

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

ARTHUR BERGAMASCHI RÜCKERT

CONVERSIBILIDADE EXTERNA DA MOEDA:
UMA ANÁLISE DO REAL

Porto Alegre

2014

ARTHUR BERGAMASCHI RÜCKERT

CONVERSIBILIDADE EXTERNA DA MOEDA:

UMA ANÁLISE DO REAL

Trabalho de conclusão de curso submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: André Moreira Cunha

Porto Alegre

2014

CIP - Catalogação na Publicação

Rückert, Arthur Bergamaschi
Conversibilidade externa da moeda: uma análise do
Real / Arthur Bergamaschi Rückert. -- 2014.
67 f.

Orientador: André Moreira Cunha.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2014.

1. Conversibilidade da moeda. 2. Brasil. 3.
Controle de capitais. 4. Hierarquia monetária. I.
Cunha, André Moreira, orient. II. Título.

ARTHUR BERGAMASCHI RÜCKERT

CONVERSIBILIDADE EXTERNA DA MOEDA:

UMA ANÁLISE DO REAL

Trabalho de conclusão de curso submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovado em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2014

Prof. Dr. André Moreira Cunha – Orientador
UFRGS/FCE

Prof. Dr. Marcelo Milan
UFRGS/FCE

Prof. Dr. Flavio Benevett Fligenspan
UFRGS/FCE

Aos meus pais, por todo carinho. Ao meu irmão, pela amizade e pelo exemplo. A minha família de coração, pelo cuidado. A Monique, pelo constante apoio. A todos estes, pelo amor e por estarem comigo em todos os momentos.

RESUMO

O processo de liberalização financeira global iniciado no final dos anos 1980 nos países desenvolvidos transferiu-se aos países em desenvolvimento na década seguinte. Entre seus objetivos estavam o aumento da eficiência dos fluxos de capitais nos mercados internacionais, com impactos sobre a estabilidade e o crescimento macroeconômico dos países envolvidos, independente do estágio de desenvolvimento. Entretanto, uma série de crises no final dos anos 1990 e a crise financeira global (2008) levantam uma discussão sobre as reais consequências da atual arquitetura do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Passados alguns anos da crise internacional e reconhecido o caráter instável e hierarquizado do sistema, o debate volta-se para uma revisão sobre pontos relevantes presentes no processo de liberalização. Neste contexto, o presente trabalho busca revisar o conceito de conversibilidade externa da moeda, apresentando as diferentes perspectivas econômicas. Mais especificamente, é contestada a proposta de aumento do grau de conversibilidade externa do Real, demonstrando as suas consequências para economia brasileira e avaliando propostas alternativas com maior capacidade de garantir estabilidade e crescimento econômico interno. Por último, são apresentadas evidências que corroboram a inconvertibilidade efetiva da moeda brasileira frente ao cenário internacional hierarquizado.

Palavras-chave: Conversibilidade da moeda. Brasil. Controle de capitais. Hierarquia monetária.

ABSTRACT

The process of global financial liberalization started in the late 1980s in developed countries has shifted to developing countries in the next decade. Among its objectives were included the increasing of the efficiency of capital flows in international markets, with impacts on macroeconomic stability and growth of the countries involved, regardless of the stage of development. However, a series of crises in the late 1990s and the global financial crisis (2008) raise a discussion about the real consequences of the current architecture of the International Monetary and Financial System. After a few years of the international crisis and the unstable and hierarchical character of the system recognized, the discussion turns to a review of relevant points present in the liberalization process. In this context, this paper seeks to review the concept of foreign currency convertibility, presenting the different economic perspectives. More specifically, it challenged the proposal to increase the degree of external convertibility of the Real, demonstrating its effects on the Brazilian economy and evaluating alternative proposals with greater ability to ensure internal stability and economic growth. Finally, evidences are presented that confirm the effective inconvertibility of the Brazilian currency against the hierarchical international scenario.

Keywords: Currency convertibility. Brazil. Capital controls. Monetary Hierarchy.

LISTA DE TABELAS E QUADROS

Quadro 1	– Tipos de Câmbio em 2008 – 2013 (Percentual dos membros do FMI)	15
Quadro 2	– Funções da moeda no âmbito internaciona.....	15
Quadro 3	– Benefícios e riscos de moedas com funções internacionais.....	17
Quadro 4	– Giro (turnover) nos mercados cambiais globais em 1995 - 2013 (Participação das moedas, médias diárias, conforme mês de abril de cada ano).....	20
Quadro 5	– Giro (turnover) nos mercados cambiais globais cross-border em 2001 – 2010 (Participação das moedas, médias diárias, conforme mês de abril de cada ano)	20
Quadro 6	– Moedas utilizadas no comércio internacional em 2002 – 2004, participação percentual	21
Tabela 7	– Reservas Internacionais por moeda em 2009 - 2013 (US\$/milhões).....	22
Tabela 8	– Emissão bruta de títulos de dívida no mercado internacional, por moeda de denominação de 1999 - 2008 (US\$/bilhões)	23
Tabela 9	– Função reserva de valor segundo uso privado em dezembro de 2009 (US\$/bilhões)	23
Quadro 10	– Reserva de valor conforme inflação e taxa real de juros de 2009 – 2012	24
Quadro 11	– Resumo das Principais Pesquisas dos anos 1994 - 2012 sobre a relação entre Integração Financeira e Crescimento Econômico	50
Quadro 12	– Política monetária, tipo de câmbio e controles das moedas selecionadas em 2013	52
Quadro 13	– PIB e Comércio Internacional em 2012 (US\$/milhão).....	53
Quadro 14	– Corrente Financeira em 2009 (US\$/bilhões)	54
Quadro 15	– Rating de Longo Prazo para Emissões em Moeda Estrangeira em abr/13 ...	54
Quadro 16	– Participação em Grupos Políticos Internacionais em 2014.....	55
Quadro 17	– Poder Militar em 2014	56
Tabela 18	– Qualidade da Governança em 2012 (escala de -2,5 a 2,5).....	57
Tabela 19	– Profundidade financeira em 2010 (% do PIB local)	58
Quadro 20	– Tamanho do Mercado de Capitais em 2012 (US\$/bilhões).....	58

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AREAER	– Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
BIS	– Bank for International Settlements
BRICS	– Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
FMI	– Fundo Monetário Internacional
IED	– Investimento Estrangeiro Direto
IOF	– Imposto sobre Operações Financeiras
OCDE	– Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
SMFI	– Sistema Monetário Financeiro Internacional
TQM	– Teoria Quantitativa da Moeda

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 CONVERSIBILIDADE E O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	11
2.1 INTRODUÇÃO.....	11
2.2 ASPECTOS TEÓRICOS	11
2.3 O SMFI E A HIERARQUIA DAS MOEDAS	14
2.4 ALGUMAS EVIDÊNCIAS SOBRE A HIERARQUIA DAS MOEDAS.....	19
2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO.....	24
3 O DEBATE SOBRE CONVERSIBILIDADE: FUNDAMENTOS TEÓRICOS E A EXPERIÊNCIA RECENTE DO BRASIL	25
3.1 INTRODUÇÃO.....	25
3.2 CONVERSIBILIDADE E SUAS CONSEQUÊNCIAS.....	25
3.2.1 A Perspectiva Predominante no Mainstream da Economia.....	25
3.2.2 A Crítica da Heterodoxia.....	28
3.3 O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA NO BRASIL	34
3.4 GRAU DE CONVERSIBILIDADE DA MOEDA: O DEBATE BRASILEIRO	37
3.5 MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS	42
3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	44
4 CONVERSIBILIDADE: CONSEQUÊNCIAS E CAUSAS.....	46
4.1 INTRODUÇÃO.....	46
4.2 CONSEQUÊNCIAS DA CONVERSIBILIDADE: AVALIAÇÕES EMPÍRICAS	46
4.3 CAUSAS DA CONVERSIBILIDADE DO REAL: UMA ANÁLISE CAUSAL	51
4.3.1 Objetivos e Metodologia	51
4.3.2 Causalidades.....	52
4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	58
5 CONCLUSÃO	60
REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO

Com a crescente instabilidade do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) e as consequentes crises financeiras do século XXI, ou crises da conta capital e financeira (CUNHA; LAAN, 2012), no México (1994), Leste Asiático (1997), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2001), dentre outros, o debate sobre o nível ideal de conversibilidade externa da moeda nacional tornou-se ainda mais relevante no final dos anos 1990. Buscou-se explicar os efeitos da abertura da conta capital¹ aliado a moedas internacionalmente não aceitas e propor mudanças dos regimes de conversibilidade e de política monetária (mais ou menos liberalizante). Entretanto, este debate perdeu força no meio econômico, particularmente entre 2003 e 2008, período de expansão das economias nacionais e internacional, não se constituindo mais “[...] num objeto de estudo privilegiado do *mainstream* contemporâneo no qual aparece tratada parcialmente sob o título de *original sin, debt intolerance*, ou, ainda, *currency mismatch*.” (CARNEIRO, 2008, p. 540).

Passada cerca de uma década destas crises, a chegada da crise internacional de 2008 e a grande recessão internacional aliada à crescente volatilidade dos fluxos de capitais, suscitam novamente a importância do debate sobre a conversibilidade. As mudanças ocorridas desde o final dos anos 1990, somadas às alterações de políticas presentes desde a crise internacional, trazem novos argumentos e novas posições no debate.

O objetivo principal do trabalho está em avaliar as causas que levam à não conversibilidade plena do Real. Para isso serão avaliados fatores internos (política macroeconômica brasileira – com destaque para a política monetária – e o desempenho macroeconômico brasileiro) e fatores externos (hierarquia das moedas). Os objetivos secundários são verificar, conforme as diferentes teorias, as consequências de uma moeda mais ou menos conversível e expor as propostas existentes sobre mudanças na política econômica que afetem a conversibilidade da moeda no âmbito externo. A metodologia do trabalho consiste em uma revisão da literatura e uma análise causal sobre a inconvertibilidade do Real.

A hipótese central é que o Real não é considerado uma moeda conversível no âmbito externo. A hipótese secundária, ligada principalmente ao objetivo de encontrar as

¹ Para efeitos deste trabalho as expressões “conta capital” e “conta capital e financeira” serão tratadas como equivalentes, por força da tradição da literatura. Esta por sua vez se baseava na estruturação do balanço de pagamento, cujos fluxos de capitais eram registrados na conta “movimentos de capitais”. A partir da revisão de 1993 do Manual do Balanço de Pagamentos, editado pelo Fundo Monetário Internacional, e incorporada pelo Banco Central do Brasil, em 2001, aqueles fluxos passaram a ser objeto de registro na conta capital e financeira (detalhes em Laan, 2008).

consequências de uma moeda não conversível, é a falta de uma relação única, considerando diversos países, entre conversibilidade plena da moeda nacional e crescimento econômico. Ou seja, os efeitos positivos da plena conversibilidade encontrados em um país específico, podem não ser encontrados em outros países com plena conversibilidade.

A crise de 2007/2008 trouxe uma mudança no debate econômico, defensores da total liberalização financeira passaram a defender um intervencionismo pragmático². Sendo assim, o debate sobre conversibilidade da moeda também se encontra reorganizado, de forma que autores do *mainstream* passam a questionar os modelos utilizados na construção das propostas liberais e economistas heterodoxos buscam trazer novamente as propostas de Keynes sobre a arquitetura do SMFI (CUNHA; LAAN, 2012). Lados antes extremamente liberais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), atualmente atentam para a utilização de controles como medidas macroprudenciais frente à volatilidade e à incerteza elevadas num ambiente de crise.

Entende-se que uma crise internacional tem diferentes efeitos sobre países desenvolvidos e em desenvolvimento, os quais partem de restrições e problemas econômicos diferenciados. “A inconvertibilidade tem sido, em graus variáveis, um atributo das moedas dos países periféricos.” (CARNEIRO, 2008, p. 540), portanto, é uma das restrições que devem ser entendidas para compreendermos o papel dos países periféricos no SMFI e no período que se segue à crise de 2007/2008.

O trabalho divide-se em três partes: (1) uma apresentação sobre o conceito de conversibilidade e sobre a atual arquitetura do SMFI; (2) uma discussão sobre conversibilidade, sobre a ótica de diferentes teorias, buscando entender suas causas e consequências e avaliar propostas de mudança no grau de conversibilidade externa do Real; e (3) uma revisão das evidências empíricas sobre a relação entre conversibilidade e crescimento econômico, seguindo por uma análise causal sobre a inconvertibilidade efetiva do Real, utilizando parâmetros da literatura, na tentativa de analisarmos a moeda nacional frente a outras que desempenham – ou não – suas funções no âmbito internacional.

² Os contornos deste debate são explorados por Cunha e Laan (2012), que fornecem as respectivas referências bibliográficas.

2 CONVERSIBILIDADE E O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

2.1 INTRODUÇÃO

A literatura internacional abrange uma série de trabalhos sobre conversibilidade, entretanto o conceito foi utilizado com diferentes intenções durante a história econômica (ARIDA, 2003b). O objetivo central deste capítulo é definir os principais aspectos teóricos que envolvem a discussão que seguiremos sobre conversibilidade externa da moeda, caracterizando o atual sistema monetário, de forma teórica e empírica.

O capítulo está dividido em outras 4 sessões, busca-se (1) esclarecer os principais conceitos sobre conversibilidade da moeda; (2) discutir sobre o SMFI e sua estrutura, destacando a assimetria de poder entre países centrais e periféricos; (3) demonstrar as principais evidências sobre a atual hierarquia monetária e (4) apontar as primeiras conclusões.

2.2 ASPECTOS TEÓRICOS

Segundo Arida (2003b, p. 151), conversibilidade é “[...] a ausência de quaisquer entraves ou restrições à troca de dólares [...]” por reais. Bacha (2003, p. 149) define que “Por conversibilidade entende-se a liberdade de trocar reais por dólares, e vice-versa, à taxa de câmbio do dia, sem restrições governamentais [...]”. Para Prates e Cintra (2007, p. 14), “O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional.”. Carneiro (2010, p. 2) acredita que a conversibilidade da moeda é “[...] entendida como a capacidade de ancorar a riqueza em ativos com liquidez e reconvertê-los na moeda de origem sem perdas de capital.”.

Podemos observar nas citações acima que, apesar de definirem o conceito de conversibilidade, elas apresentam sentidos diferentes. Os significados apresentados acima são relacionados a conversibilidade externa da moeda, entretanto para diferenciá-los nos apropriaremos da terminologia utilizada por Belluzzo e Carneiro (2004) e Carneiro (2008). Conversibilidade plena, ou *de jure*, é a possibilidade de trocar a moeda por outras moedas, sem a existência de controles de capitais que regulem essa operação. Conversibilidade efetiva, ou *de facto*, é a ampla aceitação da moeda em trocas comerciais e operações financeiras no âmbito internacional.

Apesar da diferenciação, em resultados práticos podemos dizer que “[...] não há cotações internacionais de mercadorias em moedas inconvertíveis, nem elas servem de moeda de denominação de contratos mercantis ou financeiros.” (CARNEIRO, 2008, p. 540), ou seja, moedas não convertíveis são incapazes de desempenhar suas funções em âmbito internacional, ou por controles e questões jurídicas internas, ou por questões de aceitação internacional. A partir deste momento, sempre que utilizarmos apenas o termo conversibilidade será neste sentido específico.

É interessante definirmos, também, controles de capitais, pois são os principais instrumentos utilizados pelos Bancos Centrais e governos para regularem a entrada e saída de fluxos, sendo parte importante do poder normativo destes. Dentro do Balanço de Pagamentos de cada país, o qual serve como indicativo das condições econômicas, a conta capital e financeira é responsável por registrar as transferências de capitais e transações financeiras. No início dos anos 1990, com o processo de liberalização avançado em países desenvolvidos, passou-se a pressionar os países em desenvolvimento para utilizarem as mesmas políticas “pró-mercado”. Segundo Carvalho e Sicsú (2004, p. 165)³:

O apogeu dessa pressão foi a aprovação, na assembléia anual do Fundo Monetário Internacional de 1997, da iniciativa de mudança de seus estatutos para remover o artigo 6 do Estatuto do FMI (Articles of Agreement), que legitima a adoção de controles, substituindo-o pelo compromisso com a conversibilidade da conta de capitais, a exemplo da conversibilidade da conta corrente acordada em 1944.

Partimos da avaliação de Carvalho e Sicsú (2004, p. 164) que destacam “[...] a dificuldade em definir com precisão o que são controles, separando-os de outras formas de intervenção.”. De forma simples, controles de capitais são instrumentos utilizados para regular os fluxos de capitais ou, sobre outra ótica, instrumentos de enfrentamento de crises (temporários) e meios de dar autonomia à política econômica nacional (permanentes/temporários). Segundo Prates e Cunha (2013, p. 73), controles “[...] podem basear-se em procedimentos administrativos, que regulam a possibilidade de os agentes econômicos — residentes ou não residentes — assumirem posições ativas (adquirindo direitos) e passivas (assumindo obrigações) [...]”, ou “[...] em mecanismos de preço, que afetam a rentabilidade dos investimentos realizados, no sentido de restringi-los ou estimulá-los.” (2013, p. 73).

Estes podem diferenciar-se conforme uma série de características, como (1) sentido do fluxo, entrada ou saída; (2) maturidade, curto ou médio/longo prazo; (3); realizado por

³ O Estatuto do FMI pode ser encontrado através do link <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>>.

residentes ou não residentes; (4) tipo de fluxo; e (5) objetivo, enfrentamento de crises e/ou dar autonomia à política econômica.

Apesar de dividir a opinião dos economistas quanto à necessidade de seu uso, existem alguns consensos sobre controles de capital que precisam ser observados. O primeiro consenso é que, mesmo economistas adeptos aos controles de capitais, são contrários ao uso destes quando os fluxos de capitais são relacionados à categoria de investimento estrangeiro direto (IED), pois acredita-se que estes fluxos são baseados em perspectivas de ganho de mais longo prazo (CARVALHO; SICSÚ, 2004). O segundo consenso diz que controles de capitais como medidas para limitar o efeito de certas características de situações críticas, como comportamentos de manada, podem ser eficientes, sendo isto reconhecido pelo *mainstream* econômico, inclusive pelo FMI, órgão que segue em linhas gerais o pensamento econômico liberal e é responsável por organizar e supervisionar o SMFI.

Centro de discussão de diferentes teorias econômicas, a moeda é um dos mais importantes canais de política econômica e entender o núcleo das principais teorias sobre a demanda por moeda é relevante para o debate que seguiremos sobre conversibilidade.

Na Teoria Quantitativa da Moeda⁴ (TQM), na versão de Irving Fisher, a moeda é considerada apenas um meio de troca utilizado nas transações econômicas, sendo incapaz de afetar o lado real da economia no longo prazo. Trata-se do princípio da neutralidade da moeda. Considera-se que “[...] uma vez que a velocidade de circulação e o volume de comércio sejam constantes – um aumento na quantidade de moeda em circulação faz com que os preços aumentem na mesma proporção.” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 32).

Para Keynes (1983), além do motivo transacional, a moeda atende a outros objetivos dos agentes econômicos, como motivo precaucional, especulativo e *finance*⁵. Em seu modelo a moeda é considerada um ativo financeiro, avaliado frente a outros ativos conforme seu retorno e sua liquidez, sendo capaz de gerar distorções na economia real no curto e no longo prazo. Os agentes apresentam preferência por liquidez, o que em casos de incerteza levaria a uma corrida por moeda, o ativo mais líquido do sistema. De forma diferente dos modelos ortodoxos, onde os agentes econômicos possuem expectativas racionais, na teoria de Keynes,

⁴ Para obter um conhecimento aprofundado sobre a TQM é indicada a leitura do livro de 1911 de Irving Fisher, “The Purchasing Power of Money”. A TQM foi revista depois por outros autores, com destaque para a versão de Milton Friedman, a qual serve de base para a teoria monetarista. Indica-se a leitura do texto “A teoria quantitativa da moeda – uma reafirmação”, encontrado no livro “Os Clássicos da Economia”, 1997.

⁵ Esse motivo não consta em “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (Keynes, 1983), podendo ser encontrado nos textos “Teorias alternativas da taxa de juros” e “A teoria ex ante da taxa de juros” do mesmo autor (CARVALHO *et al.*, 2007).

o comportamento é marcado pelo *animal spirit*, onde as decisões são tomadas por decisões espontâneas e não compostas com uma racionalidade probabilística⁶.

Alguns modelos buscaram uma síntese entre Keynes e ideias neoclássicas. Um exemplo qualificado é conhecido como “Modelo de Composição de Carteira” e foi escrito por James Tobin em 1969, num artigo denominado “Liquidity preference as behavior towards risk”. Para o autor, os agentes buscariam manter uma carteira mista composta por moeda e por títulos, diferentemente da teoria de Keynes onde os agentes buscariam apenas um dos ativos. Para Tobin, os principais determinantes da preferência pela liquidez são a distribuição de probabilidade dos riscos estimados com a perda ou com o ganho de capital, e não a inelasticidade das expectativas da taxa de juros e a incerteza sobre o comportamento da taxa de juros futura descritas por Keynes (TRICHES, 1991).

2.3 O SMFI E A HIERARQUIA DAS MOEDAS

Marcado pela alta globalização e desregulamentação das finanças, o SMFI é um sistema instável e que passa por constantes desequilíbrios. Para Prates (2002)⁷ apud De Conti (2011), um sistema monetário internacional é formado por três eixos básicos, os quais são a forma da moeda internacional, o regime cambial e o grau de mobilidade de capitais. O atual SMFI não é marcado por nenhuma forma de regime cambial único, como verifica-se no quadro 1.

Conforme Cohen (2013), o SMFI é organizado por uma hierarquia de moedas⁸, onde o topo é dominado pelo dólar, a atual moeda chave do sistema, a única que desempenharia suas funções de forma plena no âmbito internacional. Abaixo estariam as moedas conversíveis, aceitas em menor escala em relações financeiras e mercantis. Na base da hierarquia, ou pirâmide, estariam as moedas inconversíveis, incapazes de exercerem suas funções no âmbito internacional. Conforme descrito por Carvalho *et al.* (2007), uma moeda deve desempenhar três funções essenciais: meio de troca, unidade de contas e reserva de valor. O bom

⁶ Sobre o papel das expectativas nos modelos usais do *mainstream* da Economia, bem como nos modelos de recorte Keynesiano, ver Dequech (2003 e 2012). Nestes mesmos trabalhos diferencia-se o que é *mainstream* – sinteticamente, a elite da profissão –, ortodoxia econômica – a escola de pensamento predominante no *mainstream*, usualmente considerada a economia neoclássica – e heterodoxia – as escolas que contestam a ortodoxia.

⁷ PRATES, Daniela. Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa. 205 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Econômicas, Departamento de Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

⁸ Conforme Cohen (2003), as moedas são classificadas conforme sete categorias: *Top, Patrician, Elite, Plebian, Permeated, Quasi e Pseudo*.

desempenho das funções em âmbito doméstico, entretanto, não garante que a mesma apresente o mesmo resultado no mercado internacional. De acordo com Cohen (2013), as três funções da moeda em âmbito internacional seriam divididas conforme seu uso privado e seu uso público. No quadro 2 é possível verificar as funções definidas pelo autor.

Quadro 1 – Tipos de Câmbio em 2008 – 2013 (Percentual dos membros do FMI⁹)

Tipos de Câmbio	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Câmbio Fixo (Hard pegs)	12,2	12,2	13,2	13,2	13,2	13,1
No separate legal tender	5,3	5,3	6,3	6,8	6,8	6,8
Currency board	6,9	6,9	6,9	6,3	6,3	6,3
Câmbio Administrado (Soft pegs)	39,9	34,6	39,7	43,2	39,5	42,9
Convencional (Conventional peg)	22,3	22,3	23,3	22,6	22,6	23,6
Arranjos de Estabilização (Stabilized arrangement)	12,8	6,9	12,7	12,1	8,4	9,9
Crawling peg	2,7	2,7	1,6	1,6	1,6	1,0
Aproximações do Crawling peg (Crawl-like arrangement)	1,1	0,5	1,1	6,3	6,3	7,9
Sistema de bandas cambiais (Pegged exchange rate within horizontal bands)	1,1	2,1	1,1	0,5	0,5	0,5
Câmbio Flutuante (Floating)	39,9	42,0	36,0	34,7	34,7	34,0
Câmbio flutuante (Floating)	20,2	24,5	20,1	18,9	18,4	18,3
Livre Flutuação (Free floating)	19,7	17,6	15,9	15,8	16,3	15,7
Outros Regimes Não Classificados Anteriormente (Residual: Other managed arrangement)	8,0	11,2	11,1	8,9	12,6	9,9

Fonte: FMI (2013).

Quadro 2 – Funções da moeda no âmbito internacional

Função	Uso Privado	Uso Público
Meio de Pagamento	Moeda veicular	Moeda de intervenção
Unidade de Conta	Moeda de denominação	Moeda de referência
Reserva de Valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda reserva

Fonte: Cohen (2013).

Observa-se que as funções da moeda no mercado internacional podem estimular e/ou serem estimuladas por outra função (DE CONTI, 2011), logo uma moeda tende a exercer diversas funções ou não exercer nenhuma. A utilização de diferentes moedas chave em ambiente internacional acompanha os grandes ciclos econômicos, sendo que a economia

⁹ Percentual referente às informações do dia 30 de abril de cada ano.

hegemônica mundial costuma impor sua moeda em suas relações de troca (COHEN, 2013). Para De Conti (2011), quando o país tem influência para incentivar o uso de sua moeda no comércio internacional, a consequência é uma maior importância de sua divisa que é capaz de lhe garantir maior poder no mercado, criando o que o autor chama de “círculo virtuoso”. Conforme De Conti (2011, p. 17) ainda podemos destacar que:

Quando uma moeda conquista, na cena internacional, o *status* de moeda veicular, seu mercado cambial torna-se maior e mais profundo, o que, *ceteris paribus*, reduzirá os custos de transação dessa moeda – medidos pelos *bid ask spreads* (diferencial entre os preços de mercado para compra e para venda da moeda). Dado que esse spread torna-se pequeno, há um estímulo para que os investidores privados adquiram ativos denominados nessa moeda, já que sua troca por outra moeda não implicará perdas relevantes. Pela mesma razão, as autoridades monetárias têm um estímulo para escolher tal moeda como instrumento de intervenção no mercado cambial.

A partir da adoção de câmbios flutuantes na economia internacional, os EUA sustentaram a supremacia do dólar através da reputação de sua dívida “[...] e com isso impulsionaram a transnacionalização de seu mercado financeiro e de capitais e a metástase “global” de sua grande empresa.” (BELLUZZO, 2005, p. 228).

É importante ressaltar que o poder de emitir a moeda chave dá aos EUA a capacidade de definir de maneira unilateral a taxa de juros básica do sistema (CARNEIRO, 2010). Indo além, o autor descreve que “Isto significa dizer que há uma demanda por dólares a qualquer nível de taxas de juros e de taxa de câmbio o que faz também com que não se verifique um dos pressupostos da trindade impossível [...]” (2010, p. 7).

No entanto, como escreve Cohen (2013, p. 163), “In a very real sense, therefore, an international currency can be regarded as a two-edged sword, potentially valuable as a means to shape the behavior of others but, in time, possibly also dangerous to its issuer.”¹⁰. Os potenciais ganhos e custos de uma moeda internacional podem ser resumidos pelo quadro 3.

Com a possibilidade dos EUA de financiarem seus déficits externos, através da emissão de ativos denominados na divisa-chave, a transmissão da política doméstica expansionista é incrementada, aumentando os problemas de perdas patrimoniais e “importação de inflação”, devido à perda da estabilidade no valor externo do dólar (CUNHA; LAAN, 2012).

¹⁰ Tradução nossa: “Em um sentido muito real, portanto, uma moeda internacional pode ser considerado como uma espada de dois gumes, potencialmente valiosa como forma de moldar o comportamento dos outros, mas, com o tempo, possivelmente, também perigoso ao seu emitente” (COHEN, 2013, p. 163).

Quadro 3 – Benefícios e riscos de moedas com funções internacionais

Benefícios	Riscos
Redução dos custos de transação	Apreciação da moeda
Senhoriagem internacional	Restrição externa
Flexibilidade macroeconômica	Responsabilidade política
Influência política	
Reputação	

Fonte: Cohen (2011).

Dentro do SMFI, para os países em desenvolvimento revelou-se:

[...] o caráter cíclico dos fluxos de capitais e seus efeitos contraditórios, dados os períodos curtos de euforia financeira, forte crescimento econômico e relativa estabilidade, normalmente seguidos por crises e elevada flutuação nos principais preços macroeconômicos. (CUNHA; LAAN, 2012, p. 3)

A atual hierarquia de moedas é marcada pela concorrência das moedas, onde as moedas do topo reforçam sua posição de destaque e as moedas não conversíveis lutam para não serem substituídas no seu âmbito interno ao mesmo tempo em que não cumprem suas funções de forma externa (DE CONTI, 2011).

A taxa de juros tem importante papel na alocação dos capitais internacionais, servindo como uma remuneração pela baixa liquidez das moedas inconversíveis. Assim, os agentes buscam taxas de juros elevadas ou buscam seus ativos guiados pela preferência pela liquidez, sendo conduzidos a moedas conversíveis. “As taxas de juros no centro do sistema definem as moedas que servirão de *funding* para o *carry trade* e as condições de financiamento da especulação com moedas.”¹¹, destaca Rossi (2010, p. 42). Enquanto isso as taxas de juros das moedas da periferia definem a atratividade destas para os capitais especulativos (ROSSI, 2010).

O diferencial de liquidez das moedas em âmbito internacional é refletida nas diferentes taxas de juros que as moedas apresentam, sendo, portanto, o juros um prêmio pela iliquidez do ativo (DE CONTI, 2011). Como mostram Carvalho e Sicsú (2004, p. 174), “Um ativo é tanto mais líquido, quanto mais firme for a expectativa de que poderá ser vendido em um mercado secundário a um preço fixado dentro de um intervalo previsível.”. Quando existe incerteza em relação ao futuro da economia, os agentes tendem a buscar a moeda chave do sistema, buscando a maior liquidez, o que significa abandonar moedas inconversíveis.

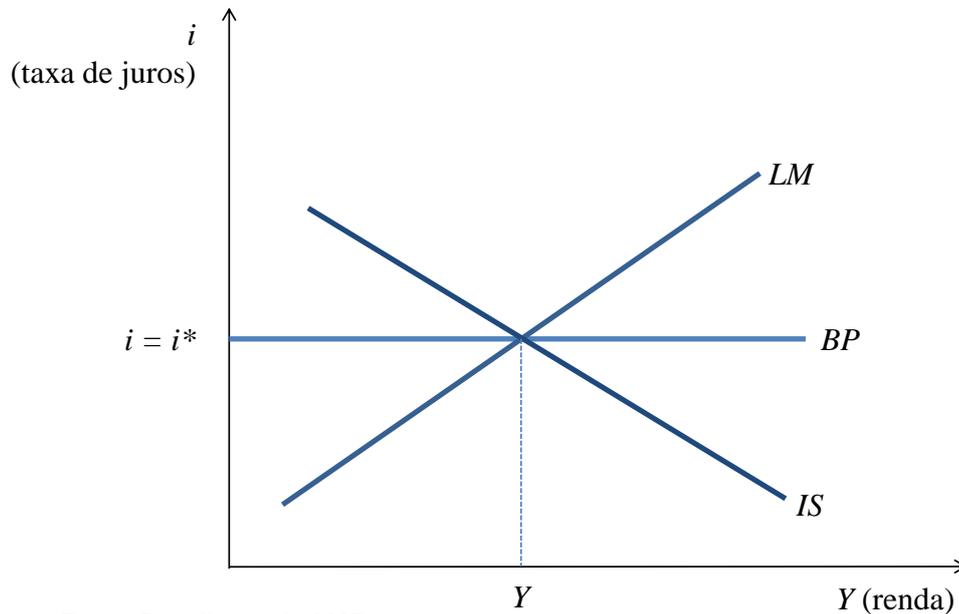
¹¹ Carry trade define-se “[...] como uma estratégia financeira que busca usufruir o diferencial de juros entre duas moedas, onde se assume um passivo ou uma posição vendida na moeda de baixos juros e, simultaneamente, um ativo ou uma posição comprada na moeda de altos juros.” (ROSSI, 2010, p. 21)

Antes de organizarmos o debate teórico sobre conversibilidade, podemos entender as consequências macroeconômicas (renda, juros, emprego) das políticas de controle de capitais e do tipo de câmbio segundo o modelo de Mundell-Fleming, descrito por Carvalho *et al.* (2007). Com o aumento da integração dos mercados financeiros internacionais nas últimas décadas, além do aumento do grau de conversibilidade das contas capital e de mudança na política cambial de muitos países, o modelo de Mundell-Fleming mostra-se importante para avaliar as diferentes possibilidades de políticas econômicas. Este está organizado de forma a avaliar as diversas possibilidades, como economias abertas ou fechadas, com câmbio flutuante ou fixo, com plena mobilidade de capitais ou sem mobilidade ou, ainda, um caso intermediário. Destacaremos aqui os modelos próximos à realidade da política econômica brasileira a partir do ano de 1999, sendo estes os casos de câmbio flutuante com plena mobilidade e com mobilidade finita de capitais.

No caso com plena mobilidade, os ativos financeiros de países com riscos-país semelhantes apresentam alto grau de substitutibilidade. Segundo Carvalho *et al.* (2007, p. 360), os efeitos disso são que “Pequenas diferenças de retorno entre títulos emitidos por devedores (públicos e privados) desses países seriam suficientes para promover grandes deslocamentos de capital em direção àqueles(s) onde o retorno fosse maior.”. Nesse caso do modelo Mundell-Fleming, o balanço de pagamento está sempre em equilíbrio, sendo controlado pelas flutuações na taxa de câmbio (Figura 1). Ainda considera-se a política monetária supereficiente para afetar a renda e o emprego, entretanto a política fiscal obtém poucos resultados. No caso com mobilidade limitada de capitais, apenas uma política que misture ações na área fiscal e na área monetária é capaz de alcançar o equilíbrio de pleno emprego não inflacionário unido ao equilíbrio externo. Carvalho *et al.* (2007) avalia que existem hipóteses que comprometem a realidade no modelo Mundell-Fleming, sendo elas: ajustamento instantâneo da conta-corrente a uma mudança na taxa de câmbio e expectativas estáticas.

Conforme Cunha e Laan (2012), a adoção de câmbio flutuante não extingue completamente a especulação sobre a moeda, logo as economias emergentes, emissoras de moedas inconversíveis, continuam vulneráveis. Portanto, assim como no modelo Mundell-Fleming, um regime de câmbio flutuante ligado a uma maior liberalização nos fluxos pode ser responsável por alta volatilidade e especulação, atingindo a taxa de câmbio e a economia como um todo (CUNHA; LAAN, 2012).

Figura 1 – Câmbio flexível com mobilidade perfeita



2.4 ALGUMAS EVIDÊNCIAS SOBRE A HIERAQUIA DAS MOEDAS

Nesta seção são apresentadas as principais evidências encontradas quanto ao caráter hierarquizado e assimétrico do SMFI, com funções concentradas em poucas moedas. As evidências seguem os trabalhos de De Conti (2011) e Carneiro (2010), os quais tentam demonstrar a capacidade do dólar exercer suas funções em âmbito internacional frente a outras moedas. Como veremos, apesar de o cenário demonstrar uma crescente participação do euro em algumas funções, o dólar ainda é a moeda chave do sistema.

Como não existem estatísticas específicas quanto ao uso da moeda¹² como forma de meio de pagamento internacional, De Conti (2011), sugere a utilização do *turnover* nos mercados cambiais globais como medida para avaliar a função referida. Como podemos observar no quadro 4, o dólar é – com ampla diferença – a moeda mais utilizada nas transações, servindo também como intermediário entre duas outras moedas (DE CONTI, 2011). O euro também apresenta destaque desde sua criação, apesar de queda na sua

¹² As moedas são apresentadas nas seguintes tabelas conforme seu símbolo. Os principais símbolos apresentados são: USD – United States Dollar; EUR – Euro; JPY – Japanese Yen; GBP – Great British Pound; AUD – Australian dollar; CHF – Swiss franc; CAD – Canadian dollar; MXN – Mexican Peso; CNY – Chinese Yuan Renminbi; NZD – New Zealand dollar; SEK – Sweden Krona; RUB – Russian Ruble; HKD – Hong Kong Dollar; NOK – Norwegian Krone; SGD – Singapore Dollar; TRY – Turkish Lira; KRW – South Korean Won; ZAR – South Africa Rand; BRL – Brazilian Real.

utilização em 2013. Observa-se que a soma dos percentuais de participação é de 200%, pois em cada transação são utilizadas duas moedas.

Quadro 4 – Giro (*turnover*) nos mercados cambiais globais em 1995 - 2013 (Participação das moedas, médias diárias, conforme mês de abril de cada ano)

Moeda	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
USD	83,0	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0
EUR	0,0	0,0	37,9	37,4	37,0	39,1	33,4
JPY	24,6	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0
GBP	9,3	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8
AUD	2,6	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6	8,6
CHF	7,2	7,1	6,0	6,0	6,8	6,3	5,2
CAD	3,4	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6
MXN	0,0	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3	2,5
CNY	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2
NZD	0,2	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6	2,0
SEK	0,6	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2	1,8
RUB	0,0	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9	1,6
HKD	1,1	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4	1,4
NOK	0,2	0,2	1,5	1,4	2,1	1,3	1,4
SGD	0,5	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4	1,4
TRY	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,7	1,3
KRW	0,0	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5	1,2
ZAR	0,3	0,4	0,9	0,7	0,9	0,7	1,1
BRL	0,0	0,2	0,5	0,3	0,4	0,7	1,1
Outras	66,9	62,4	9,6	9,6	11,8	9,5	7,2

Fonte: BIS (2013) e De Conti (2011).

Quadro 5 – Giro (*turnover*) nos mercados cambiais globais cross-border em 2001 – 2010, participação das moedas, médias diárias, conforme mês de abril de cada ano

Moeda	2001	2004	2007	2010
USD	599.943	959.424	1.552.539	2.106.951
EUR	270.559	433.506	727.770	973.224
JPY	145.722	201.689	316.909	460.102
GBP	82.918	170.484	262.436	302.851
AUD	26.259	55.591	121.524	186.486
CHF	41.754	70.494	125.884	165.516
CAD	29.824	41.874	78.117	132.091
HKD	12.414	19.172	56.382	61.668
SEK	6.058	8.158	16.376	61.218
NZD	4.863	11.292	37.362	40.828
NOK	12.000	19.078	49.286	36.299
SGD	586	2.784	5.237	34.839
MXN	5.783	13.120	23.677	32.519
KRW	2.425	6.456	12.285	21.757
Outras	65.170	115.733	197.895	168.685

Fonte: BIS (2010) e De Conti (2011).

O autor (DE CONTI, 2011) também indica a observação do giro nos mercados *cross-borders*, pois aponta sobre a utilização das moedas no mercado internacional, demonstrando o quanto a moeda exerce sua função de meio de pagamento em transações internacionais, em circunstâncias em que não há, necessariamente, envolvimento direto de agentes econômicos oriundos do país emissor da referida moeda. Conforme o quadro 5, o dólar mantém seu destaque, participando, em 2010, de 44% das transações nos mercados globais (neste caso o somatório é igual a 100%).

Observados os dados das moedas mais utilizados no comércio internacional no quadro 6, De Conti (2011) aponta a importância do dólar e, em menor proporção, o euro, como unidade de conta do uso privado. Somadas as participações, as duas moedas exercem a função de unidade de conta em 84% das exportações e importações. Esta função é amplamente afetada pelo ganho de escala no uso de poucas moedas, pois facilita as cotações internacionais das mercadorias e as negociações entre empresas.

Quadro 6 – Moedas utilizadas no comércio internacional em 2002 – 2004, participação percentual

País	Ano	Faturamento Exportação		Faturamento Importação	
		Participação Dólar	Participação Euro	Participação Dólar	Participação Euro
EUA	2003	99,8	-	92,8	-
Japão	2003	48,0	9,6	68,7	4,5
Coréia do Sul	2004	83,2	7,4	79,6	5,4
Malásia	2000	90,0	-	90,0	-
Tailândia	2003	84,4	2,7	76,0	4,3
Austrália	2004	69,6	1,3	50,5	9,0
Bélgica	2003	31,9	55,3	33,3	57,0
França	2003	33,9	52,4	47,0	45,1
Alemanha	2003	24,1	63,0	33,9	55,2
Itália	2003	17,5	74,9	24,9	70,2
Grécia	2003	46,1	47,3	54,7	39,6
Portugal	2003	28,0	54,6	32,6	60,2
Espanha	2003	30,3	60,8	35,7	60,3
Reino Unido	2002	26,0	21,0	37,0	27,0
Rep. Checa	2003	13,3	69,5	18,4	66,4
Hungria	2002	12,2	83,1	18,5	73,1
Polônia	2003	25,9	63,6	28,2	58,8
Eslováquia	2002	11,6	73,9	21,2	60,1
Eslovênia	2002	9,6	86,9	13,3	82,8

Fonte: Goldberg e Tille (2006).

O aumento das reservas internacionais tem se mostrado uma tendência nos países em desenvolvimento (ver discussão no próximo capítulo). Segundo De Conti (2011), os países acumulam moedas internacionais com o objetivo de reduzir a volatilidade e prevenir ataques especulativos no câmbio, protegendo a economia. As moedas escolhidas para compor as reservas devem ser fontes de reserva de valor, pois, se não, perderão seu valor no futuro. Logo, países em desenvolvimento buscam moedas amplamente conversíveis, pois assim minimizam a perda de valor futuro e a exposição a ataques especulativos, motivados pela fragilidade de suas moedas e economias. Como se verifica na tabela 7, o dólar é a moeda mais demandada como reserva de valor no uso público. Enquanto nos anos pré-crise internacional (2003-2007) as reservas em euro cresceram em taxas superiores ao do dólar (93% e 81%, respectivamente), no período pós crise (2009-2013), o dólar vem sendo mais demandado (variação de 33%, frente 20% do euro), demonstrando uma busca pela liquidez – através da moeda do topo da hierarquia – frente ao momento de crise financeira internacional.

Tabela 7 – Reservas Internacionais por moeda em 2009 - 2013 (US\$/milhões)

	2009	2010	2011	2012	2013
Reservais totais	8.164.736	9.264.690	10.205.369	10.952.147	11.681.456
Reservas alocadas	4.589.954	5.163.205	5.652.429	6.085.677	6.220.795
USD	2.847.924	3.193.081	3.525.135	3.731.471	3.790.825
GBP	194.904	203.181	216.769	245.951	249.002
JPY	132.994	188.772	203.876	24.878	239.976
CHF	53	6.628	4.369	12.943	1.676
CAD	...	...	...	86.757	11.441
AUD	...	...	...	88.511	103.438
EUR	1.269.590	1.342.651	1.394.071	1.474.434	1.523.377
Reservas não alocadas	3.574.782	4.101.485	4.552.940	4.866.470	5.460.661

Fonte: COFER/FMI.

Da mesma forma, a emissão de título de dívida é predominantemente denominada em dólar e no euro (conforme tabela 8), pois garante a aceitação dos agentes que buscam retornos estáveis e de longo prazo. Logo, a emissão de título é baseada em moedas com capacidade internacional de reter valor durante o tempo.

Quanto ao uso privado da função reserva de valor, mais uma vez o dólar e o euro destacam-se. A tabela 9 reúne os principais indicadores usados por De Conti (2011) para mensurar o uso das moedas com este objetivo, demarcando os diferentes níveis da hierarquia, onde o dólar é a moeda chave, seguido pelo euro e demais moedas conversíveis, as quais são pouco usadas como reserva de valor, e – por último – estão as moedas não conversíveis.

Tabela 8 – Emissão bruta de títulos de dívida no mercado internacional, por moeda de denominação de 1999 - 2008 (US\$/bilhões)

País	1999	2001	2003	2005	2008	2008 (%)
Dólar	2.357	3.610	4.495	5.379	8.226	36,18
Libra	391	506	779	1.061	1.702	7,49
Yen	498	412	488	471	750	3,30
Franco Suíço	136	124	196	208	332	1,46
Euro	1.451	2.289	4.834	6.309	10.875	47,84
Outras	162	166	312	522	848	3,73
Total	4.995	7.106	11.104	13.951	22.732	100,00

Fonte: Carneiro (2010).

Tabela 9 – Função reserva de valor segundo o uso privado em dezembro de 2009 (US\$/bilhões)

Moeda de denominação	Ativos e passivos bancários no exterior em moeda Estrangeira (1)		Instrumentos do mercado monetário	Bônus e notes internacionais	Estoque de derivativos cambiais “over the counter”	Estoque de derivativos de juros “over the counter”
	Ativo (%)	Passivo (%)				
Dólar EUA	57,2	58,9	320	9.428	40.921	153.358
Euro	22,3	20,5	443	12.383	20.364	175.727
Libra esterlina	5,9	5,6	99	2.145	5.929	34.256
Yen	2,9	3,8	17	694	11.238	53.853
Franco suíço	2,1	2,4	21	366	3.106	4.807
Outras	9,7	8,9	32	1.057	16.834	27.792

Fonte: De Conti (2011).

(1) Moeda estrangeira para o país de localização do banco.

Como se observa no quadro 10, apesar de ter uma inflação mais baixa e uma taxa de juros real mais alta, as quais são características atrativas para a demanda por moeda, o franco suíço possui menor capacidade internacional de exercer suas funções – no uso público e privado – frente ao dólar, conforme a série de indicadores apresentados. Logo, observa-se que a capacidade do dólar exercer de forma plena suas funções no âmbito internacional está vinculada com a estrutura econômica do país, mas também com fatores geopolíticos, os quais são considerados nas expectativas dos agentes na formação da sua curva de demanda por moedas. Esses fatores e outros importantes indicadores quantitativos serão apresentados no último capítulo.

Quadro 10 – Reserva de valor conforme a inflação e taxa real de juros de 2009 – 2012

Ano	Inflação (%)		Taxa de Juros Real (%)	
	EUA	Suíça	EUA	Suíça
2009	-0,36	-0,48	2,46	3,21
2010	1,64	0,70	2,02	2,39
2011	3,16	0,23	1,26	2,33
2012	2,07	-0,67	1,48	2,58

Fonte: World Development Indicators /Banco Mundial.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

A atual arquitetura do SMFI é caracterizada por uma hierarquia monetária baseada no poder da moeda chave e pela instabilidade e volatilidade internacional. O atual cenário demonstra uma alta capacidade do dólar exercer suas funções em âmbito internacional, tanto para o uso privado, quanto para o público. A questão que se coloca agora é se graus elevados de conversibilidade da conta capital podem trazer resultados positivos para a estabilidade macroeconômica e para o desenvolvimento. O próximo capítulo aprofunda o debate teórico em cima da liberalização financeira, posteriormente focando-se no debate sobre o grau mais indicado de conversibilidade para o Real.

3 O DEBATE SOBRE CONVERSIBILIDADE: FUNDAMENTOS TEÓRICOS E A EXPERIÊNCIA RECENTE DO BRASIL

3.1 INTRODUÇÃO

Reconhecido o importante papel da hierarquia das moedas e apresentada a atual arquitetura do SMFI, este capítulo segue com o debate sobre conversibilidade. Completando a ideia de que “[...] discutir a lógica dos controles de capital envolve argumentos semelhantes à discussão da intervenção regulatória nos mercados financeiros domésticos.” (CARVALHO; SICSÚ, 2004, p. 166), discutir a lógica sobre conversibilidade da moeda requer argumentos muito próximos aos pontos destacados pelos autores. Conforme Belluzzo (2005, p. 228):

[...] particularmente nas últimas duas décadas do século XX e no começo do XXI, três movimentos centrais e interdependentes promoveram profundas transformações na economia global: a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento - todos conducentes ao reforço do poderio econômico americano.

Interessa a este trabalho discutir a liberalização financeira externa, particularmente no que se refere à conversibilidade externa da moeda. Para tanto, o presente capítulo está dividido nas seguintes seções: (1) na sequência são expostos os argumentos sobre a conveniência ou não de tornar plenamente conversíveis as moedas emitidas por economias emergentes (2) posteriormente, na seção 3.3, é apresentado um panorama geral sobre a inserção e liberalização econômica internacional brasileira para, então, (3) se avaliar a experiência específica do Brasil; (5) seguindo as principais considerações sobre o debate brasileiro discute-se sobre a utilização de medidas macroprudenciais; e (4) na seção final são destacados os pontos relevantes que irão nortear as análises propostas no próximo capítulo.

3.2 CONVERSIBILIDADE E SUAS CONSEQUÊNCIAS

3.2.1 A Perspectiva Predominante no Mainstream da Economia

O *mainstream* é formado por um grupo de economistas que acreditam em uma série de pressupostos¹³, na sua maioria microeconômicos, que ajudam a explicar o funcionamento

¹³ Robert Lucas Jr, no texto “Expectations and neutrality of money” (1972) foi grande responsável por organizar microfundamentos para explicar a macroeconomia conforme a teoria novo-clássica.

econômico. Entre os principais pressupostos podemos destacar: (1) expectativas racionais; (2) Lei de Say, (3) tendência ao *market-clearing*; (4) neutralidade monetária; e (5) agentes maximizadores (FERRARI FILHO, 1998; POSSAS, 1997). Consideram estes que existindo alocação ótima em mercados financeiros e cambiais domésticos livres, o mesmo acontecerá com mercados financeiros e cambiais internacionais livres (CARVALHO; SICSÚ, 2004).

Mishkin (2005) considera que existe uma forte relação positiva entre a financeirização¹⁴ e o crescimento econômico, no entanto, o autor reconhece que o processo pode apresentar alguns problemas que irão impedir os seus benefícios. Entre eles, destaca-se a presença de informação assimétrica (risco moral e seleção adversa) na economia, distorcendo os mecanismos de mercado. Como fator agravante no caso das economias em desenvolvimento, a falta de garantias para evitar esses problemas de forma eficiente gera uma série de problemas microeconômicos com efeito no desempenho macro. Por exemplo, pessoas de baixa renda com ideias empreendedoras não têm a oportunidade de avançar no seu negócio, pois a falta de informação e garantias trava o acesso destas aos canais de crédito.

Outro problema para um processo de financeirização eficiente é a existência de um sistema legal/judiciário ineficaz, onde o julgamento da lei é influenciado por assimetria de poder entre as partes. Ainda podem ser citados outros entraves ao processo de financeirização: (1) atitudes anticoncorrencias tomadas pelo Estado; (2) alocação ineficiente do capital dos bancos públicos; e (3) a fraca regulamentação do Estado quanto à transparência financeira (MISHKIN, 2005). Caso esses problemas sejam superados, a financeirização deve trazer efeitos positivos diretos e indiretos para o desempenho econômico.

Entre os fatores diretos, provavelmente, a consequência da liberalização financeira mais apontada na literatura seja os impactos positivos relacionados a abertura dos países em desenvolvimento, a qual atrai capitais dos países ricos, pois possuem retornos de capital mais altos (KOSE *et al.*, 2006). Esse influxo seria complementar à poupança interna dos países em desenvolvimento, permitindo, inicialmente, uma diversificação das atividades produtivas e gerando menor volatilidade macroeconômica (KOSE *et al.*, 2006). Mishkin (2005) reconhece o caráter prejudicial da instabilidade, podendo causar danos irreversíveis para a trajetória de longo prazo do crescimento econômico. No caso das economias emergentes, a vulnerabilidade é maior, pois estas possuem redes de segurança inadequadas ou inexistentes, além de menores possibilidades de endividamento.

¹⁴ Chesnai é o autor que disseminou o conceito de financeirização em seu livro “A mundialização do capital” (São Paulo: Xamã, 1996).

Outro benefício direto a ser destacado é a diversificação do risco que acontece através de movimentos conjuntos nas flutuações do consumo entre países (KOSE *et al.*, 2006). Além de diversificar o risco, a abertura da conta capital é capaz de atrair investimentos necessários para obras e projetos que não encontravam o capital necessário na economia doméstica e criar um ambiente atraente para empresas de fora do país (STIGLITZ, 2000). Já Mishkin (2005), acredita que o desenvolvimento financeiro gera crescimento através da melhor alocação dos recursos e, assim, maior produtividade, e não pelo aumento do investimento.

Existe ainda uma série de canais indiretos que afetam o crescimento econômico em um processo de abertura a globalização financeira. Esta incentiva o aumento da concorrência no setor financeiro através das melhores práticas, promove reformas institucionais e legais, sendo um canal para o desenvolvimento financeiro interno, e gera aumentos na produtividade dos fatores econômicos no longo prazo (MISHKIN, 2005; KOSE *et al.*, 2006). É importante atentar que como estes são canais indiretos, o impacto da abertura pode não surgir imediatamente.

Segundo Stiglitz (2000), o pensamento liberal parte da ideia de que os países devem preocupar-se em aumentar a renda da população, logo a abertura da conta capital permite que residentes busquem os melhores rendimentos, dentro e fora do país, maximizando sua renda. Mesmo considerando todas as adversidades presentes em economias emergentes, autores liberais e o FMI, indicam para estes a utilização de regimes cambiais de livre flutuação, com mercado de capitais abertos, permitindo a livre mobilidade de capitais (FERRARI FILHO, 2008). Contas de capital com livre mobilidade são consideradas favoráveis para o comércio multilateral, facilitando o financiamento do comércio e do investimento, elevando o nível de renda dos países (FISCHER, 1997). Entretanto, Kose *et al.* (2006) relata que existem muitas evidências sobre a necessidade de certas condições para o sucesso da abertura financeira, como qualidade institucional, integração comercial, política macroeconômicas estáveis e com credibilidade. Caso estas condições não sejam atendidas, existe o risco de crises financeiras causadas por paradas súbitas.

Mishkin (2005, p. 28), defensor das finanças globalizadas, ressalta que “The increased likelihood that countries will experience financial crises when they open up their financial markets to foreign capital explains why there is no clear cut relationship between financial globalization and economic growth.”¹⁵. O autor acredita que a falta de sucesso em alguns

¹⁵ Tradução nossa: “O aumento da probabilidade de que os países vão experimentar crises financeiras quando abrirem os seus mercados financeiros ao capital estrangeiro explica por que não há um corte claro na relação entre a globalização financeira e o crescimento econômico” (MISHKIN, 2005, p. 28).

processos de liberalização, como na Argentina, está relacionada com a má formulação da política econômica.

Portanto, a liberalização da conta capital, com plena conversibilidade, é relacionada – para este grupo de economistas – com efeitos positivos (diretos e indiretos) sobre o crescimento econômico, devendo-se atentar às pré-condições do processo necessárias para um processo de abertura estável e com resultados positivos.

3.2.2 A Crítica da Heterodoxia

Para economistas heterodoxos, os pressupostos neoclássicos não descrevem a realidade, sendo os seus modelos não eficientes para entendermos a economia. Como descrito por Ferrari Filho (1998, p. 2), “[...] entende-se que os modelos novos-clássicos e novos-keynesianos ajudam muito pouco para que se possa compreender a realidade econômica.”. Davidson (1982-83)¹⁶ apud Ferrari Filho (1998) considera que os pressupostos da teoria novo-clássica são incapazes de descrever o “*real world*”. Ferrari Filho (1998) avalia os pressupostos do *mainstream* da seguinte maneira: (1) as expectativas não partem de definições matemáticas, são resultado do *animal spirit* e da preferência pela liquidez (como melhor descrito no primeiro capítulo); (2) a oferta não determina a demanda, o destaque é dado para a demanda efetiva; (3) os mercados são imperfeitos, não existindo tendência para um equilíbrio geral e nem para permanecer nele; e (4) a moeda é capaz de afetar a economia no curto e no longo prazo.

Considerando a crítica pós-keynesiana aos pressupostos neoclássicos, as imperfeições de mercado tornam intangível a ideia de ponto de equilíbrio. Entre as imperfeições destacam-se a presença de mercados incompletos e assimetrias de informação. Como colocam Carvalho e Sicsú (2004, p. 172):

A menos que as expectativas sejam racionais (ou seja, se a hipótese de expectativas racionais for proposta como empiricamente válida, e não apenas como instrumento analítico), a incompletude dos mercados fatalmente levará a previsões incorretas de preços futuros e a decisões ineficientes.

Este problema pode ser percebido no mercado de câmbio, onde a assimetria de informações, ocasionada pela baixa fiscalização nesse mercado e falta de registro das

¹⁶DAVIDSON, Paul. Rational expectations: a fallacious foundation for studying crucial decision-making processes. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 5, n. 2, p. 182-198, 1982-83

operações, leva a decisões especulativas e favorecimento de *players* com maior informação (ROSSI, 2010).

É de grande conhecimento a impossibilidade de se utilizar um câmbio fixo aliado à liberdade de movimentos de capitais e a necessidade de controle sobre a política econômica¹⁷. Entretanto, atenta-se para uma incompatibilidade entre livre mobilidade de capitais e regimes de câmbio flutuante, principalmente para países em desenvolvimento (LAAN, 2007). A coexistência dessas duas políticas só seria possível em um cenário onde a moeda local poderia flutuar livremente sem causar impactos na economia real, não desordenando os preços vigentes (CARVALHO; SICSÚ, 2004). Entretanto, esse cenário baseia-se em hipóteses irrealistas, como a falta de formação de expectativas dos residentes conforme a taxa de câmbio.

Rossi (2010) observa que as estratégias de investimentos dos *players* do mercado de câmbio são em muitos casos “grafistas”, não considerando só avaliações estatísticas, mas também indicadores não ligados a fundamentos como a sequência Fibonacci¹⁸. Essa observação é um exemplo nítido de que os agentes econômicos não agem conforme expectativas racionais matemáticas. Essa característica somada à forte assimetria de informações presente no mercado tem impacto considerável nos fluxos de capitais internacionais, gerando relevantes problemas para os países, como por exemplo, desviando as trajetórias das taxas de câmbio dos fundamentos econômicos. Além disso, a alta concentração do volume de transações do *Foreign exchange market*¹⁹ (Forex) em alguns *players* – principalmente bancos internacionais – torna esse “[...] grupo *market makers* dos preços de mercado, ou seja, a competição entre eles define o *spread* entre as moedas e as estratégias dos mesmos têm impacto sobre as taxas de câmbio.” (ROSSI, 2010, p. 8). A alteração da taxa de câmbio quando resultado da mudança de carteira dos *market makers* afeta os níveis de preços e de juros, desorganizando o mercado e gerando problemas para a competitividade e o investimento das empresas (CUNHA; LAAN, 2012; LAAN, 2007).

Keynes (1980)²⁰ apud Prates e Cintra (2007) é um dos mais reconhecidos economistas que defendem os controles de capitais. Sua posição ficou clara quando ele defendeu na Conferência de Bretton Woods a adoção dos controles. Apesar de sua proposta ser derrotada,

¹⁷ Para maiores explicações sobre as diferentes combinações de tipo de câmbio e grau de liberdade dos capitais, recomenda-se a leitura de “O Trilema”, de Antonio Delfim Netto, em Valor Econômico (2011).

¹⁸ Sequência Fibonacci é uma progressão de números na qual o número seguinte é igual a soma dos dois números anteriores.

¹⁹ O volume total estimado de contratos transacionados chegou em abril de 2010 a US\$ 4 trilhões (KING E RIME, 2010).

²⁰ KEYNES, John Maynard. Activities 1940-1944: shaping the post-War World; the Clearing Union. In: MOGGRIDGE, Donald (Ed.). The Collected Writings of John Maynard Keynes. 25. ed. London: Macmillan, 1980.

a proposta vitoriosa incluiu uma autorização para o uso de controles em eventos de crises de balanço de pagamentos ocasionadas por fugas de capitais. Keynes acreditava que o controle de capitais deveria ser “[...] uma característica permanente da nova ordem econômica mundial.” (BELLUZZO, 2005, p. 226).

Para os economistas que seguem a teoria de Keynes, a incerteza faz parte do cenário econômico, pois os agentes econômicos possuem decisão livre, baseados em estados de confiança e em *animal spirits* (CARVALHO; SICSÚ, 2004). Do ponto de vista dos agentes econômicos privados, os quais são responsáveis pela decisão de investir, as flutuações na taxa de câmbio, mesmo as de baixa intensidade, podem causar desincentivo ao investimento, pois a falta de previsibilidade da economia torna o trabalho de projeção dos custos dos investimentos de difícil execução (CARVALHO; SICSÚ, 2004; LAAN, 2007). Logo, a volatilidade dos capitais é desfavorável aos investimentos. Stiglitz (2000) destaca que fluxos de capitais de curto prazo causam grandes impactos na economia.

Conforme dados do FMI apresentados no gráfico 1, há um forte crescimento do valor das reservas internacionais, ampliado principalmente no período da globalização financeira. Para Carneiro (2010), o aumento das reservas nas economias emergentes é uma “demanda precaucional” resultante da grande volatilidade que o Sistema Monetário Internacional apresenta. Os países de altas taxas de juros são os países com maior atratividade para as operações de *carry trade*. Entretanto, em momento de crise e busca por liquidez, estes são os que mais sofrem com a inversão dos fluxos de capitais (ROSSI, 2010, p. 34), sendo necessárias grandes reservas de moeda conversível para evitar efeitos mais negativos dos *sudden stops*. Como pode ser observado no gráfico 1, as reservas internacionais dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) aumentam 264% na comparação de 2010 com 2005, resultado da alta instabilidade presente no período pós-crise de 2008.

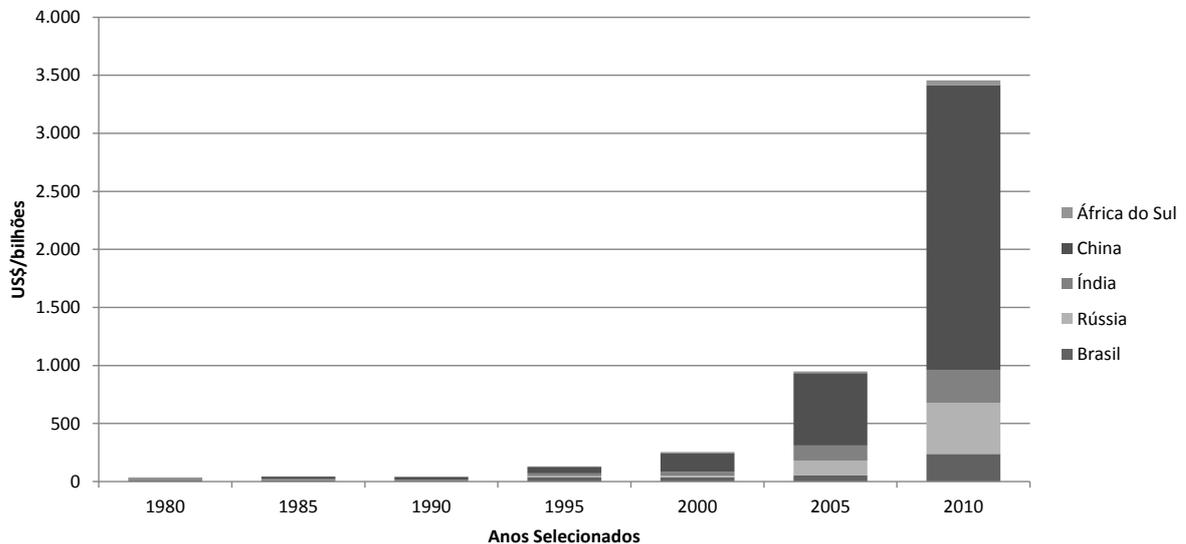
Ainda é importante observar que, os países que emitem moedas conversíveis possuem mercados financeiros e de câmbio profundos (CARNEIRO, 2010), enquanto países em desenvolvimento não apresentam profundidade nesses mercados. Logo, estes não possuem capacidade de alocar de forma eficiente, sem gerar bolhas, grandes fluxos de capitais especulativos, resultados da imperfeição, instabilidade e volatilidade²¹ dos mercados.

Completando o quadro de instabilidade internacional, Carneiro (2010) destaca que a perda de poder do dólar e o surgimento de moedas com poder local serão responsáveis por

²¹ Para uma análise detalhada sobre a volatilidade na conta financeira brasileira indica-se a leitura de “Volatilidade dos fluxos financeiros e fuga de capitais: uma análise exploratória da vulnerabilidade externa no Brasil” de Munhoz e Libânio (2009).

uma maior instabilidade no SMFI, que terá consequências sobre a volatilidade dos fluxos de capitais e a variação das taxas de câmbio e de juros.

Gráfico 1 – Reservas Internacionais (incluem ouro) em 1980 – 2010 (US\$/bilhões)



Fonte: World Development Indicators /Banco Mundial.

Existe um ponto de concordância entre defensores e críticos dos controles de capitais, ambos consideram que controles dão maior autonomia para os Estados exercerem suas políticas econômicas (CARVALHO; SICSÚ, 2004). Entretanto, os críticos acreditam que qualquer intervenção é prejudicial à economia, enquanto os defensores vão defender que esse ganho de autonomia é essencial, principalmente para países em processo de desenvolvimento.

Partindo das imperfeições presentes no mercado, que o distanciam da ideia de concorrência perfeita, Stiglitz (2000) acredita que a intervenção do Estado não deve ser considerada um mal para a economia, contrariando a ideia liberal estrita de que o privado é sempre preferível ao Estado.

A falta de políticas de controle de capitais no mercado de câmbio pode levar a uma apreciação nominal do câmbio ocasionada pela entrada excessiva de capitais, gerando uma menor competitividade internacional dos produtos domésticos e problemas em conta corrente (ROSSI, 2010).

Então, controles de capitais seriam instrumentos utilizados para dar maior autonomia às políticas econômicas nacionais, como manter taxas de juros diferentes da taxa de juros esperada para o cenário de livre movimentos de capitais. Enquanto autores favoráveis à liberalização internacional defendem a abertura das economias emergentes como forma de

aumentar os fluxos de capitais para estes países, Carneiro (2010) contrapõe argumentando que a “[...] globalização financeira é, na sua essência, um processo de diversificação de portfólios e, em escala mais reduzida, um mecanismo de transferência de capital em termos líquidos e, nesses termos, menos ainda um processo de transferência de capital de países ricos para os pobres.”. E logo mais o mesmo autor complementa seu argumento:

Os dois grandes exportadores líquidos de capitais são o Japão e o conjunto de países emergentes, com destaque para a China. Esse é o perfil que contraria a teoria tradicional da relevância da poupança externa para o financiamento do desenvolvimento pois o capital flui *uphill*, vale dizer, dos pobres para os ricos. (CARNEIRO, 2010, p. 18)

Logo, segundo Carneiro (2010), a proposta liberal que incentiva os países em desenvolvimento a abrirem suas economias a fim de atrair investimento para promover seu crescimento econômico é rejeitada, pois esse fluxo acontece de forma inversa ou não suficiente para promover o aumento da renda nacional.

Além da necessidade de autonomia da política econômica nacional, é destaque a ideia sobre a necessidade de um órgão coordenador internacional. “Mercados podem ser eficientes para coordenar comportamentos, mas para tanto devem estar apoiados em regras e instituições que promovam a coordenação e canalizem as expectativas [...]” (CARVALHO; SICSÚ, 2004, p. 173).

Juntamente com a imperfeição dos mercados, volatilidade dos capitais internacionais e necessidade de poder normativo na política monetária, deve-se considerar sobre a análise da liberalização da conta capital a hierarquia das moedas. Segundo a linha liberal, a plena liberalização da conta capital seria suficiente para tornar uma moeda conversível. Entretanto, conforme Carneiro (2010), esta seria apenas uma conversibilidade plena (*de jure*), não alcançando a conversibilidade efetiva, resultado da hierarquia do SMFI.

Dentro do SMFI a taxa de juros é responsável por mediar a hierarquia das moedas e a preferência por liquidez presente nos agentes econômicos (ROSSI, 2010). A baixa capacidade de reserva de valor das moedas não conversíveis tornam-as investimentos especulativos pertencentes ao segmento de *high yield*, caracterizado por alta volatilidade, sendo mais sensíveis aos ciclos de liquidez internacional (CARNEIRO, 2010). Logo, em períodos de crise, moedas pouco líquidas serão deixadas em busca de moedas mais líquidas (topo da pirâmide), causando forte saída de capitais nos países detentores das moedas mais frágeis (*sudden stops*).

A hierarquia das moedas do SMFI é responsável pela presença nos países periféricos do *original sin*²² (pecado original), “[...] definido como a incapacidade de um país endividar-se na sua própria moeda, no mercado internacional.” (CARNEIRO, 2008, p. 540). A falta de possibilidade de emitir dívida em âmbito internacional leva ao *currency mismatch*: “[...] desequilíbrio patrimonial, decorrente de estruturas ativas e passivas denominadas em moedas distintas, ocasionado por flutuações recorrentes das taxas de câmbio.” (CARNEIRO, 2008, p. 540). Portanto, a incapacidade das moedas periféricas reservarem valor no mercado internacional seria definida pela hierarquia, levando à impossibilidade de emitir dívida e assim, a problemas de descasamento da oferta e demanda por moeda, que são prevenidos através do aumento de reservas internacionais pelos Bancos Centrais.

Para os economistas que defendem a total conversibilidade da conta capital e financeira, os principais argumentos a favor da retirada de controles são, em linhas gerais, o aumento da eficiência econômica, redução da corrupção (sob a hipótese de que investidores e instituições estrangeiras seriam mais resistentes do que as locais) e maior estabilidade sistêmica (seja pela diversificação de fontes de recursos para os países, seja pela maior diversidade de opções oferecidas aos investidores). Entretanto:

[...] vozes desde dentro do *establishment* acadêmico e financeiro passaram a fazer eco às propostas não-convencionais. Economistas e financistas influentes no *mainstream* como James Tobin, Joseph Stiglitz, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, Jagdish Bhagwati, George Soros, para citar apenas alguns exemplos notórios, passaram a denunciar o caráter eminentemente ideológico da defesa da globalização financeira, na medida em que, tanto do ponto de vista de parcela não desprezível da literatura teórica, quanto, principalmente, das evidências dos estudos empíricos, não haveria uma ligação clara entre o processo em curso de crescente desregulamentação dos mercados financeiros e de integração financeira dos mercados emergentes e a cristalização de trajetórias estáveis e sustentáveis de crescimento, inclusão social e estabilidade macroeconômica (Rodrik e Subramanian, 2008). (CUNHA; LAAN, 2012, p. 5)

Para Rodrik (1998), não existe uma garantia que uma maior liberalização leva a um crescimento mais estável. Segundo este economista, a completa mobilidade aliada à flutuação livre do câmbio pode aumentar a vulnerabilidade a crises cambiais. Outros estudos realizados dentro do FMI, órgão com linha de pensamento liberal, não conseguiram demonstrar que a liberalização financeira gera desenvolvimento e estabilidade (CUNHA; LAAN, 2012). Segundo Edwards (2001), a falta de desenvolvimento financeiro pode ser a causa dos problemas enfrentados com uma maior liberalização nas economias emergentes. Cabe agora

²² A ideia do *original sin* é de autoria de Eichengreen e Hausmann (1999). Além deste, indicam-se os seguintes textos para um aprofundamento teórico: Eichengreen, Hausmann e Panizza (2002 e 2003).

observarmos o debate brasileiro sobre a conversibilidade externa do Real, passando antes por uma breve revisão sobre o processo de liberalização brasileiro.

3.3 O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA NO BRASIL

Esta seção está estruturada para apresentar, de forma breve, a história econômica da liberalização e inserção internacional brasileira nas últimas décadas. O objetivo não é ser exaustivo, nem entrar em regulações específicas²³, mas sim mostrar os padrões observados durante o processo. Marcado por um padrão de crescimento instável, ocasionado por crises financeiras e variações no saldo da conta corrente e no fluxo de capitais (GOLDFAJN; MINELLA, 2005), o Brasil passou por transformações da década de 1990, as quais foram responsáveis por “[...] um grande aumento no grau de conversibilidade do real, com gradual desaparecimento dos controles de capitais [...]” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 376). Entretanto:

This liberalization process occurred, however, without the necessary changes in the overall legislation. Each new liberalizing rule was inserted at the margin of the existing legislative framework resulting in a complex web of regulations. The present set of regulations comprises different types of rules (laws, decree-laws, resolutions, memos, etc.) established in different contexts and driven by diverse motivations.²⁴ (GOLDFAJN; MINELLA, 2005, p. 17)

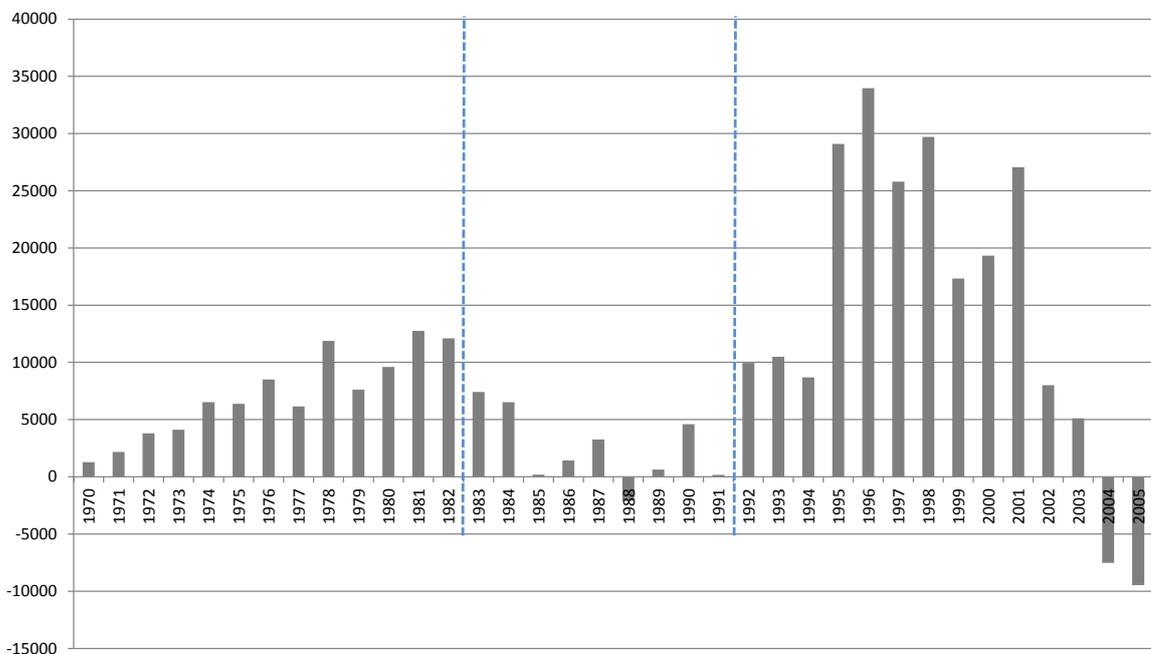
Goldfajn e Minella (2005) dividem a história econômica brasileira recente em três períodos distintos (gráfico 2) conforme os fluxos de capitais: (i) 1970-1982, fluxos de crédito e acumulação da dívida externa; (ii) 1983-1991, escassez de fluxos de capitais justificadas pela crise da dívida externa; e (iii) 1992-2005, abertura financeira e grandes oscilações dos fluxos de capitais. Podemos dizer que o último período continua até o momento, acentuando-se o fato de oscilações dos fluxos, mas com uma dúvida quanto à continuidade do processo de globalização financeira, diante das possíveis mudanças na estrutura econômica internacional pós-crise.

²³ Para uma descrição e avaliação completa sobre a legislação, indica-se a leitura de “Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned?” de Goldfajn e Minella, 2005.

²⁴ Tradução nossa: “Este processo de liberalização ocorreu, no entanto, sem as alterações necessárias na legislação. Cada nova regra liberalizante foi inserida na margem do quadro legislativo existente, resultando em uma complexa teia de regulamentações. O presente conjunto de regulações compreende diferentes tipos de regras (leis, decretos-leis, resoluções, memorandos, etc) estabelecidos em diferentes contextos e dirigidos por diversas motivações (GOLDFAJN; MINELLA, 2005, p. 17).

Cunha e Laan (2012) ressaltam o caráter cíclico dos fluxos de capitais privados para os países em desenvolvimento. Por exemplo, enquanto a década de 1980 é considerada um período de baixa no ciclo, os anos anteriores foram marcados por alta liquidez internacional causada pelos petrodólares e expectativa de bom desempenho macroeconômico nas economias emergentes. Nos anos 1990, os movimentos de abertura comercial e financeira, geraram um novo período de alta dos fluxos de capitais, e um consenso dos países desenvolvidos de que a liberalização era a política mais eficiente para incentivar o crescimento. Este consenso servia como base para os organismos multilaterais que incentivaram através de seu poder geopolítico a liberalização dos fluxos nas economias emergentes (FREITAS; PRATES, 2001). Entretanto, o período de euforia culmina na crise asiática, que levou a uma nova fase de baixa do ciclo, acompanhada por diversas crises nas economias emergentes e questionamentos sobre o sequenciamento ideal de abertura da conta capital (CUNHA; LAAN, 2012). Mesmo em períodos de estabilidade e expectativas positivas quanto ao desempenho econômico dos países em desenvolvimento, os fluxos de capital respondem às condições presentes nos países centrais (FREITAS; PRATES, 2001), logo, inversões podem não se basear nos fundamentos econômicos.

Gráfico 2 – Conta capital e financeira do Brasil em 1970 – 2013 (US\$/milhões)



Fonte: Depec – Banco Central do Brasil.

O quadro de leis sobre controles de capital remonta a 1930, ou seja, foi baseado nas condições econômicas internacionais da época, nas quais a mobilidade de capitais era baixa. Entretanto, algumas importantes regras já estavam presentes, como a definição de que a moeda nacional é a única com curso legal (GOLDFAJN; MINELLA, 2005). Partes relevantes sobre a legislação de fluxos foram introduzidas nos anos de 1960, durante a vigência do sistema de Bretton Woods. Como descrevem os autores, funcionando como instrumentos acessórios à política de substituição da importação, os controles deviam limitar a conversibilidade, pois a moeda estrangeira deveria ser usada apenas para as importações. O mercado de câmbio "paralelo" ganhou importância: “The exchange rate spread over the official exchange rate averaged 40% over the 1980s, peaking at 170% in May 1989.”²⁵ (GOLDFAJN; MINELLA, 2005, p. 18). Esse problema foi resolvido apenas em 1988, com a criação do “mercado de taxa de câmbio flutuante” e do “mercado de taxa de câmbio comercial ou livre”, terminando com o alto *spread* que sustentava o mercado paralelo.

A primeira etapa da liberalização brasileira na década de 1990 foi concentrada nos influxos de recursos estrangeiros, com destaque para criação de diversas modalidades de investimentos de portfólio (CUNHA; LAAN, 2012). Para os autores, o processo de liberalização atingiu seu pico nos anos de 1999 e 2000. Para Freitas e Prates (2001), o mercado financeiro encontrava-se neste momento totalmente aberto para influxos de capitais estrangeiros.

De 1993-1996, a grande liquidez internacional gerou forte entrada de capitais no país, sendo necessária a introdução de controles, pois os fluxos de capitais pressionaram a taxa de câmbio. As medidas restritivas perderam força a partir de 1997, com as crises internacionais e a crise cambial brasileira, segundo Goldfajn e Minella (2005, p. 25):

The Brazilian economy was affected by four external and two domestic crises in the last decade: i) Mexican (late 1994); ii) Asian (last quarter of 1997); iii) Russian (third quarter of 1998); iv) Brazilian exchange crisis (late 1998–early 1999); v) Argentinean (second half of 2001); and vi) Brazilian confidence crisis (last three quarters of 2002).²⁶

É importante observar que, o processo de liberalização financeira externa brasileiro foi uma mudança estrutural, com o intuito de recuperar os padrões de alto crescimento

²⁵ Tradução nossa: “O diferencial da taxa de câmbio sobre a taxa de câmbio oficial atingiu em média 40% ao longo da década de 1980, chegando a 170% em maio de 1989.” (GOLDFAJN; MINELLA, 2005, p. 18).

²⁶ Tradução nossa: “A economia brasileira foi afetada por quatro crises externas e duas crises internas na última década: i) mexicana (final de 1994); ii) Asiática (último trimestre de 1997); iii) Russa (terceiro trimestre de 1998); iv) crise cambial brasileira (final de 1998 e início de 1999); v) Argentina (segundo semestre de 2001); e vi) crise de confiança do Brasil (últimos três trimestres de 2002).” (GOLDFAJN; MINELLA, 2005, p. 25).

econômico. Entretanto, a política econômica liberal não atingiu os resultados esperados, sendo bem sucedida no controle da inflação, mas não capaz de mudar a trajetória de crescimento (CUNHA; LAAN, 2012). A abertura da conta capital não trouxe instituições privadas interessadas em prover capitais de longo prazo, persistindo essa grande lacuna financeira estrutural do Brasil (FREITAS; PRATES, 2001).

Analisando os impactos da liberalização brasileira sobre o mercado primário de ações, Freitas e Prates (2001) constatam que este mercado foi pouco estimulado pelo processo de abertura, permanecendo uma fonte não considerável de financiamento para as empresas brasileiras. Quanto aos impactos no setor bancário, a maior presença estrangeira no sistema financeiro nacional não alterou a dinâmica concorrencial do mercado, sem efeitos sobre a eficiência e solidez patrimonial.

Mais recentemente, os episódios da busca de recuperação da crise de 2008 têm causado forte instabilidade dos fluxos internacionais, com momentos intercalados de forte oferta monetária (americana e europeia) – e conseqüente alta na liquidez internacional – e momentos de aperto, com reversão dos fluxos dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos (PRATES; CUNHA, 2013).

Organizado, de forma breve, o histórico recente de liberalização na economia brasileira, a próxima seção reflete sobre os principais argumentos do debate brasileiro sobre conversibilidade.

3.4 GRAU DE CONVERSIBILIDADE DA MOEDA: O DEBATE BRASILEIRO

Em um debate voltado à economia brasileira, iniciado em 2003, Edmar Bacha e Pêrsio Arida – em trabalhos distintos – passam a defender a plena conversibilidade da conta capital como um ajuste necessário para impulsionar o crescimento e a estabilidade financeira do Brasil. Em seu trabalho, Arida (2003b, p. 151), descrevendo as vantagens da conversibilidade, destaca a necessidade de “[...] fazer do real uma moeda plenamente conversível para consolidar a estabilidade macroeconômica.” Segundo o autor, a passagem do câmbio controlado para o câmbio flutuante levou junto os mecanismos de controle cambial, onde a “[...] garantia de sua flutuação no futuro depende apenas da credibilidade da palavra do presidente do Banco Central.” (ARIDA, 2003b, p. 152). A demanda reprimida dos agentes nacionais por dólares seria compensada pela oferta reprimida de dólares, caso os mecanismos de controle fossem retirados.

Para Bacha (2003), o investimento é condicionado pelo financiamento externo, entretanto este está limitado pela capacidade de exportar e pelos altos prêmios de risco pagos pelo governo. Utilizar “[...] a conversibilidade seria uma forma de dar “exportabilidade” ao PIB como um todo, pois tornaria o dólar acessível mesmo às firmas voltadas para o mercado doméstico — e, nesse sentido, deveria aumentar o acesso do país ao financiamento internacional.” (2003, p. 149).

Conforme Arida (2003b, p. 153), o aumento dos controles eleva os riscos do credor em moeda estrangeira, e assim, “Cresce por conseguinte a taxa de juros em dólares requerida pelo credor e com ela as taxas de juros em reais.”. As altas taxas de juros praticadas no país são resultado, portanto, dos controles impostos pelo Banco Central sobre a conversibilidade.

A abertura econômica financeira (ou liberalização da conta capital) traz perda nos graus de liberdade para fixação da taxa de juros (GARCIA E DIDIER, 2003). A taxa doméstica de juros pode ser definida através da equação:

$$i = i^* + (f - s) + rp \quad (1)$$

Onde, i é a taxa de juros doméstica; i^* representa a taxa de juros externa; f como o valor futuro do dólar; s o valor atual do dólar; e rp é o risco país (GARCIA E DIDIER, 2003). Atenta-se, portanto, que segundo Arida (2003b), a conversibilidade seria capaz de reduzir a percepção de risco dos agentes, levando a uma queda do risco país²⁷ (rp) e consequente redução dos juros domésticos (i).

Segundo Garcia e Didier (2003, p. 257), “[...] o risco país é um reflexo da situação econômica e financeira de um país, refletindo também a estabilidade política e o desempenho histórico no cumprimento de suas obrigações financeiras.”, tendo uma correlação positiva entre o prêmio de risco e a taxa de depreciação esperada. Logo, a conversibilidade *de jure* da moeda não seria uma condição suficiente para baixar o risco país e consequentemente os juros, sendo necessária uma alteração da percepção dos agentes quanto à melhoria nos indicadores macroeconômicos. Pois “[...] o risco de convertibilidade vem caindo paulatinamente, tornando-se praticamente irrelevante, ou seja, o risco de convertibilidade é

²⁷“O diferencial da paridade coberta (DPC) das taxas de juros é comumente conhecido como risco país, pois afeta os rendimentos de todos os ativos financeiros emitidos em um determinado país.” (GARCIA E DIDIER, 2003, p. 256). Ou como define Arida: “A diferença entre a taxa de juros de longo prazo dos títulos da dívida soberana e dos títulos do governo norte-americano de mesma duração é que se denomina, no horrendo jargão do mercado financeiro, como risco país ou risco fronteira.”. (2003b, p. 153)

um risco latente que ganha força em momentos de crises agudas.” (GARCIA E DIDIER, 2003, p. 273).

Para Oreiro, Paula e Silva (2004), as observações de Arida (2003a, 2003b, 2004) não se apoiam na literatura internacional, não existindo uma relação direta entre o prêmio de risco e a conversibilidade, ou ainda, crescimento econômico e conversibilidade²⁸. Em um efeito inverso, a conversibilidade seria responsável por gerar excessiva volatilidade dos capitais de curto prazo, aumentando as possibilidades de crise.

A falta de literatura internacional sobre a relação conversibilidade e crescimento econômico se traduz nos exemplos levantados por Laan (2007, p. 23-24):

China e Japão, por exemplo, com políticas e experiências históricas distintas, registraram crescimento notável sem conversibilidade da conta capital. O próprio retorno dos países em transição da Europa Oriental à prosperidade teria sido também alcançado sem a conversibilidade da conta capital. [...] Muitos países emergentes que haviam removido restrições na conta capital – como México, Tailândia, Coreia, Rússia e Argentina – experimentaram severas crises financeiras, as quais acabaram levando a opinião pública mundial a questionar os benefícios de fluxos de capitais irrestritos nos mercados emergentes.

A mudança na conversibilidade não seria capaz de alterar nosso enquadramento de risco, permanecendo o Brasil no mercado de títulos de high yield. Carneiro (2008, p. 550) completa a crítica:

Há uma forte correlação entre a inconvertibilidade monetária e as classificações de risco, bem como com a presença expressiva desses países no segmento sem classificação de risco (*sub-investment graded*). Os investidores são atraídos para esse nicho de mercado por conta dos altos rendimentos como contrapartida dos riscos mais elevados. Uma prova contundente dessa característica dos mercados para países emergentes é a sua alta correlação com aqueles mercados de títulos corporativos de pior qualidade nos EUA, o assim chamado mercado de *junk bonds*. Toda esta argumentação põe em relevo um ponto omitido pela argumentação de Arida, Bacha e Lara-Rezende (2004), qual seja, o de que os mercados de títulos e empréstimos de longo prazo para emergentes, na jurisdição internacional, existem, mas têm, na sua maioria, caráter de alto risco.

Segundo Rossi (2010), o Real pode ser considerado uma moeda commodity²⁹, por ter seu período de alta rentabilidade do investimento associado ao crescimento da liquidez internacional. Estas moedas são caracterizadas por atraírem investidores internacionais que

²⁸ O capítulo 4 apresenta diversos modelos que avaliam a relação crescimento econômico e liberalização.

²⁹ Moeda Commodity é um conceito que deriva da alta correlação da variação da taxa de câmbio com o índice de commodity (JPMCCI) (ROSSI, 2010). Entretanto, a alta correlação não indica que o país seja um exportador relevante de commodities.

buscam posições longas, mas trocam de posição no mercado quando há mudanças nas expectativas, gerando forte perda de capitais para as economias abandonadas.

Apesar de defender a liberalização, Arida (2004) atenta para necessidade de uma implementação gradual observando-se a evolução de indicadores econômicos e institucionais. Segundo o autor, a sequência ideal envolveria: “[...] (i) abertura da conta corrente antes da abertura da conta de capital e (ii) liberalização dos fluxos de investimento direto antes da liberalização de empréstimos para instituições financeiras ou capitais de curto prazo.” (2004, p. 1). Além disso, a abertura da conta capital requer uma série de pré-condições, como câmbio flutuante e estabilidade fiscal. Para Goldfajn e Minella (2005), entre as pré-condições constam a independência do banco central, um longo histórico da responsabilidade fiscal e redução das ineficiências microeconômicas e incertezas contratuais. Sugere Bacha (2003) que as reformas fiscal, previdenciária e trabalhista seriam importantes para garantir a solvência do setor público e melhorar a imagem do país para os investidores, propiciando o ambiente necessário para introdução da conversibilidade plena.

É relevante observar a preocupação de Arida (2004), Bacha (2003) e Goldfajn e Minella (2005) com a importância das pré-condições para a liberalização gradual da economia. No entanto, existem evidências de que a liberalização financeira é relacionada, não importando a ordem da abertura, com crises financeiras mais fortes e frequentes. (CUNHA; LAAN, 2012)

Para Carneiro (2008), o fato da maior fragilidade econômica de alguns países é relevante na decisão de liberalizar a conta capital, pois um maior risco de preço e de crédito leva a moeda para a base da hierarquia internacional, tornando-a não utilizada nas transações internacionais.

Conforme Arida (2004), regimes de câmbio flutuante abertos a definições e critérios administrativos podem apresentar paradas súbitas, pois os mecanismos de mercado que levam ao equilíbrio seriam antecipados pelo uso de controles de câmbio. O mercado cambial brasileiro é um bom exemplo, onde a sobreposição de leis apresenta difícil entendimento e elevados custos de transação (GOLDFAJN; MINELLA, 2005). Arida (2004) admite a presença de processos especulativos nos mercados de câmbio mesmo em economias com boa gestão macroeconômica.

Arida (2003b) cita outras vantagens da plena conversibilidade, onde se destacam a diminuição do risco de moratória e a redução dos custos de transação. Para Carneiro (2010), os custos de transação estão em processo de redução, entretanto isto é causado pela

diversificação de portfólio apenas entre as moedas de maior peso internacional, sendo excluídas deste processo as moedas com maior risco, que se encontram na base da pirâmide.

Conforme Arida (2003a), a conversibilidade levaria a uma necessidade menor de reservas internacionais. Entretanto, o efeito seria o inverso, para suportar as operações de compra e venda a fim de estabilizar a taxa de câmbio, o Banco Central precisaria aumentar as reservas, e não diminuí-las. (OREIRO; PAULA; SILVA, 2004). Isso seria causado por um descasamento entre a oferta e a demanda por moeda (*currency mismatch*), levando o Banco Central a aumentar suas reservas e, assim, aumentando o custo fiscal através da elevação da dívida ou aumento do superávit fiscal. (BELLUZZO; CARNEIRO, 2004)

Destaca-se ainda que mesmo que os argumentos apresentados a favor de controles de capitais estejam errados, a falta de profundidade dos mercados financeiros não suportaria a entrada de capitais, gerando bolhas especulativas. Além disso, a entrada de capitais valoriza o câmbio, gerando grandes problemas para a exportação e facilitando as importações, deteriorando a balança de transações (BELLUZZO; CARNEIRO, 2004).

A falta de profundidade dos mercados de capitais é uma característica comum em países em desenvolvimento, como o Brasil (OREIRO; PAULA; SILVA, 2004). Para os autores, a política deveria seguir um controle seletivo de capitais, sendo possível uma maior autonomia da política monetária, um maior equilíbrio do saldo em transações correntes e uma menor volatilidade no mercado de câmbio.

Conforme Ferrari Filho (2008), o desenvolvimento econômico buscado nos países em desenvolvimento necessita de uma política fiscal e monetária mais autônoma, levando economistas heterodoxos a defender o controle de capitais e a flutuação controlada do câmbio.

Beluzzo e Carneiro (2004) após criticarem fortemente o trabalho de Pêrsio Arida declaram que:

Após mais de uma década de liberalização, o país ainda continua com uma péssima classificação de risco (*subinvestment graded*). Assim, a crítica à proposta da conversibilidade sugere inclusive que se tome uma direção contrária e se limite o grau de conversibilidade da moeda nacional, tanto por razões estruturais - *inconvertibilidade de fato* - quanto por motivos conjunturais, como excesso de endividamento externo e interno e escassez de divisas. (p. 222)

Para estes autores, o que permitiria um melhor desempenho econômico seria o aumento dos controles na entrada e saída de capitais especulativos, os quais permitiriam a

queda da taxa de juros (com o conseqüente aumento da taxa de investimento), uma taxa de câmbio compatível (desvalorizada) e saldos mais consistentes na balança de pagamentos.

3.5 MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS

Destacada a instabilidade do SMFI, as conseqüências de sua hierarquia e criticada a possibilidade de aumento do grau de conversibilidade do Real, as propostas de política econômica levam a um cenário de intervenção voltado à geração de estabilidade e crescimento macroeconômico. Portanto, cabe uma atenção final sobre as possíveis estratégias para alcançar estes objetivos. Segundo Cunha e Laan (2012, p. 2):

A globalização das finanças em um ambiente de desregulamentação e, por conta disto, de elevada instabilidade, tem feito com que, desde a crise asiática, várias economias periféricas tenham buscado alternativas de mitigação de risco em estratégias macroeconômicas aqui denominadas de defensivas e/ou na criação ou fortalecimento de arranjos financeiros regionais.

Essas têm sido denominadas de medidas macroprudenciais e seu objetivo é proteger a economia de riscos sistêmicos, conservando a estabilidade do sistema monetário e financeiro nacional (FMI, 2011³⁰ apud FMI, 2013). Apesar de reconhecer que existe um trabalho conjunto e quase inseparável na prática, para o FMI (2013), as medidas macroprudenciais não incluem controles de capitais, pois estes seriam parte da política monetária das economias. Entretanto, os tópicos que abordaremos consideram controles como parte importante das medidas macroprudenciais, que têm o objetivo fim manter a estabilidade macroeconômica.

Segundo Prates e Cunha (2013, p. 71-72):

A literatura econômica de inspiração keynesiana, há muito, sugere que os bancos centrais devem atuar preventivamente na gestão dos fluxos de capitais, particularmente, no ambiente de globalização financeira e no caso dos países emergentes, que não emitem divisas conversíveis.

Nos períodos de maior liberalização econômica, as regulações prudenciais focaram-se nas instituições financeiras (PRATES; CUNHA, 2013), baseadas nos Acordos da Basiléia. Embora medidas microprudenciais sejam relevantes, demonstra-se a necessidade mútua de atuação de forma a garantir a preservação de toda a economia, através do acompanhamento de indicadores selecionados e da utilização de instrumentos estabilizadores.

³⁰ INTERNATIONAL MONETARY FUND. Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF Policy Paper. Washington, 2011.

Entre as recomendações de indicadores utilizados para avaliar a estabilidade, segundo o FMI (2013), estão: ritmo de crescimento do crédito, proporção crédito/PIB, preços de ativos complementares, alavancagem, serviço da dívida, riscos cambiais, testes de estresse das instituições e desequilíbrios externos.

O FMI (2013, p. 57) divide os instrumentos macroprudenciais conforme seus objetivos, sendo “[...] (1) countercyclical capital buffers and provisions; (2) tools that target exposures to particular sectors, such as limits on loan-to-value and debt-to income ratios; and (3) liquidity tools, such as liquidity and reserve requirements, to contain funding risks from rapid increases in credit.”³¹. No entanto, a decisão sobre a melhor forma de atuação não é um consenso, pois não existe um único instrumento capaz de solucionar todos os problemas.

A solução deve considerar questões estruturais de cada país, como o tipo de câmbio, o nível de reservas internacionais, a estrutura fiscal e as medidas microprudenciais existentes (CUNHA; LAAN, 2012). Segundo os autores, “[...] o nível de controles constitui variável endógena, determinado pela escassez ou abundância de moeda conversível.” (2012, p. 19). Além disso, as medidas escolhidas devem ser dinâmicas, a ponto de se ajustarem conforme a liquidez internacional e a percepção de risco sobre possível instabilidade geral da economia (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2004). Logo, a política econômica macroprudencial deve observar a estabilidade financeira do SMFI para ponderar o grau de conversibilidade da conta capital (PRATES; CUNHA, 2013). O dinamismo deve também responder com melhorias que saibam reconhecer inovações financeiras que buscam fugir dos controles prudenciais (BABA; KOKENYNE; HABERMEIER, 2011).

Além dos fluxos de capitais, outra variável que deve ser focada pelas medidas macroprudenciais é o crescimento do crédito (BABA; KOKENYNE; HABERMEIER, 2011). Recentemente, altos níveis de crédito estiveram interligados com a criação de bolhas e consequentes crises financeiras, como no caso do setor imobiliário americano.

Quanto à estrutura voltada ao acompanhamento dos indicadores e a tomada de decisão sobre as melhores medidas, o FMI (2013) ressalta a importância da criação de uma estrutura institucional nacional, capaz de gerenciar as medidas macroprudenciais conforme os indicadores sugeridos, e o aprimoramento da coordenação internacional com o intuito de evitar os riscos sistêmicos. Segundo Epstein, Grabel e Jomo (2004), os formuladores de política econômica gerenciam os fluxos com a intenção de gerar estabilidade financeira,

³¹ Tradução nossa: “(1) reservas de capital e provisões anticíclicas; (2) ferramentas que visam a exposição a sectores específicos, tais como limites no valor dos empréstimos e nas taxas da relação dívida/rendimento; e (3) ferramentas de liquidez, tais como os requisitos de liquidez e de reserva, para conter os riscos de financiamento a partir de um rápido aumento do crédito.” (FMI, 2013, p. 57).

aumento da autonomia, melhora da democracia e promover investimentos de longo prazo. Além disso, Prates e Cunha (2013, p. 73) destacam que:

Sua gestão precisa ser pragmática, pois envolve um processo de aprendizagem e interação: de um lado, os investidores buscam criar artifícios para burlar as restrições impostas; de outro, os reguladores precisam estar atentos a tais movimentos e à evolução das condições de risco e liquidez dos distintos segmentos dos mercados [...].

A presença de bons fundamentos econômicos aumenta o sucesso das medidas macroprudenciais, pois reduz o estresse sobre o sistema preventivo. Ao mesmo tempo, a utilização das medidas corretas com um gerenciamento dinâmico e atento deve gerar melhoras nos fundamentos ((EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2004). Além disso, segundo os autores, a ligação das medidas com os objetivos econômicos de longo prazo é fundamental para um melhor resultado.

A literatura aponta que a utilização de controles de capitais pode ocasionar custos, entre os principais levantados por Kose *et al.* (2006) estão: (1) redução da disciplina de mercado, (2) distorções no comportamento das empresas, (3) despesas administrativas e (4) redução dos fluxos de capitais. Entretanto, a literatura empírica não oferece resultados conclusivos. Acredita-se que a utilização de medidas macroprudenciais (incluindo controles de capitais) geridos de forma eficiente geram benefícios econômicos que superam os custos descritos.

No Brasil destaca-se como medida macroprudencial o uso do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o qual tem o objetivo de mudar o tempo de permanência dos capitais e, assim, reduzir a volatilidade dos fluxos. (CUNHA; LAAN, 2012). Existe o reconhecimento que muitos dos países que enfrentaram menor turbulência no período pós-crisis financeiras nos anos de 1990 foram os responsáveis por adotarem controles de capitais, como China, Chile, Malásia e Índia (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2004).

Logo, conclui-se que dentro de um cenário de instabilidade internacional, é indicado – principalmente para economias em desenvolvimento – o uso de uma política macroprudencial, geridos em conjunto com a política econômica de longo prazo, buscando reduzir os riscos inerentes ao SMFI.

3.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após a crise internacional de 2007/2008, o debate econômico recebeu novos argumentos e evidências, os quais apontam para a necessidade de maior atenção sobre o processo de liberalização financeira. Além disso, a abertura da conta capital em países em desenvolvimento merece atenção especial, pois envolve fragilidades estruturais relevantes para a escolha de política econômica. Conforme apontado, indica-se a utilização de um intervencionismo baseado em medidas macroprudenciais, com atenção na gestão dos indicadores e das formas de atuação. Atenta-se ao fato de que:

[...] o sistema também carece de instrumentos e instituições que provejam a segurança coletiva e protejam os países, sobretudo os emergentes, dos choques adversos – de termos de troca ou de sudden stops – obrigando-os a fazer políticas pró-cíclicas de ajuste. Esse é o fator responsável pela exacerbação da demanda precaucional de reservas e que, conjuntamente com os desequilíbrios recorrentes de conta corrente, explicam a grande expansão das mesmas durante a globalização, particularmente nos anos 2000 [...]. (CARNEIRO, 2010, p. 7)

Na mesma linha, Rossi (2010, p. 65) argumenta que “No plano ideal, seria interessante uma reforma do sistema financeiro internacional que limitasse o poder de fogo desse mercado.”. Cunha e Laan (2012) destacam também a necessidade de uma alteração na atual estrutura do SMFI, passando por medidas como a regulamentação dos fundos de *hedge*, dos paraísos fiscais e a introdução de mecanismos para reduzir a volatilidade dos capitais, como o Tobin Tax. Entretanto, os autores não visualizam fortes sinais de alguma mudança relevante.

De Conti (2011), destaca a crescente vontade da redução na utilização da moeda-chave ou a substituição desta por uma moeda supranacional, observada nos discursos de importantes autoridades político econômicas, como Nicolas Sarkozy (presidente da França na época), Guido Mantega (Ministro da Fazenda do Brasil) e Zhou Xiaochuan (presidente do Banco Central chinês).

Com a crescente insatisfação da posição tomada pelas principais instituições internacionais, como FMI e o Banco Mundial, as quais são fortemente influenciadas pelo pensamento econômico vigente nos países desenvolvidos, as economias emergentes – com destaque para os BRICS – consideram a possibilidade da criação de instituições internacionais que tenham foco em seu desenvolvimento conjunto, considerando as diferenças existentes entre suas economias e as de países desenvolvidos.

No capítulo que segue, busca-se encontrar os principais fatores responsáveis pela hierarquia do SMFI, tentando explicar as causas da inconversibilidade do real através de uma análise causal de diversas moedas e demonstrar – segundo modelos empíricos – a falta de relação única entre crescimento e conversibilidade.

4 CONVERSIBILIDADE: CONSEQUÊNCIAS E CAUSAS

4.1 INTRODUÇÃO

Concluído o debate teórico sobre conversibilidade, tanto no âmbito de argumentos gerais, quanto no âmbito de argumentos específicos para a economia brasileira, e evidenciado o caráter hierarquizado do SMFI, interessa agora estabelecermos através das principais evidências as consequências e causas de graus diferenciados de conversibilidade da conta capital.

Para atingir seu objetivo, o capítulo está dividido em 3 seções além desta. Na primeira delas, busca-se encontrar na literatura as respostas sobre a relação conversibilidade (liberalização) e crescimento econômico. Para tanto, são analisados diversos modelos econométricos. A terceira seção do capítulo busca esclarecer aquele que é o principal objetivo deste trabalho: quais os motivos da inconvertibilidade do Real. De forma diferente da seção anterior, opta-se nesse momento por uma análise causal, pois entende-se a complexidade envolvida. A última seção apresenta as considerações finais.

4.2 CONSEQUÊNCIAS DA CONVERSIBILIDADE: AVALIAÇÕES EMPÍRICAS

Entre os economistas que se voltaram a estudar a conversibilidade da conta capital e suas consequências, existe um grande esforço para verificar a relação entre liberalização financeira e crescimento. A literatura na área abrange diversos testes econométricos, sendo diferentes metodologias utilizadas, o que justifica parte da divergência dos resultados encontrados (CUNHA; LAAN, 2012). As diferenças não estão apenas no modelo econométrico (*cross-section*³², séries temporais, dados de painel), mas também em outros pontos relevantes que destacaremos a seguir.

Entre os trabalhos desenvolvidos existem diversos períodos de análise, gerando um problema para a comparação dos resultados, conforme destacam Cunha e Laan (2012, p. 26):

A escolha do período amostral parece, então, ser relevante e influenciar as análises empíricas. Enquanto a cobertura amostral de Quinn começa em 1960, captando o impacto positivo dos chamados ‘anos dourados’ de crescimento do pós-II Guerra, aliada ao predomínio de países desenvolvidos, a amostra de Rodrik (1998) chega a

³² Entende-se que os modelos *cross-country* não são indicados para analisar a relação liberalização financeira e crescimento, pois os resultados da maior abertura da conta capital não são nítidos no curto prazo (KOSE et al., 2006).

resultados diametralmente opostos com dados a partir de 1975. Ou seja, apenas na era pós-Bretton Woods.

Outro ponto de diferença entre os testes econométricos está na amostra dos países selecionados. Enquanto alguns trabalhos selecionam apenas países desenvolvidos, outros escolheram países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), ou em desenvolvimento, ou um grupo mais abrangente sem um corte definido.

Entretanto, a diferença no indicador utilizado para mensurar o grau de liberalização das economias é o ponto que merece maior atenção. Carvalho e Sicsú (2004) alertam sobre a dificuldade no uso de testes estatísticos para análise do desempenho dos controles de capitais que reside na falta de um indicador fortemente reconhecido para calcular o grau de controle de uma determinada economia. Para Obstfeld e Taylor (2004, p.28)³³ apud Laan, Cunha e Alves (2011), a ideia de mensurar a liberalização financeira é muito mais um objetivo do pesquisador do que uma realidade.

A maioria dos trabalhos utiliza para formar um indicador de liberalização a presença de controles conforme as onze categorias³⁴ apresentadas no relatório do FMI – Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER). No entanto, a lista existente não diz sobre o real uso, a eficiência e a hierarquia entre eles, e inclui apenas os controles listados, descrevendo pouco sobre a qualidade do controle (CARVALHO; SICSÚ, 2004; LAAN; CUNHA; ALVES, 2011).

Quinn (1997) tentou criar uma variável que fosse afetada pela intensidade de aplicação dos controles, não sendo apenas um indicador da presença ou não de controles. Para tanto ele criou uma escala que indica a intensidade do controle. O problema da variável de Quinn (1997) é o grau de subjetividade envolvido (CARVALHO; SICSÚ, 2004).

Outra alternativa verificada foi utilizar os fluxos de capital efetivos como proxy dos controles. Essa opção é pouco aceita, pois entende-se que os fluxos não são capazes de medir o grau de controle. O melhor exemplo para este caso é a China, a qual apesar de intenso uso de controles apresenta um grande fluxo de capitais externos. (CARVALHO; SICSÚ, 2004). Segundo Laan, Cunha e Alves (2011), a utilização do fluxo de capital efetivo não é um bom indicador, pois o aumento das entradas ou saídas de capital não resultam apenas da mudança

³³ OBSTFELD, Maurice; TAYLOR, Alan. *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

³⁴ Categorias de transferência de capital utilizadas no AREAER (FMI, 2013): *Capital market securities, Money market instruments, Collective investment securities, Derivatives and other instruments, Commercial credits, Financial credits, Guarantees, sureties, and financial backup facilities, Direct investment, Liquidation of direct investment, Real estate transactions e Personal capital transactions*.

nos controles. Seria assim, este um indicador de integração financeira e não de abertura financeira.

É importante observar-se que liberalização financeira não tem o mesmo significado de integração financeira. Voltando ao exemplo, a China apresenta grande integração financeira, entretanto sua liberalização financeira é baixa. Laan, Cunha e Alves (2011, p. 4-5) esclarecem este ponto:

That's the difference between financial openness and financial integration: while the first terms refers to variations on the regulatory norms of capital flows, the last refers to the capital flows properly considered, even if they may end being used to make reference to the more general process of external financial liberalization, which involves these both dimensions, legal and real.³⁵

Outro indicador de liberalização utilizado na literatura sobre conversibilidade emprega os índices de preço dos países como indicadores de integração externa. Existe uma hipótese frágil envolvida, na qual os preços seriam determinados pelos mesmos fatores e teriam a mesma importância em diferentes economias. Entretanto, a convergência de preços não seria um bom indicador de integração financeira, pois “[...] it's the divergence on price, as supposed for arbitrage and capital mobility among international financial markets, the natural condition that characterizes the global financial architecture.”³⁶ (LAAN; CUNHA; ALVES, 2011, p. 5).

Cardoso e Goldfajn (1997) utilizaram a proposta de dar pesos para a legislação do país conforme seu objetivo (liberalizante, neutro, restritivo) em uma escala que vai de 1 a -1, respectivamente. Partindo desta referência Laan, Cunha e Alves (2011) propõe a utilização de uma escala semelhante, que vai de 2 a -2, mas com múltiplos de 0,25. Como a proposta de Cardoso e Goldfajn (1997) necessitava de uma longa análise da legislação do país, os autores indicam a composição do seu indicador através da leitura dos relatórios do FMI, buscando entender cada alteração na legislação e ponderar seu impacto mais ou menos liberalizante. Além deste indicador capaz de medir a liberalização financeira (“*de jure* index”), os autores destacam a necessidade de se mensurar a integração financeira. Para isto eles utilizam os fluxos financeiros reais do período, criando um “*de facto* index”.

³⁵ Tradução nossa: “Essa é a diferença entre a abertura financeira e integração financeira: enquanto o primeiro termo refere-se a variações nas normas reguladoras de fluxos de capital, o último refere-se aos fluxos de capital considerados, mesmo se eles podem acabar sendo usados para fazer referência ao processo mais geral da liberalização financeira externa, que envolve ambas dimensões, legais e reais.” (LAAN; CUNHA; ALVES, 2011, p. 4-5).

³⁶ Tradução nossa: “é a divergência no preço, como suposto para a arbitragem e mobilidade do capital entre os mercados financeiros internacionais, a condição natural que caracteriza a arquitetura financeira global.” (LAAN; CUNHA; ALVES, 2011, p. 5).

Por último, cabe atentar para o fato de que os testes econométricos buscam verificar uma relação entre a presença de controles (ou liberalização financeira) e crescimento econômico, entretanto, os controles de capitais não são estabelecidos com objetivos tão amplos quanto o aumento da renda, e sim para regular fluxos de entrada ou saída de capital (CARVALHO; SICSÚ, 2004). Da mesma forma, a liberalização financeira é capaz de gerar uma série de ganhos colaterais, que podem ou não traduzir-se em crescimento econômico (CUNHA; LAAN, 2012).

Buscando demonstrar a heterogeneidade de resultados da literatura, seguem dois trabalhos clássicos neste campo de estudo. Um dos mais reconhecidos trabalhos sobre os efeitos da liberalização sobre o crescimento foi escrito por Rodrik (1998), segundo o autor, não existem evidências de que países com completa liberalização da conta capital apresentem maiores taxas de crescimento, nem que tenham maiores níveis de investimento ou menor inflação. No entanto, para Quinn (1997), existe uma relação robusta entre liberalização da conta capital e crescimento econômico, sendo este trabalho reconhecido como o primeiro a demonstrar a existência de relação.

Como o objetivo desta seção não é estender-se na apresentação de cada modelo, mas apenas esclarecer os resultados empíricos encontrados, constitui-se a partir dos trabalhos de Prasad *et al.* (2003) e Cunha e Laan (2012), um quadro resumo (quadro 11), onde encontram-se descritos os principais esforços na literatura que buscam entender a relação entre liberalização financeira e crescimento econômico.

Dos vinte e oito trabalhos listados, treze concluem que não existe uma relação positiva entre liberalização da conta capital e crescimento econômico. Outros dez trabalhos apresentam resultados mistos sobre uma possível relação entre as variáveis, e apenas cinco modelos econométricos demonstram uma relação positiva mais robusta.

Para Prasad *et al.* (2003), globalização financeira é uma característica dos países desenvolvidos, sendo o exemplo da China e da Índia importante para demonstrar que liberalização da conta capital não é uma condição necessária para altas taxas de crescimento. Os autores acrescentam, acompanhando os dados apresentados no quadro 11, que “[...] the majority of the papers tend to find no effect or a mixed effect for developing countries. This suggests that, if financial integration has a positive effect on growth, it is probably not strong

or robust.”³⁷ (PRASAD *et al.*, 2003, p. 31). Logo, a literatura empírica não consegue provar a relação entre conversibilidade e crescimento econômico (LAAN; CUNHA; ALVES, 2011).

Quadro 11 – Resumo das Principais Pesquisas dos anos 1994 - 2012 sobre a relação entre Integração Financeira e Crescimento Econômico

Autores do Estudo	Data do Estudo	Nº de Países	Período amostral	Efeito da liberalização no Crescimento (1)
Alesina, Grilli e Milesi-Ferretti	1994	20	1950-89	Sem efeito
Grilli e Milesi-Ferretti	1995	61	1966-89	Sem efeito
Levine e Zervos	1996	47	1976-93	Sem efeito
Quinn	1997	58	1975-89	Positivo
Kraay	1998	117	1985-97	Sem efeito / Diversos
Rodrik	1998	95	1975-89	Sem efeito
Klein e Olivei	2000	Mais de 92	1986-95	Positivo
Chanda	2001	116	1976-95	Diversos
Arteta, Eichengreen e Wyplosz	2001	51 - 59	1973-92	Diversos
Bekaert, Harvey e Lundblad	2001	30	1981-97	Positivo
Edwards	2001	62	1980-89	Sem efeito para países pobres
O'Donnell	2001	94	1971-94	Sem efeito / Diversos
Reisen e Soto	2001	44	1986-97	Diversos
Eichengreen	2001	-	-	Sem efeitos
Edison, Klein, Ricci, e Slok	2002	Mais de 89	1973-95	Diversos
Edison, Levine, Ricci e Slok	2002	57	1980-2000	Sem efeito
Eichengreen e Leblang	2003	21	1980-97	Sem efeito
Prasad, Rogoff, Wei e Kose	2003	12	1982-97	Sem efeito
Edison, Klein, Ricci e Slok	2004	73	1976-95	Efeitos não claros
Bekaert, Harvey e Lundblad	2005	95	1980-97	Positivo
Klein	2005	71	1976-95	Positivo p/ países com boas instituições
Carkovic e Levine	2005	72	1960-95	Sem efeito
Oreiro, Silva, Ono e de Paula	2005	74	1985-99	Sem efeito
Goldfajn e Minella	2005	Brasil	1995-2004	Positivo
Prasad, Rogoff, Wei e Kose	2006	-	-	Efeitos indiretos
Laan, Cunha e Alves	2011	11	1990-2004	Sem efeito
Klein	2012	44	1995-2010	Sem efeito
Cunha e Laan	2012	Brasil	1995-2011	Sem efeito

Fonte: Elaboração própria. Prasad *et al.* (2003) e Cunha e Laan (2012).

(1) Apesar de não estar descrito no trabalho de Prasad *et al.* (2003), os efeitos “Diversos” são referentes a resultados diferentes conforme o grupo de países selecionados, por exemplo, efeitos positivos para países desenvolvidos e ausência de efeitos para países em desenvolvimento.

³⁷ Tradução nossa: “a maioria dos artigos tendem a encontrar nenhum efeito ou um efeito misto para países em desenvolvimento. Isso sugere que, se a integração financeira tem um efeito positivo sobre o crescimento, ele provavelmente não é forte ou robusto.” (PRASAD *et al.*, 2003, p. 31).

4.3 CAUSAS DA CONVERTIBILIDADE DO REAL: UMA ANÁLISE CAUSAL

4.3.1 Objetivos e Metodologia

As possíveis respostas sobre as causas da inconvertibilidade efetiva do Real são verificadas nesta seção através de uma análise causal, buscando comparar a moeda nacional brasileira frente a outras moedas, convertíveis ou não. De forma semelhante a ideia dos modelos “*pull and push*”, os quais eram utilizados para explicar o que determinava os fluxos de capitais para as economias emergentes (CUNHA; LAAN, 2012), o objetivo desta seção é determinar quais fatores levam à incapacidade do real exercer suas funções no âmbito internacional.

Carneiro (2008) analisa a inconvertibilidade monetária brasileira como causada não apenas por fatores internos, mas também por questões externas à economia (efeito *push*). O foco da sua explicação está na hierarquia internacional das moedas, na qual o dólar ocupa o topo, fundado na superioridade político-militar e econômica dos EUA. No entanto, o autor não deixa de reconhecer a importância de fatores internos (*pull factors*), pois a falta de estabilidade macroeconômica afeta o valor interno da moeda, que causa perda de credibilidade e consequente perda de valor externo. Para Rossi (2008), a hierarquia da moeda é definida conforme a escolha dos agentes segundo as diferentes qualidades das moedas. A análise que é apresentada a seguir, busca entender fatores internos da economia brasileira, mas também verificar os possíveis determinantes externos.

Os indicadores utilizados seguem o trabalho de De Conti (2011), acrescentando algumas propostas, e envolvem tanto variáveis quantitativas econômicas, quanto qualitativas dos países selecionados. O método de escolha das moedas a serem analisadas, juntamente com o Real, foi a seleção das 9 moedas com maior participação no turnover nos mercados cambiais globais, conforme a tabela 4. Apesar de serem as principais moedas transacionadas, algumas destas não são efetivamente convertíveis no mercado internacional, assim como o Real.

Nas seguintes tabelas, as moedas serão sempre apresentadas conforme a ordem decrescente das moedas mais utilizadas, seguidas pelo Real, facilitando a visualização. Antes de ser iniciada a análise, faz-se necessário apresentarmos de forma breve as moedas escolhidas e seus países emissores. No quadro 12 constam as moedas selecionadas, os países emissores, o tipo de câmbio, o tipo de política monetária e o seu posicionamento dentro da hierarquia internacional de moedas. Podem ser verificados três posicionamentos distintos

dentro da hierarquia: (i) moeda-chave do SMFI, o dólar é a moeda que melhor exerce suas funções no âmbito internacional e a única capaz de exercer uma política monetária unilateral; (ii) moedas conversíveis, com destaque para o Euro, o qual vem aumentando suas funcionalidades rapidamente e já se destaca como a segunda moeda mais relevante; (iii) moedas inconversíveis, entre as quais consta o Real. Segundo as evidências do capítulo 2 e conforme apontamentos presentes nos textos de Cohen (2003, 2011, 2013), as moedas a serem analisadas foram classificadas dentro dos três possíveis posicionamentos considerados.

Quadro 12 – Política monetária, tipo de câmbio e controles das moedas selecionadas em 2013

Moeda	Hierarquia	País	Política Monetária (1)	Tipo Câmbio (1) (2)
USD	Moeda-chave	EUA	Outros	Livre flutuação
EUR	Conversível	Área do Euro	Metas de inflação	Diversos
JPY	Conversível	Japão	Metas de inflação	Livre flutuação
GBP	Conversível	Reino Unido	Metas de inflação	Livre flutuação
AUD	Conversível	Austrália	Metas de inflação	Livre flutuação
CHF	Conversível	Suíça	Outros	Outros arranjos
CAD	Conversível	Canadá	Metas de inflação	Livre flutuação
MXN	Inconversível	México	Metas de inflação	Flutuação
CNY	Inconversível	China	Meta monetária agregada	Flutuação suja
BRL	Inconversível	Brasil	Metas de inflação	Flutuação

Fonte: Elaboração própria. FMI (2013) e Cohen (2003, 2011, 2013).

(1) Declarado pelos membros. (2) O relatório do FMI (2013) utiliza uma classificação com 10 tipos de câmbio.

4.3.2 Causalidades

Um dos principais fatores que possibilita uma moeda torna-se efetivamente conversível em âmbito internacional é o tamanho da economia do país emissor da moeda. Como descrito no primeiro capítulo deste trabalho, a hegemonia econômica internacional possui a capacidade de impor sua moeda nas relações comerciais. Acrescenta-se a isso uma espécie de ganho de escala presente no uso da moeda (CARNEIRO, 2008). Krugman (1991)³⁸ apud De Conti (2011) realiza uma analogia com o mercado doméstico, onde apenas uma moeda é utilizada em larga escala, sendo assim o mercado internacional tenderia à mesma situação, o que levaria apenas as moedas com melhor desempenho das suas funções em âmbito internacional a serem demandadas pelos agentes.

³⁸ KRUGMAN, Paul. The International Role of the Dollar: Theory and Prospects. In: KRUGMAN, Paul. Currencies and Crises. Cambridge: MIT Press, 1991. p. 221.

A medida mais utilizada para tamanho da economia é o Produto Interno Bruto (PIB). Entretanto, também podemos considerar medidas de comércio internacional, como as exportações, importações e corrente de comércio, pois um grande país que não comercializa com o exterior tende a não ter uma moeda conversível.

Como podemos observar na tabela 13, existe uma alta correlação entre conversibilidade e PIB ou comércio internacional. Entretanto, algumas exceções podem ser destacadas. Apesar de baixo PIB em comparação aos outros países, a Suíça é capaz de emitir uma moeda, o franco suíço, demandada internacionalmente. Enquanto isso, a China apresenta o segundo maior PIB do mundo (2012) e não emite uma moeda conversível, em parte por apresentar forte controle na conta capital. Além disso, relacionando com a seção anterior, a China costuma ser um forte *outlier* para pesquisadores que buscam explicar crescimento causado pela liberalização. Apesar de ser um fator decisivo, o tamanho da economia e de suas relações com o exterior não é uma condição suficiente para conversibilidade.

Quadro 13 – PIB e Comércio Internacional em 2012 (US\$/milhão)

País	PIB	Exportações	Importações	Corrente Comércio
EUA	16.244.600	2.195.900	2.743.100	4.939.000
Área do Euro	12.213.309	5.465.391	5.158.605	10.623.996
Japão	5.961.066	873.964	992.054	1.866.018
Reino Unido	2.475.782	780.882	834.025	1.614.907
Austrália	1.532.408	325.795	321.908	647.703
Suíça	631.173	330.094	264.237	594.331
Canadá	1.779.635	541.303	576.307	1.117.610
México	1.178.126	387.307	406.082	793.389
China	8.227.103	2.248.377	2.016.526	4.264.902
Brasil	2.252.664	282.875	315.071	597.946

Fonte: World Development Indicators/Banco Mundial.

De forma complementar, pode-se analisar os resultados da conta financeira dos países selecionados. A corrente financeira pode ser considerado um indicador da integração financeira. No quadro 14 são consideradas as categorias de investimento direto estrangeiro, investimento de portfólio, outros investimentos e derivativos, somados os fluxos de entrada e saída. Destacam-se as quatro primeiras localidades da tabela, com fluxos muito acima das outras. Entretanto, Austrália, Suíça e Canadá, mesmo possuindo menor corrente financeira, são capazes de estimular a utilização internacional da sua moeda. A seguir serão vistos outros indicadores que explicam esse fato.

Quadro 14 – Corrente Financeira de 2009 (US\$/bilhões)

Países	Corrente Financeira
EUA	1.984
Área do Euro	3.081
Japão	1.227
Reino Unido	1.688
Austrália	243
Suíça	251
Canadá	232
México	56
China	231
Brasil	131

Fonte: De Conti (2011) e Balance of Payments Statistics Yearbook (2010).

Dentro de um país, o Estado tem papel fundamental na validação da moeda corrente e sua autoridade e credibilidade que irão garantir a confiança dos agentes na capacidade da moeda exercer suas funções (ROSSI, 2008). Uma proxy para a credibilidade dos países é o *rating* soberano, o qual diz sobre a capacidade de um governo de honrar suas dívidas. Segundo Bone (2006), o *rating* soberano também busca mensurar variáveis qualitativas, quanto ao risco político, e quantitativas, quanto ao desempenho econômico. Logo, avaliar o *rating* dá uma percepção quanto à credibilidade internacional do país.

Segundo o quadro 15, os países com moedas efetivamente conversíveis possuem classificações mais positivas, significando uma percepção internacional de maior estabilidade política e econômica. Portanto, a credibilidade parece ser um fator importante na definição de quais moedas serão demandadas pelos agentes.

Quadro 15 – Rating de Longo Prazo para Emissões em Moeda Estrangeira em abr/13

Países	Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings
EUA	Aaa	AA+	AAA
Área do Euro (1)	Aaa	AAA	AAA
Japão	Aa3	AA-	A+
Reino Unido	Aa1	AAA	AAA
Austrália	Aaa	AAA	AAA
Suíça	Aaa	AAA	AAA
Canadá	Aaa	AAA	AAA
México	Baa1	BBB	BBB
China	Aa3	AA-	A+
Brasil	Baa2	BBB	BBB

Fonte: Banco Central do Brasil (2013), Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings.

(1) Ratings da Área do Euro são referentes aos ratings da Alemanha, para simplificação.

Quanto à importância da autoridade do Estado como emissor da moeda, pode-se analisar o poder geopolítico de cada país como uma medida de autoridade internacional. Conforme Cunha e Laan (2012, p. 11), “Os EUA seguem capazes de exercer a dimensão estratégica de sua hegemonia, na medida em que ainda é a grande potência militar, tendo poder de veto em virtualmente todos os organismos multilaterais, com exceção da OMC.”. É importante observar que o poder político parece ser influente na conversibilidade, sendo relevante para a manutenção das posições do todo da pirâmide, ocupadas pelo dólar e pelo euro, seguidos pelo yen.

Quadro 16 – Participação em Grupos Políticos Internacionais em 2014

Países	G7/8	G10	G20 (financeiro)	ONU (CS) (4)	OTAN	OCDE
EUA	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Área do Euro	Sim (1)	Sim (2)	Sim (3)	Sim (5)	Sim (6)	Sim (7)
Japão	Sim	Sim	Sim			Sim
Reino Unido	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Austrália			Sim			Sim
Suíça		Sim				Sim
Canadá	Sim	Sim	Sim		Sim	Sim
México			Sim			Sim
China			Sim	Sim		Sim (8)
Brasil			Sim			Sim (8)

Fonte: Elaboração própria.

(1) Alemanha, França e Itália. (2) Alemanha, Bélgica, França, Itália, Holanda. (3) União Européia. (4) Membros permanentes com poder de veto. (5) França. (6) Bélgica, Alemanha, França, Grécia, Itália, Letônia, Países Baixos, Luxemburgo, Portugal, Eslováquia, Eslovênia, Espanha. (7) Exceto Chipre, Letônia e Malta. (8) Não são membros, são parceiros-chave.

Como ressaltam Cunha e Laan (2012), o poder militar é pilar fundamental da hegemonia americana. Entretanto, este indicador não parece poder explicar a organização do resto da pirâmide. Rússia e China – respectivamente – são os outros dois países com maior poder militar, segundo o índice da Global Fire Power, mas não possuem moedas efetivamente conversíveis em âmbito internacional.

A formação do atual SMFI foi influenciada pelo poder político americano, o que concede aos EUA uma posição de destaque, sendo difícil tarefa mensurar essa posição de vantagem, mas já percebida em diferentes linhas teóricas de economistas:

Bhagwati (1998) utilizou a expressão complexo “Wall Street – Tesouro” para caracterizar o que Polanyi (1944) chamou de “altas finanças”. Assim, um expoente da defesa do livre comércio e do liberalismo deixou bastante explícita a conexão

entre interesses econômicos e políticos na conformação do ambiente institucional da globalização financeira. E isto se deu, ainda segundo Bhagwati (1998), sem a adequada fundamentação teórica e empírica sobre os pretensos efeitos positivos da globalização financeira. (CUNHA; LAAN, 2012, p. 5)

Parte da abordagem do mainstream considera “[...] a qualidade das políticas e das instituições domésticas os principais determinantes da instabilidade do valor interno da moeda, atributo que terminaria por transmitir ao seu valor externo, tornando-a uma reserva de valor pouco crível.” (CARNEIRO, 2008, p. 545). O Banco Mundial utiliza um indicador de governança para medir a qualidade das instituições, o qual é dividido em seis pilares: voz e responsabilidade; estabilidade política e ausência de violência; eficácia do governo; qualidade regulatória; estado de direito e controle da corrupção.

Quadro 17 – Poder Militar em 2014

Países	Colocação
EUA	1º
Área do Euro (1)	6º
Japão	10º
Reino Unido	5º
Austrália	20º
Suíça	27º
Canadá	16º
México	33º
China	3º
Brasil	14º

Fonte: Global Fire Power.

(1) Posição da Área do Euro referente à colocação da França, primeiro colocado do grupo econômico.

Verifica-se uma alta correlação entre a qualidade da governança e a conversibilidade efetiva da moeda. Segundo Goldfajn e Minella (2005), a maturidade das instituições pode levar a uma conseqüente maior liberalização. Em muitos casos de baixo desempenho econômico relacionado com o aumento da abertura financeira, as instituições multilaterais culpam as falhas institucionais dos países como fonte dos problemas (CUNHA; LAAN, 2012).

A aceitação internacional das moedas da Austrália, Suíça e Canadá – ao que tudo indica – são baseadas numa qualidade institucional que garante a suas moedas uma alta liquidez, baseada na credibilidade. Como percebe-se nos dados acima apresentados, os três

países possuem a melhor pontuação em todos pilares do indicador do Banco Mundial, com destaque para Suíça. Este resultado vai ao encontro da conclusão de Broner e Ventura (2010)³⁹ apud Cunha e Laan (2012), os quais entendem que a liberalização financeira pode levar a diferentes resultados, conforme a qualidade das instituições do país e a profundidade dos mercados financeiros domésticos.

Tabela 18 – Qualidade da Governança em 2012 (escala de -2,5 a 2,5)

Países	Voz e Responsabilidade	Estabilidade Política e Ausência de Violência	Eficácia do Governo	Qualidade Regulatória	Estado de Direito	Controle da Corrupção	Média dos pilares
EUA	1,12	0,63	1,51	1,29	1,60	1,38	1,25
Área do Euro (1)	1,17	0,78	1,24	1,21	1,23	1,11	1,12
Japão	1,09	0,94	1,40	1,12	1,32	1,61	1,25
Reino Unido	1,32	0,41	1,53	1,64	1,69	1,64	1,37
Austrália	1,50	1,00	1,61	1,77	1,75	2,00	1,60
Suíça	1,67	1,40	1,88	1,66	1,81	2,15	1,76
Canadá	1,45	1,09	1,75	1,69	1,75	1,92	1,61
México	0,09	-0,67	0,32	0,47	-0,56	-0,41	-0,13
China	-1,58	-0,54	0,01	-0,26	-0,49	-0,48	-0,56
Brasil	0,43	0,07	-0,12	0,09	-0,11	-0,07	0,05

Fonte: Worldwide Governance Indicators/Banco Mundial. Elaboração própria.

(1) O indicador da Área do Euro é a média dos indicadores dos países integrantes.

É exatamente sobre a segunda parte da conclusão dos autores que a análise encaminha-se. A profundidade dos mercados financeiros também é apontado pela literatura e como demonstra a tabela 19 é uma importante causa para a inconversibilidade plena. Apesar de não apresentar os dados abertos por país, é nítida a diferença de profundidade entre os países desenvolvidos (EUA, Japão, Europa Ocidental e “Outros desenvolvidos”) e as regiões de países em desenvolvimento, como a América Latina e parte da Ásia.

Observando os dados do tamanho de mercado de capitais (quadro 20), os quais podem ser utilizados como uma proxy da profundidade de mercado, podemos perceber que as economias emergentes estão alcançando desenvolvimento neste segmento financeiro. Entretanto, comparativamente com outros segmentos, como o de títulos de instituições financeiras (*Financial institution bonds outstanding*), a profundidade do mercado é muito reduzida, necessitando ser desenvolvida.

³⁹ BRONER, Fernando; VENTURA, Jaume. Rethinking the Effects of Financial Liberalization. NBER Working Paper Series, Cambridge, n. 16640, dez. 2010.

Tabela 19 – Profundidade financeira em 2010 (% do PIB local)

País	<i>Stock market capitalization</i>	<i>Public debt securities outstanding</i>	<i>Financial institution bonds outstanding</i>	<i>Nonfinancial corporate bonds outstanding</i>	<i>Securitized loans outstanding</i>	<i>Nonsecuritized loans outstanding</i>	Total
EUA	119	75	116	31	77	44	462
Japão	72	220	31	18	10	106	457
Europa Ocidental	69	72	115	19	15	110	400
Outros desenvolvidos	152	49	47	20	29	91	388
China	97	28	16	10	2	127	280
Índia	93	44	7	1	4	60	209
Oriente Médio e África	96	15	6	5	2	66	190
Outros Ásia	62	34	7	10	1	54	168
América Latina	57	38	20	3	3	27	148
EOC e CIS (1)	48	24	6	2	0	62	142

Fonte: McKinsey (2011).

(1) *Commonwealth of Independent States* (CIS).

Quadro 20 – Tamanho do Mercado de Capitais em 2012 (US\$/bilhões)

Países	Mercado de Capitais
EUA	18.668
Área do Euro	6.311
Japão	3.681
Reino Unido	3.019
Austrália	1.286
Suíça	1.079
Canadá	2.016
México	525
China	3.697
Brasil	1.230

Fonte: World Development Indicators /Banco Mundial.

4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de explicar as causas da inconversibilidade efetiva do Real, as avaliações realizadas sugerem uma série de conclusões importantes. Primeiramente, a explicação da não conversibilidade adquire um caráter multidimensional, no qual um indicador isolado não possui as condições necessárias e suficientes.

De forma secundária alguns indicadores merecem destaque. O *rating* soberano indica a percepção internacional dos agentes econômicos quanto ao grau de credibilidade dos

governos e as expectativas quanto o desempenho econômico, sendo que esta percepção guarda forte interação com a noção de liquidez da moeda e consequentemente afeta a hierarquia das moedas. A qualidade das instituições também foi um fator relevante para a análise, aparecendo de forma nítida que países com instituições melhor estruturadas tem a capacidade de transmitir maior valor para sua moeda, interna e externamente. Por último, a profundidade do mercado financeiro parece guardar uma relação positiva com o grau de conversibilidade externa da moeda. Além disso, a profundidade indica uma maturidade para suportar as consequências de uma maior abertura financeira, pois permite que países sustentem maiores influxos de capital sem gerar processos especulativos.

Por último, ressalta-se que alguns indicadores não foram conclusivos para explicar a conversibilidade ou não da moeda, mas são interessantes para destacar a posição do dólar americano, como moeda chave do atual SMFI.

A conversibilidade efetiva (*de facto*) é, portanto, dada pela hierarquia internacional das moedas, a qual é resultado de uma série de fatores estruturais econômicos e geopolíticos dos países participantes do SMFI. A simples liberalização da conta capital e financeira (conversibilidade *de jure*) pode ser condição necessária, mas não é suficiente para dotar uma moeda da capacidade de exercer plenamente suas funções em âmbito internacional.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou entender as causas e consequências da não conversibilidade plena do Real, considerando fatores internos (política macroeconômica) e externos (hierarquia monetária), em um debate teórico e empírico. Inicialmente, observa-se que as evidências apresentadas corroboram as hipóteses utilizadas. Conforme demonstrado, o Real não é uma moeda conversível (plena e efetivamente) no âmbito internacional. Além disso, os modelos empíricos apresentados no capítulo 4 vão ao encontro da hipótese de que não existe uma relação única entre conversibilidade externa da moeda e crescimento econômico.

Confirmadas as hipóteses, a primeira conclusão que segue, a qual sustenta boa parte da argumentação do trabalho, é que a conversibilidade plena da moeda não é suficiente para tornar uma moeda conversível de forma efetiva no âmbito externo, pois não altera as “fraquezas genético-estruturais” da moeda (BELLUZZO; CARNEIRO, 2004). Logo, para entender as causas da não conversibilidade do Real, é necessário compreender a atual arquitetura do SMFI. Como foi verificado, o sistema é estruturado por uma hierarquia de moedas, liderada pelo dólar. A análise realizada indica que a hierarquia é sustentada por fatores geopolíticos e econômico-estruturais das economias emissoras, como a profundidade dos mercados financeiros e a qualidade das instituições. Ficam como lacunas (1) a necessidade de um estudo mais aprofundado sobre a relação de causalidade entre a conversibilidade efetiva e os indicadores propostos; (2) e uma análise voltada para o dólar, pois parte dos indicadores mostraram-se importantes para entender a posição de moeda-chave do sistema.

Entender as consequências de uma maior abertura financeira, incluindo a conversibilidade plena da conta capital, foi outro objetivo proposto e avaliado. Segundo a discussão apresentada – a qual não pretende ser exaustiva frente à grande quantidade de estudos e posições no debate – as evidências têm apontado para o caráter instável do processo de liberalização, principalmente para os países em desenvolvimento. Os modelos econométricos não são capazes de provar de forma robusta, em sua maioria, uma relação direta entre maiores níveis de abertura financeira e crescimento econômico. Apesar de reconhecida a dificuldade de ser mensurada a relação proposta, seja por problemas metodológicos, seja pelos diversos canais diferentes de transmissão dos efeitos da liberalização, as evidências apontam para a necessidade de maior atenção na escolha do grau de abertura financeira da conta capital.

De forma semelhante a Carneiro (2008), verificou-se que a inconvertibilidade é uma característica dos países periféricos, a qual merece maior atenção conforme o grau de liberalização dos fluxos de capitais e as características estruturais de cada economia. Portanto, refuta-se a proposta de plena convertibilidade da moeda brasileira defendida por Arida (2003a, 2003b, 2004) e Bacha (2003). Apesar de concluir que a liberalização da conta capital não é uma política econômica indicada para países em desenvolvimento, deve ficar claro que uma maior integração financeira e comercial internacional deve ser buscada. Defende-se que a política econômica ideal, entendidas as características do atual SMFI e da economia brasileira, é a intensificação do uso de medidas macroprudenciais como instrumentos de garantir um processo de maior integração econômica internacional com menor grau de exposição à instabilidade do sistema (LAAN; CUNHA; ALVES, 2011) e melhor capacidade de desenvolvimento econômico (CUNHA; LAAN, 2012; LAAN, 2007). Fica aqui a necessidade de maiores estudos (a) sobre os instrumentos de políticas macroprudenciais e seus reais efeitos na estabilização econômica e (b) sobre a recente atuação macroprudencial do Banco Central do Brasil.

Segundo as conclusões apontadas, este trabalho cumpre seus objetivos, demonstrando indicativos relevantes sobre as causas da inconvertibilidade efetiva do Real e a necessidade de maior atenção quanto ao grau de liberalização financeira externa, a qual tem sinalizado a política macroprudencial como parte essencial da política econômica nacional.

REFERÊNCIAS

- ARIDA, Persio. Ainda a conversibilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3(91), p. 135-142, jul./set. 2003a. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/91-7.PDF>>. Acesso em: 03 fev. 2014.
- ARIDA, Persio. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3(91), p. 151-154, jul./set. 2003b. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/91-9.pdf>>. Acesso em: 03 fev. 2014.
- ARIDA, Persio. **Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro**. 2004. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Conversibilidade.Arida.25.02.pdf>>. Acesso em: 03 fev. 2014.
- BABA, Chikako; KOKENEYNE, Annamaria; HABERMEIER, Karl. The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows. **IMF Staff Discussion Note**, n. 11/14, ago. 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf>>. Acesso em: 01 jun. 2014.
- BACHA, Edmar L. Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3(91), p. 143-150, jul./set. 2003. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/91-8.pdf>>. Acesso em: 03 fev. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Risco-País. **Série Perguntas Mais Frequentes**, Brasília, 2014. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%209-risco%20pa%C3%ADs.pdf>> Acesso em: 28 maio 2014.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013**. 2014. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>> Acesso em: 20 maio 2014.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2010**. 2010. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>> Acesso em: 20 maio 2014.
- BELLUZZO, Luiz G. O dólar e os desequilíbrios globais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 3(99), p. 224-232, jul./set. 2005. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/99-4.PDF>>. Acesso em: 03 fev. 2014.
- BELLUZZO, Luiz G.; CARNEIRO, Ricardo. O mito da conversibilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 2(94), abr./jun. 2004. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/94-4.PDF>>. Acesso em: 03 fev. 2014.
- BONE, Rosemarie Bröker. Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. **Perspectiva Econômica**, São Leopoldo, v. 2, n. 1, p. 46-67, 2006. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/94-4.PDF>>. Acesso em: 28 maio 2014.

CARDOSO, Eliana; GOLDFAJN, Ilan. Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. **IMF Working Paper**, v. 97, n. 115, p. 48, set. 1997. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97115.pdf>>. Acesso em: 17 mar. 2014.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 4(112), p. 539-556, out./dez. 2008. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/112-1.PDF>>. Acesso em: 03 fev. 2014.

CARNEIRO, Ricardo. O dólar e seus rivais. **Observatório da economia global**, Campinas, n. 1, p. 1-32, abr. 2010. Disponível em: <http://www.ieecon.net/arquivos/O_dolar_e_seus_rivais.pdf>. Acesso em: 03 fev. 2014.

CARVALHO, Fernando J. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro, Campus, 2007. 385 p.

CARVALHO, Fernando J.; SICSÚ, João. Controvérsias Recentes sobre Controle de Capitais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 2(94), abr./set. 2004. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/94-1.pdf?origin=publication_detail>. Acesso em: 03 fev. 2014.

COHEN, Benjamin. The Changing Geography of Money. In: COHEN, Benjamin. **The Future of Money**. Princeton: Princeton University Press, 2003, p. 1-32. Disponível em: <<http://press.princeton.edu/chapters/s7653.pdf>>. Acesso em: 17 mar. 2014.

COHEN, Benjamin. Currency and State Power. In: FINNEMORE, Martha; GOLDSTEIN, Judith. **Back to Basics: State Power in a Contemporary World**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 159-176. Disponível em: <<http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/working/pdfs/krasner.pdf>>. Acesso em: 17 mar. 2014.

COHEN, Benjamin. The benefits and costs of an international currency: getting the calculus right. **Open Economies Review**, v. 23, n. 1, p. 13-31, 2011. Disponível em: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/inpress/pdfs/OER_Rev.pdf>. Acesso em: 17 mar. 2014.

CUNHA, André; LAAN, César Van Der. Uma nova ordem financeira internacional?. Avaliando alternativas para o Brasil. **BNDES-PDE**. Rio de Janeiro, 2012.

DE CONTI, Bruno. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas**. 2011. 230p. Dissertação (Doutorado em Ciências Econômicas), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

DELFIN NETTO, Antonio. O trilema. **Revista Valor Econômico**, abr. 2011. Disponível em <http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/2011/11.04.O_Triplema.pdf> Acesso em: 05 jun. 2014.

DEQUECH, David. Conventional and unconventional behavior under uncertainty. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26(1), p. 145-168, out. 2003.

DEQUECH, David. Post Keynesianism, Heterodoxy and Mainstream Economics. **Review of Political Economy**, v. 24(2), p. 353-368, abr. 2012.

EDWARDS, Sebastian. Capital mobility and economic performance: are emerging economies different?. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 8076, jan. 2001. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8076>> Acesso em: 05 jun. 2014.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. Exchange rates and financial fragility. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 7418, nov. 1999. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w7418.pdf>> Acesso em: 05 jun. 2014.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 10036, oct. 2003. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w10036.pdf>> Acesso em: 05 jun. 2014.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. **Original Sin: the pain, the mystery, and the road to redemption**. Nov. 2002. Disponível em <http://www.hks.harvard.edu/fs/rhausma/paper/pain_mystery02.pdf> Acesso em: 05 jun. 2014.

EPSTEIN, Gerald; GRABEL, Ilene; JOMO, K. S. Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990s and lessons for the future. **G-24 Discussion Paper Series**, Geneva, n. 27, mar. 2004. Disponível em: <http://unctad.org/en/Docs/gdsmdpbg2420043_en.pdf>. Acesso em: 17 maio 2014.

FERRARI FILHO, Fernando. A crítica pós-keynesiana ao mainstream: os fundamentos e refinamentos teóricos acerca de velhas questões. **Anais do III ENEP**, Niterói, 1998. Disponível em: <www.race.nuca.ie.ufrj.br/nuca-wp/papers/sep/mesa02/ferrari.doc>. Acesso em: 16 maio 2014.

FERRARI FILHO, Fernando. Regime cambial para países emergentes: uma proposição a partir de Keynes. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n. 2 (33), p. 1-16, ago. 2008. Disponível em: <www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=654&tp=a>. Acesso em: 22 mar. 2014.

FISCHER, Stanley. **Capital account liberalization and the role of the IMF**. 1997. Disponível em: <<http://www.iie.com/Fischer/pdf/Fischer141.pdf>>. Acesso em: 03 jun. 2014.

FISHER, Irving. **The purchasing power of money**. Cornell University Library, New York, 1911.

FREITAS, Maria; PRATES, Daniela. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v.17, p. 81-111, 2001. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V10-F2-S17/04-Cristina%20e%20Daniela.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2014.

FRIEDMAN, Milton. A teoria quantitativa da moeda - uma reafirmação. In: CARNEIRO, Ricardo (Org.). **Os clássicos da economia**, v. 2. São Paulo: Ática, 1997.

GARCIA, Márcio; DIDIER, Tatiana. Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 33, n. 2, p. 253-297, ago. 2003. Disponível em: <<http://www.ppe.ipea.gov.br/index.php/pppe/article/viewFile/92/67>>. Acesso em: 16 maio 2014.

GOLDBERG, Linda; TILLE, Cédric. The international role of the dollar and trade balance adjustment. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 12495, ago. 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12495.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André. Capital Flows and Controls in Brazil: What have we learned?. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 11640, set. 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11640.pdf>>. Acesso em: 17 mar. 2014.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions**. Washington, 2013. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Balance of Payments Statistics Yearbook**, 2010. Washington, nov. 2010. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=HoNyu6rjVogC&printsec=frontcover&hl=pt-BR#v=onepage&q&f=false>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. 287 p. (Os economistas). Tradução de: Mário R. da Cruz.

KING, Michael; RIME, Dagfinn. The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey?. **BIS Quarterly Review**, dez. 2010. Disponível em <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1012e.htm> Acesso em: 15 jun. 2014.

KOSE, M. Ayhan *et al.* Financial Globalization: a reappraisal. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 12484, ago. 2006. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w12484>> Acesso em: 03 jun. 2014.

LAAN, Cesar Rodrigues Van Der. **Gestão cambial e de fluxos de capitais em economias emergentes**: três ensaios sobre a experiência recente do Brasil. Porto Alegre, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2008 (tese de doutorado). Disponível em <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/15355>> Acesso em: 11 maio 2014.

LAAN, Cesar Rodrigues Van Der. **Liberalização da conta de capitais**: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005). 145 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas), Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/premio/pr292.pdf> Acesso em: 11 maio 2014.

LAAN, Cesar Rodrigues Van Der; CUNHA, André Moreira; ALVES, Tiago W. External financial liberalization and growth in emerging countries: an estimation using panel data (1990-2004). **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 33, p. 307-332, 2011.

LUCAS JR., Robert. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, n. 4, p. 103-124, 1972. Disponível em <[ftp://ftp.soc.uoc.gr/students/master/macro/Lucas%20-%20JET%20\(1972\).pdf](ftp://ftp.soc.uoc.gr/students/master/macro/Lucas%20-%20JET%20(1972).pdf)> Acesso em: 25 maio 2014.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **Mapping global capital markets 2011**. Ago. 2011. Disponível em <http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/mapping_global_capital_markets_fifth_annual_report> Acesso em: 06 jun. 2014.

MISHKIN, Frederic. Is financial globalization beneficial?. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 11891, dez. 2005. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w11891>> Acesso em: 17 maio 2014.

MUNHOZ, Vanessa; LIBÂNIO, Gilberto. Volatilidade dos fluxos financeiros e fuga de capitais: uma análise exploratória da vulnerabilidade externa do Brasil. **Textos para discussão UFMG/Cedeplar**, n. 371, nov. 2009. Disponível em <<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20371.pdf>> Acesso em: 11 maio 2014.

ONO, Fábio Hideki *et al.* Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9(2), p. 231-261, maio/ago. 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482005000200001&script=sci_arttext>. Acesso em: 15 fev. 2014.

OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; SILVA, Guilherme Jonas. Por uma Moeda Parcialmente Conversível: Uma Crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 2(94), p. 223-237, abr./jun. 2004. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/94-5.PDF>>. Acesso em: 03 fev. 2014.

POSSAS, Mario. A cheia do “mainstream”: comentário sobre os rumos da ciência econômica. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, n. 1, p. 13-58, 1997. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%201/REC_1.1_01_A_cheia_do_mainstream.pdf>. Acesso em: 16 maio 2014.

PRASAD, Eswar *et al.* Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. **IMF Occasional Paper**, n. 220, p. 64, set. 2003. Disponível em <<https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>> Acesso em: 17 maio 2014..

PRATES, Daniela; CUNHA, André. Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre, v. 40, n. 4, p. 71-82, 2013. Disponível em <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2814/3143>> Acesso em: 25 maio 2014.

PRATES, Daniela; CINTRA, Marcos Antonio. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, Campinas, n. 137, out. 2007. Disponível em <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2814/3143>> Acesso em: 22 mar 2014.

QUINN, Dennis. The correlates of change in international financial regulation. **American Political Science Review**, v. 91, n. 3, p. 531-551, set. 1997. Disponível em <<http://faculty.msb.edu/quinnd/papers/finregulation97.pdf>> Acesso em: 09 mar. 2014.

RODRIK, Daniel. Who needs capital-account convertibility?. **Essays in International Finance**. Princeton, v. 207, p 55-65, fev. 1998. Disponível em <<https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/who-needs-capital-account-convertibility.PDF>> Acesso em: 09 mar. 2014.

ROSSI, Pedro. O Mercado Internacional de moedas, o carry trade e as taxas de câmbio. **Observatório da economia global**. Unicamp, n. 5, out. 2010. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/O_mercado_internacional_de_moedas.pdf>. Acesso em: 03 fev. 2014.

STIGLITZ, Joseph. Capital market liberalization, economic growth, and intability. **World Development**, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000. Disponível em <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/2000_Capital_Market_Liberalization_Economic_Growth.pdf> Acesso em: 17 maio 2014.

TOBIN, James. Liquidity preference as behavior towards risk. **Review of Economics Studies**, New Haven, 1969. Disponível em <<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01a/p0118.pdf>> Acesso em: 03 jun. 2014.

TRICHES, Divanildo. Demanda por moeda: uma revisão das teorias alternativas e o conceito de liquidez. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, v. 11(2), p. 394-406, 1991. Disponível em: <revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/download/842/1117>. Acesso em: 16 maio 2014.