no Sistema Monetário e Financeiro Internacional.

3.7. Considerações Finais

A posição periférica do Real na hierarquia monetária do Sistema Monetário e Financeiro Internacional foi um fator determinante para a implantação do Regime de Câmbio Flutuante no Brasil. O regime anterior, de âncora cambial, havia se tornado inviável e virou alvo de ataques especulativos constantes nos seus momentos finais, resultando em uma erosão das reservas cambiais.

A adoção do Regime de Câmbio Flutuante permitiu que o Banco Central Brasileiro se adaptasse à volatilidade do ciclo de liquidez internacional e adequasse às políticas cambiais de acordo com o cenário vigente. Durante a primeira fase houve uma baixa deste ciclo de liquidez em um cenário de baixa confiança internacional na condução econômica dos governos brasileiros. O desafio era grande e no início o BCB foi obrigado a intervir fortemente no mercado de câmbio para que não houvesse uma maxidesvalorização da moeda. Nos poucos momentos de “calmaria”, com a reversão do ciclo de liquidez internacional, para uma fase de alta, o BCB pôde, em alguns momentos, se abster do mercado de câmbio e aproximar o regime à um de flutuação “limpa”.

A Fase 2 (2003 – 2007) foi marcada pelo momento mais favorável no cenário internacional com uma alta do ciclo de liquidez. Neste período o BCB conseguiu atuar na frente compradora no mercado de câmbio à vista, e não mais na vendedora, posição esta que havia ocupado por muitos anos. Este movimento foi muito importante pois possibilitou um aumento no estoque de reservas cambiais que trouxe confiança e segurança para as políticas cambiais brasileiras, e tornou a possibilidade de uma reversão na liquidez internacional menos ameaçadora.

Esta reversão veio na Fase 3 (2007 – 2008) com a crise do mercado americano de *subprime* em 2007 e a conseqüente crise financeira global de 2008. Neste novo e inesperado cenário houve uma intensa fuga para a liquidez dos agentes internacionais. A política cambial anterior de aumento do estoque de reservas internacionais, aliadas ao diferencial da taxa de juros e o bom rendimento da economia brasileira fizeram com que o Brasil não sofresse uma fuga de capitais tão intensa como as demais economias.

Na Fase 4 as mesmas condições que fizeram o Brasil não sofrer tanto durante a crise, fizeram com que se tornasse um destino interessante para o capital especulativo internacional, principalmente quando este voltou a ganhar mais dinamismo após as políticas de *quantitative easing* postas em práticas pelas economias centrais no combate à crise.

Na última Fase analisada, os riscos da crise começam a dissipar e as políticas de *quantitative easing* dos países centrais perdem força. No entanto a Nova Matriz Macroeconômica apresenta resultados ruins no ciclo doméstico brasileiro. Há uma tentativa de diminuição da taxa de juros rapidamente recuada. Mesmo com a volta da taxa de juros para patamares elevados, de forma a manter os ativos brasileiros

interessantes internacionalmente não são suficientes para evitar uma saída de capitais que se reflete numa alta da taxa de câmbio que chega a ultrapassar a marca de 4 R\$/US\$, inédita no período analisado.

4. Conclusão

Este trabalho buscou compreender, através da exposição de uma corrente heterodoxa da literatura econômica, como as assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional criam obstáculos adicionais às economias periféricas na condução de suas políticas cambiais, em especial ao regime de câmbio flutuante na economia brasileira.

No primeiro capítulo foi possível analisar como a dimensão centro-periferia do SMFI se manifesta no período pós-Bretton Woods, intensificando os obstáculos impostos às moedas que pertencem à uma posição baixa na Hierarquia Monetária do Sistema. Discute-se como o não desempenho das funções da moeda em âmbito internacional das moedas periféricas reduz a liquidez de seus ativos. E o fato de as moedas centrais terem uma maior liquidez de divisa (diferente de liquidez de mercado) faz com que os rendimentos requisitados pelos agentes, ao optar entre um ativo denominado em moeda central ou periférica, sejam distintos. Tornando ainda mais complexo o obstáculo da diferença estrutural de liquidez para as autoridades monetárias de países periféricos, há um fator, gerado pelos países *business-cycle makers* (leia-se países centrais) que são os ciclos de liquidez internacional. Conforme apontado por De Conti (2011), a busca pelo rendimento em detrimento da liquidez não ocorre de maneira linear, ela varia de acordo com a propensão dos investidores internacionais em assumir um risco maior ou não. Esta propensão está diretamente ligada majoritariamente ao desempenho doméstico dos países centrais e, conseqüentemente, às políticas econômicas propostas pelas autoridades monetárias destes países. Sendo assim, por mais que os países periféricos tomem todas as medidas consideradas ideais pelos agentes internacionais, mesmo que estas medidas causem impactos negativos no seu desempenho doméstico, não há garantia de que os capitais se dirigiram a estes de maneira constante e/ou linear, reforçando o maior risco envolvido nos ativos denominados em moedas periféricas. Pode-se afirmar que as assimetrias se reforçam. Finalizando o capítulo, foi agregado o esquema proposto por Cohen (1998) para agrupar as moedas de acordo com o seu papel desempenhando tanto domesticamente como dentro desta hierarquia monetária.

No segundo capítulo foi feito, primeiramente, uma revisão bibliográfica da evolução do pensamento econômico acerca dos determinantes da taxa de câmbio, a partir da primeira geração de modelos *mainstream*, passando por suas cinco gerações até chegar aos modelos pós-keynesianos. É válido apontar como a leitura dos determinantes do câmbio foi, em quase sua totalidade, condicionada pelo pensamento dominante do período de sua formulação. Prates (2012) aponta como a visão pós-keynesiana é a mais adequada à compreensão dos determinantes da taxa de câmbio no SMFI globalizado, por juntar a dinâmica dos fluxos de capitais com uma análise do posicionamento dos agentes nos mercados de derivativos cambiais em um ambiente heterogêneo (tanto em ativos como em agentes) e marcado por

comportamentos em manada, em uma mesma teoria. Mas é necessário fazer uma ressalva de que esta teoria não considera, de forma complexa e estruturada, a dimensão centro-periferia do SMFI entre as diferentes moedas e os ativos nelas denominados. A importância deste ponto fica ainda mais evidente após as reflexões do primeiro capítulo. Em outra seção do capítulo 2 pontuou-se as possibilidades de regimes cambiais que são considerados pela maioria das correntes econômicas, assim como seus diferentes impactos sobre economias centrais ou periféricas.

Por fim, analisou-se a trajetória do regime de câmbio flutuante no Brasil no período de 1999-2016. Ficou evidente como a subordinação do regime cambial às metas inflacionárias, aliada à institucionalização da busca por superávits fiscais, constituindo assim o Tripé Macroeconômico, acentuou a vinculação da economia brasileira ao ciclo de liquidez internacional, por mais que fosse necessária a intervenção do Banco Central Brasileiro no mercado cambial de forma a suavizar grandes volatilidades cambiais, caracterizando assim o regime como sendo de flutuação suja. Durante as Fases 2 (2003 - 2007), e 4 (2009 – 2012), marcadas por um período de alta do ciclo de liquidez internacional, a abertura econômica do Brasil, aliada à política monetária contracionista (marcada por uma alta taxa de juros e, logo, um grande diferencial de juros), permitiu que um grande volume de capitais fossem direcionados para o mercado brasileiro, atrás de altos ganhos especulativos. Nestas Fases o BCB pôde atuar na ponta compradora de dólares, pois a pressão apreciativa do mercado sobre o câmbio brasileiro era favorável às metas inflacionárias. Assim a intervenção se justificava por atenuar o processo de valorização, de forma a tentar diminuir o impacto sobre o setor produtivo, mas principalmente para aumentar o estoque de reservas internacionais e, assim, gerar um “colchão de liquidez”.

Desta forma, com indicadores econômicos importantes para os investidores internacionais mais sólidos (como altas reservas internacionais, baixo índice de desemprego e um crescimento constante do PIB), durante os momentos de baixa do ciclo de liquidez internacional, com destaque para a crise financeira global de 2008 na Fase 3, o Brasil não sofreu uma evasão de capital tão intensa como outros países periféricos, e pode, assim, ter um bom desempenho durante a crise.

É importante frisar como o abandono da taxa de câmbio como meta explícita de política econômica, em 1999, teve seus impactos destacados na crise financeira internacional. A livre variação da taxa cambial para patamares desfavoráveis a indústria brasileira resultou em distorções macroeconômicas para um setor vital à economia, e gerou uma deterioração do saldo comercial de produtos manufaturados. As consequências deste abandono se tornaram mais aparentes na desaceleração e posterior recessão econômica brasileira a partir de 2012. Além do mais, Prates (2012) aponta como a perda de competitividade produtiva induziu empresas brasileiras a procurar ganhos especulativos com

operações de especulativas no mercado de câmbio, que no momento de estouro da crise financeira internacional, trouxe consequências devastadoras. No entanto, também deve se apontar que tal política possibilitou que fosse acumulado um maior estoque de reserva internacional que, apesar de ter sido insuficiente para tornar a economia brasileira resistente aos choques externos, tornou as políticas anticíclicas mais efetivas.

É válido apontar que o “colchão de segurança” se mostrou uma ferramenta eficiente para a defesa da economia brasileira às variações do Ciclo de Liquidez Internacional. Em outras palavras foi uma maneira de adaptar a condução da política cambial à posição periférica do Real no SMFI. No entanto é importante frisar que, apesar de ter sido uma política eficaz nesse sentido, é fundamental avaliar a intensidade da aplicação desta medida, ou seja, equilibrar a acumulação das reservas internacionais com outras necessidades domésticas.

Portanto é possível considerar que a posição periférica do real no Sistema Monetário e Financeiro Internacional contribuiu diretamente para que o Regime de Câmbio Flutuante fosse aplicado no Brasil, a partir de 1999, e para que o BCB se visse obrigado a atuar diretamente no mercado cambial, com o objetivo de evitar uma maxidesvalorização do Real. Entre cenários de alta e baixa do ciclo de liquidez internacional, o BCB adaptou sua reação aos impactos do próprio ciclo de forma a suavizar a volatilidade cambial e buscar os objetivos, inicialmente do Tripé Macroeconômico e posteriormente da Nova Matriz Macroeconômica. Fica claro como o Regime de Câmbio Flutuante, caracterizado pela intervenção do BCB no mercado de câmbio nos momentos considerados necessários, possibilitou que as autoridades monetárias tivessem um raio de manobra maior que no regime anterior, e que pudessem por em práticas políticas que compensassem a falta de liquidez internacional do Real e que protegessem a economia brasileira de súbitas reversões na liquidez internacional. De certa forma foi o reconhecimento da posição periférica da economia brasileira no Sistema Monetário e Financeiro Internacional.

5. Bibliografia

Aglietta (1986): La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte.

Banco Central do Brasil (2019): Financial Stability Report. April 2019

Belluzzo, (1995): O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. Economia e Sociedade, Campinas, n. 4, 1995.

Blanchard (1999): Macroeconomia: teoria e política econômica. Rio de Janeiro: Campus.

Bresser-Pereira, L. C. (2013): O Tripé, o Trilema e a Política Macroeconômica. Dossiê da Crise IV – A Economia Brasileira na Encruzilhada. Associação Keynesiana Brasileira.

Cabral, R. (2015): Tripé Macroeconômico e nova matriz econômica: o contraste das políticas econômicas e ideologias adotadas nos últimos governos. UNB

Carneiro, Flavio (2014): A influência da taxa de câmbio sobre os fluxos de comércio exterior. Texto para discussão 1967. IPEA

Carvalho et alli. (2000): Economia Monetária e Financeira. Rio de Janeiro: Elsevier.

Cohen, B.J. (1998): The Geography of Money, Ithaca, NY: Cornell University Press.

Couto, M. C. (2017): Uma Análise dos Impactos do Tripé Macroeconômico e da Nova Matriz Econômica sobre o Crescimento Econômico Brasileiro. UFU

De Conti, B., Prates, D. (2016): The international monetary system hierarchy: current configuration and determinants, The 28th Annual EAEPE Conference Manchester, UK, 3-5 November

De Conti, B. (2007): Regimes Cambiais em países emergentes: A Experiência Brasileira Recente (1994-2006), Unicamp

De Conti, B., Prates, D., Plihon, D. (2011): A Hierarquia Monetária e suas Implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. Economia e Sociedade, Campinas, v.23, n. 2 (51), p.341-372, ago 2014.

De Grauwe e Grimaldi, (2005): The exchange rate in a behavioral finance framework. New Jersey: Princeton University Press, 2006.

Eichengreen (1995): História e Reforma do Sistema Monetário Internacional, Artigo, Economia e Sociedade

Flassbeck (2001): The Exchange rate: economic policy tool or market price? UNCTAD Discussion Papers, n.157.

Frankel (2003): Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. NBER Working Paper.

Garofalo Filho, E. (2000): Câmbios No Brasil. As Peripécias da Moeda Nacional e da Política Cambial, 500 Anos depois. BM&F Brasil

Harvey, J. T. (1991): A post Keynesian view of exchange rate determination. Journal of Post Keynesian Economics, v. 14, n. 1, Fall 1991.

Harvey, J. T. (2009): Currencies, capital flows and crises: a post Keynesian analysis of exchange rate determination. London: Routledge, 2009.

Hernández e Montiel, (2001): Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the "Hollow Middle"? FMI, Working Paper No.01/170.

Kaltenbrunner, A. (2011): Currency internationalization and exchange rate dynamics in emerging markets: a post-Keynesian analysis of Brazil, PhD dissertation, School of Oriental and African Studies (SOAS), University of London.

Kaltenbrunner, A. (2015): A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskian Approach, in:Journal of Post Keynesian Economics, 38, 426–448.

Mishkin (2000): Moedas, bancos e mercados financeiros, Ed. LTC

Modenesi, A. (2005): Regimes monetários: teoria e a experiência do real. Barueri: Manole.

Mollo, M; M. Silva & T. Torrance (2001): Money and Exchange-Rate Regimes: theoretical controversies.

Nassif, A. (2017): An Analysis of Brazil's Economic Situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives. Current Economic Issues – BKR. Brazilian Keynesian Review, 3(1), p. 95-108, 1st Semester/2017

Ocampo, J.A. (2001): "International Asymmetries and the Design of the International Financial System." CEPAL Serie Temas de Coyuntura no. 15. Santiago de Chile: CEPAL

Oreiro, J. L. (2015): Do Tripé Macroeconômico ao Fracasso da Nova Matriz: A Evolução do Regime de Política Macroeconômica no Brasil (1999-2014)

Paula, L.F., Fritz, B., Prates, D.M. (2017): Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies, in:Journal of Post Keynesian Economics, 40(2),183–202.

Plihon, D. (1999): Les taux de change. Paris: La Decouverte, 1999. POLAK, J.

Plihon, D. (1996): Desequilibres mondiaux et instabilité financière: les responsabilités des politiques libérales. In: CHESNAIS, F. (Ed.). La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux. Paris: Syros, 1996.

Prates, D. (2002): Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa.

Prates, D. (2005): A literatura Convencional sobre Crises Financeiras nos Países Emergentes- os Modelos Desenvolvidos nos Anos 90.

Prates, D. (2010): O Regime Cambial Brasileiro de 1999 a 2008. Textos para discussão CEPAL – IPEA

Prates, D. (2015): O Regime de Câmbio Flutuante no Brasil 1999-2012 especificidades e dilemas. IPEA

René Villarreal, A. (1984): CONTRA-REVOLUÇÃO MONETARISTA, Ed. Record, Rio de Janeiro, pg.63

Rossi, P. (2016): Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil. Teoria, Institucionalidade, Papel da Arbitragem e da Especulação. FGV Editora

Sicsú et alli, (2003): Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade.

Williamson, J. (1992): Reformas políticas na América Latina na década de 1980. *Revista de Economia Política*, v.12, n.1