

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL - UFRGS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO PROFISSIONAL

**Fluxos Financeiros Internacionais: Riscos e
Administração das Políticas Monetária e Cambial -
Uma Análise Aplicada Às Economias Latino-
Americanas**

LEONARDO CARVALHO ALVES
Orientador: Prof. Ronald Hillbrecht

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia como quesito para a obtenção do título de mestre na modalidade profissional.

Porto Alegre, setembro de 2002.

SUMÁRIO

| | |
|---|-----|
| Introdução | 1 |
| 1.1 MOBILIDADE DE RECURSOS ENTRE PAÍSES, LIBERALIZAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAL E FORMAÇÃO DE ÁREAS MONETÁRIAS | 6 |
| 1.1 As teorias do fluxo e do estoque e o abandono do padrão-ouro | 7 |
| 1.2 Mobilidade de capital: questões iniciais e o problema da transferência de recursos | 16 |
| 1.3 Liberalização da conta de capital: abertura e seqüencialidade | 23 |
| 1.4 O processo de liberalização cambial e o risco de desajuste macroeconômico: algumas noções de regulação e política | 29 |
| 1.5 Áreas monetárias ótimas | 36 |
| 1.5.1 Integração econômica e os benefícios de uma área com taxa de câmbio fixa | 39 |
| 1.5.2 Integração econômica e os custos de uma área com taxa de câmbio fixa | 41 |
| 2. A DINÂMICA DOS MERCADOS FINANCEIROS: INSTABILIDADE, ESPECULAÇÃO, CHOQUE DE EXPECTATIVAS E COMPORTAMENTOS DE MANADA | 44 |
| 2.1 Especulação e instabilidade na globalização financeira | 45 |
| 2.2 O ciclo comandado pela dinâmica financeira: limitações de política, assimetria informacional e crises financeiras | 51 |
| 2.3 Algumas considerações sobre expectativas racionais e mercados financeiros eficientes e o fenômeno dos ataques especulativos | 64 |
| 2.4 O problema de “ <i>herd behavior</i> ” nos mercados financeiros | 73 |
| 2.5 Comportamento de manada, choque de expectativas e modelos de explicação para ataques especulativos | 79 |
| 3. FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS: RISCOS, LIMITES E ADMINISTRAÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS | 89 |
| 3.1 A dinâmica financeira internacional do início dos anos 90 e sua vinculação com algumas questões de política econômica | 90 |
| 3.2 A experiência da volta dos capitais privados e seus limites | 96 |
| 3.3 Os riscos financeiros presentes nos fluxos de capital | 101 |
| 3.4 A expansão dos fluxos de capital: efeitos macroeconômicos e abordagens de | |

| | |
|---|-----|
| política econômica | 107 |
| 3.4.1 Ingressos de capital, efeitos macroeconômicos e noções iniciais de política.. | 107 |
| 3.4.2 Aspectos da política cambial em regimes de mobilidade de capital | 120 |
| 3.4.3 Os ingressos de capital e as abordagens de política econômica | 130 |
| Intervenção não-esterilizada | 136 |
| Intervenção esterilizada | 140 |
| Conclusão | 145 |
| Bibliografia | 151 |

LISTA DE QUADROS

| | | |
|-----------------|--|-----|
| Quadro 1 | – Como o Comportamento dos Indicadores Financeiros Pode Explicar Os Ingressos de Capital | 115 |
| Quadro 2 | – Instrumentos de Controle dos Ingressos de Capital: uma matriz para países com políticas macroeconômicas equilibradas | 118 |

RESUMO

Os mercados internacionais de capital cresceram dramaticamente desde meados da década de 60. Embora reflitam parcialmente as economias em expansão, o aumento do comércio mundial e a globalização da produção, os movimentos internacionais de capital envolvem também fatores puramente financeiros que se propagam com velocidade perceptivelmente maior.

Assim, ainda que tenham permitido o alívio das restrições financeiras impostas pela crise da dívida dos anos 80, e melhorado os índices de eficiência e alocação de capital para o conjunto das economias da América Latina, os volumosos influxos financeiros também suscitaram preocupação em razão de seus efeitos sobre a estabilidade macroeconômica, a competitividade do setor exportador e as políticas de crescimento e desenvolvimento sustentado dessas economias.

Neste contexto, aos *policymakers*, através do adequado gerenciamento das políticas micro e macroeconômicas, recai, em última instância, a responsabilidade em minimizar eventuais condições de desajuste estrutural e conseqüente incerteza, visto que ingressos elevados e repentinos de capital podem causar instabilidade mediante crescimento rápido do consumo, inflação crescente, valorização da taxa de câmbio real e déficits cada vez maiores de conta corrente.

ABSTRACT

International capital markets grew up dramatically since the earlier of the sixties. Although partially reflecting the expansion of the economies, the increased of the world trade and the globalization of production, the international capital dislocations also surround purely financial factors that disseminating with higher velocity.

In this way, although having allowed surpassing the financial restrictions imposed by the eighties debt crisis, and improved the efficiency and allocation index of capital to the whole of Latin America economies, the large financial flows also stimulated worries in the reason of their effects over the macroeconomic stability, the competitiveness of export sector and the growing and developing sustained politics of these economies.

In this context, to the policymakers, through the correct management of the micro and macroeconomic politics, revert, in last resort, the responsibility in minimizing eventual conditions of structural disarrangement and uncertainty, considering that large and unexpected entrance of capital can cause instability, reflecting in fast growing of consumption, higher inflation, real exchange rate valuation and higher current account deficits.

INTRODUÇÃO

Os mercados internacionais de capital cresceram dramaticamente desde meados da década de 60. Embora reflitam parcialmente as economias em expansão, o aumento do comércio mundial e a globalização da produção, os movimentos internacionais de capital envolvem também fatores puramente financeiros que se propagam com velocidade perceptivelmente maior.

Na esteira desse incremento dos fluxos financeiros para os chamados mercados emergentes, os anos 90 foram marcados pela reinserção das economias latino-americanas no cenário financeiro internacional, fruto, dentre vários fatores, da substancial redução das taxas de juros nos Estados Unidos com a respectiva queda nos retornos dos ativos denominados em dólar, da adoção de práticas regulatórias em consonância com os princípios de desregulamentação financeira, e da criação de uma infinidade de sofisticados instrumentos de mercado que, combinados com o fechamento de acordos de reescalonamento da dívida externa e com a implementação e consolidação de programas de estabilização econômica, minimizaram os riscos de *default* das economias recipiendárias.

Ainda que tenham permitido o alívio das restrições financeiras impostas pela crise da dívida dos anos 80 e melhorado os índices de eficiência e alocação de capital, grandes influxos financeiros suscitam preocupação em razão de seus efeitos sobre a estabilidade macroeconômica, a competitividade do setor exportador e as políticas de crescimento e desenvolvimento sustentado.

As autoridades, diante da ameaça de superaquecimento na esteira de grandes ingressos de capital, têm de tomar decisões difíceis sobre a dimensão, a ordem e o

momento das ações políticas. Essas decisões, tomadas em um cenário de razoável mobilidade internacional dos capitais, onde os montantes envolvidos atingem cifras trilhonárias e de enorme volatilidade, precisam basear-se nos objetivos econômicos do país receptor, no regime de taxa de câmbio, nas restrições institucionais e, sobretudo, nas causas e na composição dos fluxos, impondo aos *policymakers* os mais distintos arranjos quanto à administração das políticas monetária e cambial, com impacto direto nas variáveis reais da economia.

Se a preocupação dos *policymakers* for com a qualidade dos capitais atraídos, buscando reduzir a participação relativa dos fluxos de curto prazo, é de fundamental relevância a condução das políticas de ajuste econômico - monetária, cambial e fiscal - , de modo a minimizar eventuais condições de desajuste estrutural e conseqüente incerteza, visto que ingressos elevados e repentinos de capital podem causar instabilidade macroeconômica mediante crescimento rápido do consumo, inflação crescente, valorização da taxa de câmbio real e déficits cada vez maiores de conta corrente.

Dentro do contexto de reinserção das economias emergentes - particularizando as abordagens a serem desenvolvidas nas experiências das economias latino-americanas - no mercado financeiro internacional e da necessidade de adequação de suas políticas de administração econômica às profundas transformações experimentadas por este mercado, a presente dissertação se propõe ao entendimento/resposta de algumas questões, as quais, para melhor entendimento, estão classificadas em geral e específicas.

No âmbito do objetivo geral, buscar-se-á mensurar qualitativamente a margem de manobra - autonomia - das Autoridades Econômicas (*Policymakers*) quanto à implementação e condução das políticas econômicas - notadamente das políticas monetária e cambial - num ambiente de permanente crescimento dos fluxos financeiros internacionais, verificando em que condições é plausível o alcance da meta de política econômica imposta pela Autoridade num contexto de desregulamentação/liberalização dos mercados internacionais de capital.

No âmbito das questões de cunho específico se pretende alcançar alguns objetivos, quais sejam:

- Apresentar alguns conceitos introdutórios que permitam o entendimento das questões envolvendo a dinâmica financeira internacional, como as teorias do fluxo e do estoque para explicar a mobilidade de recursos entre países, a abertura da conta de capital e o processo envolvendo a escolha do regime de taxa de câmbio, utilizando-se, neste último caso, entre outros, da literatura sobre as Áreas Monetárias Ótimas (AMOs).
- Analisar o comportamento dos diferentes agentes participantes dos mercados de crédito, bem como suas respostas às medidas de política econômica adotadas pelos *policymakers*, e a racionalidade ou não de suas posturas, contextualizando a discussão através dos conceitos de especulação e instabilidade, e a partir da hipótese de expectativas racionais e de mercados financeiros eficientes.
- Descrever a dinâmica financeira internacional recente e algumas condições exigidas para que uma economia se insira nos mercados mundiais de capital, analisando os riscos presentes nos instrumentos de crédito disponibilizados por estes mercados.
- Destacar os efeitos macroeconômicos da expansão dos fluxos de capital e as abordagens de política econômica possíveis às economias recipiendárias, avaliando os principais instrumentos de política monetária e os distintos arranjos cambiais disponíveis aos *policymakers* para enfrentar fluxos inesperados/indesejados de entrada/saída de capital, apontando suas vantagens e seus riscos para a consecução dos objetivos de política econômica.

Para tanto, é importante ter presente que a identificação das causas da entrada de capitais permite avaliar seus efeitos e formular políticas econômicas para administrá-los. Assim, se a expansão dos ingressos de capital é determinada sobretudo por juros domésticos elevados, seus efeitos podem concentrar-se na acumulação de reservas, com impacto reduzido sobre a ampliação dos níveis de investimento.

Neste contexto, se tornou quase um consenso entre os formuladores de política econômica a necessidade de um controle dos fluxos de curto prazo, uma vez que aos mesmos são atribuídos incerteza e volatilidade. Do mesmo modo, estes fluxos induzem

a distúrbios na condução da política monetária doméstica e a indesejadas mudanças nas taxas de câmbio, com efeitos negativos sobre a promoção de políticas exportadoras.

Na prática, porém, é difícil, pelo menos nos primeiros estágios, identificar as causas e distinguir entre ingressos temporários e sustentáveis. Os julgamentos, em sua grande maioria, são feitos com base em informações limitadas.

Quais seriam, então, as políticas corretas para lidar com fluxos inesperados/indesejados de capital? Até onde vai a autonomia dos *policymakers* para determinar qual a melhor política a ser adotada para administrar situações de liquidez/iliquidez excessiva dos mercados crédito/capital em um cenário teoricamente globalizado? Será que o contexto em que está inserida a economia em questão e a política adotada por suas Autoridades para administrar situações inesperadas é compatível com o objetivo maior de política econômica que se quer alcançar?

São justamente estas as questões que se pretende responder ao longo do trabalho proposto, julgando-as de relevante importância para a compreensão da dinâmica atual dos mercados internacionais de capital e da forma como as Autoridades Econômicas administram as diversas situações de risco/incerteza presentes nesta dinâmica, com o objetivo último de permitir a sua vinculação com o conteúdo da política macroeconômica.

Ao leitor, esta análise estará sendo exposta em três capítulos.

No Primeiro, serão abordadas questões introdutórias ao entendimento da dinâmica recente das finanças internacionais, como as teorias do fluxo e do estoque para explicar a mobilidade de recursos entre países e a questão da abertura da conta de capital, condição primeira para que uma economia se insira nos mercados internacionais de crédito, sempre num contexto de crescente desregulamentação/liberalização das finanças internacionais.

No Segundo Capítulo, abordar-se-á questões referentes ao comportamento dos diferentes agentes participantes dos mercados de crédito, discutindo-se a racionalidade ou não se suas posturas/posições. Assim, entender as respostas destes agentes às

medidas de política econômica será preocupação constante da análise a ser desenvolvida. Para tanto, se estará discutindo a sustentação das afirmações que pressupõe que o mercado – e, igualmente, os agentes que dele participam – forma suas expectativas de forma racional, utilizando todo o conjunto possível de informações e processando-as de acordo com um modelo econômico sustentável.

Por fim, ao Capítulo Três será reservada maior atenção, uma vez que nele estará concentrada a maior parte das discussões que se pretende desenvolver. Se nos dois capítulos anteriores, o objetivo maior será a construção de uma base mínima para o entendimento das questões atuais da conjuntura financeira internacional, neste capítulo se discutirá questões como os riscos presentes nos instrumentos de crédito, os efeitos macroeconômicos da expansão dos fluxos de capital, as distintas abordagens de política econômica e, fundamentalmente, os instrumentos de política monetária e cambial disponíveis aos *policymakers* para lidar com situações inesperadas/indesejadas de entrada/saída de capital, bem como a viabilidade da utilização destes instrumentos com a consecução dos objetivos da política macroeconômica.

1. MOBILIDADE DE RECURSOS ENTRE PAÍSES, LIBERALIZAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAL E FORMAÇÃO DE ÁREAS MONETÁRIAS

O presente capítulo tem por objetivo dar ao trabalho um instrumental teórico que permita ao leitor uma melhor compreensão sobre a questão envolvendo a mobilidade de recursos entre países, bem como sua relação com o mundo financeiro.

Para tanto, se utilizará de estudos iniciais que abordaram o problema da transferência de recursos entre países, desenvolvidos pelas teorias do fluxo e do estoque, ainda quando a economia mundial era regida pelo padrão-ouro.

Num segundo momento, buscar-se-á discutir as contribuições da mobilidade do capital em geral para o desenvolvimento das esferas produtiva e comercial das economias, motivadas por recomendações de políticas no sentido da necessidade de uma maior abertura da conta de capital. O argumento é simples, e parte do pressuposto de que a disponibilidade de recursos externos, além de possibilitar um processo de transferência de tecnologia e de práticas modernas de gestão, tem a capacidade de propiciar investimentos que não seriam realizados em função da limitada capacidade das economias em gerar recursos internamente.

Por fim, desenvolve-se algumas noções sobre o conceito de Áreas Monetárias Ótimas (AMOs), não no sentido de esgotar o assunto, tamanha a sua complexidade, mas no intuito de explorar distintos arranjos cambiais e suas implicações em termos de política econômica, pressupondo um ambiente de liberalidade dos mercados de capital.

1. 1 As teorias do fluxo e do estoque e o abandono do padrão-ouro

Os fluxos de capital assumem as mais diversas formas: investimento direto, créditos de exportação, amortizações e movimentos de investimento em carteira, por exemplo. A sensibilidade destes fluxos às condições macroeconômicas de curto prazo é mais pronunciada na categoria dos investimentos em carteira, dado que as decisões de investimento direto respeitam muito mais as perspectivas de longo prazo do que situações conjunturais momentâneas, os créditos às exportações dependem principalmente dos volumes de comércio, em especial de bens de capital, e as amortizações são em grande parte determinadas por padrões dos movimentos passados de capital.

No tocante à explicação dos movimentos de capital privado em carteira, as análises dos economistas quase sempre têm dado um destaque especial à taxa de juros. Esse padrão pôde ser comprovado desde as primeiras análises sobre os movimentos de capital nos últimos anos do padrão-ouro¹. Naquele período, observou-se que as taxas de juros eram, normalmente, mais elevadas nos países periféricos do que nos países exportadores de capital da Europa, induzindo, assim, a um movimento de capital a longo prazo do centro para a periferia a fim de aproveitar diferenças internacionais de poupança e produtividade.

Também observou-se que as “regras do jogo” envolviam a elevação, pelos países com déficit, de suas taxas de juros, o que logo atraía recursos financeiros do exterior, detendo a perda de ouro por meio de um ajuste da conta de capital muito antes da contração monetária acarretada pela elevação das taxas de juros poder ter qualquer efeito sobre as contas correntes. Em contrapartida, se as taxas de juros altas fossem mantidas por muito tempo, diminuiriam a renda e, possivelmente, os preços, aumentando o poder de concorrência das exportações de modo a garantir novamente o ajuste das contas correntes. A existência deste padrão presumivelmente ajudava a manter a crença geral de que as taxas de câmbio poderiam permanecer constantes,

¹ Países que adotam o padrão-ouro fixam os valores de suas moedas em termos de ouro, acertam os superávits e déficits de seus balanços de pagamentos, transferindo ouro, e não esterilizam os efeitos dos fluxos de ouro em suas ofertas monetárias. Estas condições eram satisfeitas na Europa de meados do século XVIII nos países que tinham uma unidade monetária igual a um peso estabelecido de ouro. Esta moeda tinha um valor fixo em termos de ouro (e, portanto, seus valores também eram fixos em termos das outras moedas), e o ouro podia ser e era enviado de um país para o outro a fim de acertar déficits de pagamentos.

capazes de atrair entradas de capital e evitar um ajuste oneroso das contas correntes. Sobre a crença do ajuste automático das contas correntes em regimes de taxas de câmbio fixas no período de vigência do padrão-ouro, e os eventos ocorridos nos primeiros anos após sua extinção, tem-se que:

“ Embora o padrão-ouro sofresse com pânico financeiros ocasionais, funcionava muito bem em comparação com o período que se seguiu ao colapso de 1931. Qualquer semelhança com um mercado de capitais internacional desapareceu, e os movimentos internacionais de capital ocorridos eram na forma de fluxos de dinheiro de curto prazo, numa tentativa de evitar uma desvalorização iminente ou a perseguição política. Quando não existe confiança de que a taxa de câmbio será mantida, os aumentos da taxa de juros não conseguem deter a evasão de capitais”. (WILLIAMSON, 1996, p.172).

Portanto, não era expressiva a mobilidade do capital em fins dos anos 40. Basicamente eram três as idéias que permeavam as discussões sobre o comportamento do balanço de pagamentos das economias à época: (1) a noção de que alguns movimentos de capital podem ser tratados como se fossem exógenos; (2) a idéia de que as variações da conta de capital têm uma tendência a reforçar as das contas correntes, já que uma piora destas aumenta o temor de uma desvalorização e provoca uma corrida especulativa; (3) a idéia de que o capital movimenta-se em resposta a diferenças entre as taxas de juros. Aliás, esta última idéia era a única usada para explicar os movimentos de capital endógenos e não provocados por crises. De modo demasiadamente simples, estabeleceu-se uma equação para explicar os movimentos de capital da seguinte forma:

$$F = f [i^{(+)}, i^{*(-)}],$$

onde F é o estoque de exigibilidades externas líquidas do setor privado, isto é, a entrada líquida de capital. A equação anterior diz que a entrada de capital depende de modo positivo da taxa de juros interna e de modo negativo da taxa de juros externa². Esse conceito deriva do que na literatura econômica convencionou-se chamar de **teoria do fluxo**, uma vez que postula uma relação entre o movimento de capital e o nível das

² Esta especificação depende da premissa de que a taxa de câmbio seja fixa e continue fixa. Com uma taxa de câmbio flexível, a comparação que interessa é entre i e $i^* + E\dot{e}$, introduzindo-se o conceito de taxa de depreciação cambial esperada.

taxas de juros. A esta formulação simplificada, poder-se-ia acrescentar um termo que representasse o investimento direto e subtrair um termo que representasse os pagamentos de amortização, sem alterar qualquer fundamento, desde que ambos fossem exógenos no que se refere ao nível de variáveis endógenas de curto prazo, como os juros e a renda.

A teoria do fluxo, cujo ponto principal implicava no fato de que, com uma determinada combinação de taxa de juros, um país podia esperar ter uma taxa de entrada (ou saída) de capital constante período após período, foi abandonada em meados dos anos 60, quando percebeu-se a sua incompatibilidade com a abordagem da teoria da carteira, que estava então surgindo. Desta forma, começavam a advir os primeiros postulados sobre a **teoria do estoque** da conta de capital, que incorpora as implicações, para os fluxos internacionais de capital, da teoria da carteira.

A idéia básica da **teoria da carteira** é de que os investidores³ procuram distribuir seu patrimônio/decisões de investimento pelos vários ativos disponíveis de modo a maximizar sua utilidade. É claro que os ativos, diferentemente dos bens de consumo, não têm utilidade direta, mas apenas em função da renda por eles gerada. Por que, então, nem sempre os investidores compram ativos que maximizarão sua renda? Porque a renda gerada por um ativo raramente é certa, e os ativos que oferecem uma renda mais alta são, em geral, os mais arriscados. Ao decidir como distribuir seu patrimônio, o investidor racional precisa considerar não só o retorno esperado e o risco a que está exposto, mas também suas preferências quanto à combinação entre eles.

Admitindo-se que a demanda de um determinado ativo dependerá, de modo positivo, do rendimento esperado e, de modo negativo, de seu risco tal como percebido pelos investidores, suponha que: um dado país seja importador de capital que não permita que seus cidadãos façam investimentos no exterior e também que as exigibilidades externas F emitidas por seus residentes no mercado internacional de capitais possam ser consideradas um ativo homogêneo do ponto de vista dos investidores do resto do mundo. Então, a demanda de F é dada pela seguinte equação:

$$F_d = f [i^{(+)}, i^{*(-)}, credibilidade^{(+)}, riqueza^{(+)}].$$

Neste caso, é preciso incluir i^* , a taxa de juros sobre o ativo alternativo que pode ser adquirido pelos investidores, bem como i . Quando o modelo da carteira é aplicado no contexto dos movimentos internacionais de capital, a idéia de risco pode ser traduzida na credibilidade de um país, isto é, na confiança sentida pelos investidores de que o país continuará podendo e querendo pagar o serviço de sua dívida.

Admitindo-se que a credibilidade e o patrimônio permaneçam constantes, a equação anterior impõe que um determinado par de taxa de juros, i e i^* , faça com que os investidores queiram emprestar uma determinada quantia, F_d , e não mais do que isso. Pressupondo que estes investidores façam estes empréstimos no período t e que ambas as taxas de juros permaneçam constantes no período $(t+1)$, então o estoque de empréstimos F_d permanecerá constante. Mas, como a entrada de capital é a diferença entre o estoque de empréstimos em $(t+1)$ e o estoque em t , a entrada de capital será igual a zero.

Isto, em verdade, está em contraste com a teoria do fluxo, que pressupunha que um determinado par de taxa de juros mantidas no tempo manteria um fluxo de capital sempre constante. Segundo esta teoria, “ *um aumento da taxa de juros interna provocaria uma entrada de capital de uma só vez quando as carteiras fossem modificadas para incluir uma proporção maior dos ativos que tivessem ficado mais atraentes, emitidos pelos residentes do país. Depois, o movimento cessaria – o que não ocorreria de acordo com a teoria do fluxo*”⁴. (WILLIAMSON, 1996, p. 182).

Em resumo, as tentativas iniciais de explicar os movimentos de capital giraram em torno de duas teorias: a teoria do fluxo, que postulava que uma determinada diferença de taxa de juros induziria a uma entrada ou saída permanente de recursos, e a

³ Neste caso, o termo investidores aplica-se àqueles que investem em ativos financeiros, e não do conceito em investimento em bens de capital reais.

⁴ Uma generalização da teoria do estoque, conhecida na literatura como o modelo de ajustamento de estoque, postula que o processo de realocação de carteira distribui-se no tempo, não ocorrendo instantaneamente. Assim, o fluxo de capital pode ser descrito por uma equação da forma $\dot{F} = \lambda(F - F^*)$, onde F é o estoque de equilíbrio. Esta versão alternativa não tem, porém, implicações teóricas significativamente diferentes das implicações da teoria pura do estoque aqui apresentada. Em particular, embora um aumento das taxas de juros internas provoque uma entrada de capital distribuída por um certo período, o fluxo voltará gradativamente para zero à medida que F aproximar-se de F^* .

teoria da carteira/estoque, que comprovou que esta condição inicial era teoricamente implausível; dever-se-ia esperar, pelo contrário, que uma variação das taxas de juros estimulasse um movimento temporário de capital, embora com a possibilidade de ter um efeito mais permanente sobre os fluxos por causa do efeito do crescimento da carteira. A teoria do estoque da conta de capital condiz com a chamada abordagem monetária do balanço de pagamentos⁵, que é, de modo geral, a melhor maneira de se prever variações das reservas em países com um alto grau de mobilidade do capital e uma política monetária baseada no controle do crédito interno.

Feitas considerações sobre algumas das teorias que primeiro buscaram explicar os movimentos de capital, julga-se relevante retornar-se à idéia inicial do mecanismo de ajuste do padrão-ouro. Assim, tem-se que um déficit de pagamentos causava uma perda de reservas, com conseqüente redução da oferta monetária e baixa do nível de preços. Com preços menores, aumentava o poder de concorrência dos bens do país, estimulando as exportações e diminuindo as importações, melhorando o balanço de pagamentos. Este processo continuava até o déficit ser eliminado. Processo inverso desenrolava-se quando um país tinha um superávit: o ouro entrava, a oferta monetária e os preços subiam, o poder de concorrência diminuía e, em decorrência disso, as exportações caíam e as importações aumentavam, de modo que o superávit do balanço de pagamentos tendia a ser eliminado. Em ambos os casos, portanto, um desequilíbrio de pagamentos se auto-eliminava, desde que os mecanismos inerentes ao padrão-ouro pudessem funcionar.

Os passos da cadeia de raciocínio descrita anteriormente podem ser esquematicamente resumido:

Déficit de pagamentos ? Saída de ouro ? Queda da oferta monetária ? Queda dos preços ? Maior poder de concorrência ? Mais exportações, menos importações ?
Redução do déficit de pagamentos.

⁵ Para um maior aprofundamento sobre a abordagem monetária do balanço de pagamentos, sugere-se a leitura de Williamson (1996) e Frankel e Johnson (1976).

O entendimento deste mecanismo, denominado na literatura econômica de Mecanismo de Fluxo-Espécie-Preço de Hume⁶, pressupõe a aceitação de premissas básicas para que se justifique cada passo desta cadeia causal.

1. Um déficit incipiente de pagamentos só pode ser realizado e resultar em perda de reservas (como ouro) se o país tiver uma **taxa de câmbio fixa**. Com uma taxa de câmbio flexível, conforme Williamson (1996), *“a autoridade monetária não estará disposta a fornecer ativos internacionalmente aceitáveis para absorver um excesso de oferta de moeda por ela emitida, de modo que o resultado deste excesso de oferta é uma desvalorização da moeda e não um perda de reservas”* (p.133).
2. Uma perda de reservas provoca uma queda da oferta monetária se o país seguir uma política de não-esterilização, ou seja, não compensar a queda das reservas aumentando o crédito interno. De acordo com Williamson (1996), o Banco Central não seguiu de fato esta regra ao pé da letra, mesmo no apogeu do padrão-ouro em fins do século XIX. O que tipicamente fizeram as Autoridades Monetárias à época foi uma esterilização parcial. Com um sistema bancário com reservas fracionárias, um Banco Central podia esterilizar parcialmente uma perda de reservas, de modo a produzir uma queda da oferta monetária maior do que a perda das reservas, **evitando uma esterilização completa**.
3. A premissa de que uma queda da oferta monetária levaria a uma baixa de preços baseava-se na **teoria quantitativa da moeda**, que sustentava que, na equação de troca,

$$MV = PT$$

onde: V (velocidade) e T (volume de transações) são essencialmente constantes, sendo aquela determinada pela tecnologia das trocas e esta pela condição de pleno emprego, enquanto M (oferta de moeda) é a variável independente e P (nível de preços) é a variável dependente.

⁶ Para um melhor entendimento do Mecanismo do Fluxo do Preço em Espécie, assim como para análises mais detalhadas do “equilíbrio interno” do padrão-ouro, sugere-se a leitura de Krugman e Obstfeld (2001), capítulo 18.

4. Uma queda dos preços internos aumenta o poder de concorrência internacional desde que aumente a taxa de câmbio real, definida como ep^*/p . Esta, por definição, é dada pela taxa de câmbio nominal corrigida de acordo com as variações do nível geral de preços no exterior e no país. Como está estabelecida a premissa de que “ e ” é constante, uma queda em “ p ” aumentará certamente o poder de concorrência, desde que os **preços externos permaneçam constantes ou subam**. Quando um país pequeno tem um déficit, é de se esperar que os preços externos permaneçam constantes, mas, quando um país grande tem um déficit, sua perda de ouro será suficiente para ter um efeito perceptível, aumentando a oferta monetária e, portanto, os preços em outros países.

5. Uma melhora da balança comercial tem que melhorar a balança de pagamentos como um todo, se o comércio for o único componente do balanço de pagamentos. Esta hipótese pressupõe, dados os mecanismos inerentes ao padrão-ouro, que **não haja mobilidade de capital**.

As condições em negrito compõem as premissas necessárias para se garantir que o mecanismo de fluxo-espécie-preço funcione como da forma descrita. Existem, porém, razões para se acreditar que o padrão-ouro não funcionava desta forma. Uma delas é que a mobilidade de capital era muito importante em fins do século XIX, ao contrário do final dos anos 40, como mencionado anteriormente. Adicionalmente, uma perda de reservas levava um Banco Central a elevar suas taxas de juros para atrair entradas de capital e deter uma queda da oferta monetária, anulando o ajuste “automático” via o mecanismo concorrencial da balança comercial. Assim, *“numa versão keynesiana do que acontecia em seguida, as altas taxas de juros provocavam um declínio da demanda agregada, recessão e uma queda das importações: a balança de pagamentos em contas correntes realmente melhorava, mas às custas de uma diminuição da produção, pois a premissa da teoria quantitativa não era satisfeita”* (WILLIAMSON, 1996, p.134).

Embora as razões para o funcionamento do padrão-ouro possam suscitar interpretações distintas, todas elas sugerem que de fato existe um mecanismo inerente que equilibra a moeda, seja o funcionamento deste mecanismo às custas de uma deflação da produção (conforme interpretação keynesiana), seja através de crises nos países periféricos (conforme a interpretação de Robert Triffin). E é fato histórico que,

embora entremeado por crises, muitas vezes agudas, mas, em geral, muito curtas, o padrão-ouro funcionou na época que precedeu à I Guerra Mundial, em especial nos anos 40. Então veio a guerra, que trouxe consigo o abandono generalizado do padrão-ouro e das taxas de câmbio fixas.

Em verdade, o debate sobre a flexibilidade das taxas de câmbio foi lançado no início da década de 50 pelos economistas Milton Friedman e James Meade, que argumentaram em favor da substituição do sistema do pós-guerra de taxas de câmbio mais ou menos fixas por taxas flutuantes. De fato, as relações de comércio internacional, até então, tinham sido orientadas pelas regras do padrão-ouro, somente interrompido no período entre Guerras, onde os governos efetivamente suspendaram o padrão-ouro e financiaram parte de seus gastos militares via emissão de moeda. Como resultado, os níveis de preços experimentaram taxas até então desconhecidas, num típico processo inflacionário.

Friedman (*in* Williamson, 1996) apresentou dois importantes argumentos favoráveis à flexibilidade das taxa de câmbio, e uma crítica. Em primeiro lugar, argumentou que uma taxa de câmbio flutuante daria a um país a liberdade de escolher sua própria política monetária sem se preocupar com o impacto que ela teria na balança de pagamentos: qualquer incompatibilidade entre sua política monetária e a do resto do mundo seria absorvida por uma variação da taxa de câmbio, em vez de provocar perdas de reservas ou ganhos que realimentariam a taxa de expansão monetária. Este era um ponto de importância fundamental para Friedman, dada sua crença em que uma expansão lenta, porém, regular, da oferta monetária era a chave para se conseguir a estabilidade macroeconômica. Em segundo lugar, argumentou que, quando era preciso conseguir uma variação da taxa de câmbio real a fim de ajustar o balanço de pagamentos, era muito mais fácil fazer isso através de uma única variação da taxa de câmbio nominal do que através de uma revisão de milhares ou milhões de salários e preços tomados em separado em termos da moeda nacional, que causaria o mesmo efeito fazendo variar o nível interno de preços.

Sua crítica às taxas flutuantes relacionava-se com a questão da especulação desestabilizadora. O argumento de Friedman foi reforçado por um estudo feito durante a II Guerra Mundial que procurou mensurar os efeitos da experiência com taxas de

câmbio flutuantes praticada durante as duas guerras mundiais. O resultado deste estudo apontou para o fato de que as pressões especulativas tinham resultado, em determinados momentos, numa enorme instabilidade/volatilidade das taxas flutuantes.

Krugman e Obstfeld (2001), também abordaram as limitações contidas nos regimes de câmbio fixo. Em consonância com as ponderações de Friedman, estes autores afirmaram que um país que fixa a taxa de câmbio de sua moeda e, ao mesmo tempo, permite movimentos de capital internacional renuncia ao controle da política monetária interna. Essa perda mostra a impossibilidade de um país ter mais de dois itens da lista a seguir:

1. Taxa de câmbio fixa.
2. Política monetária orientada para metas internas.
3. Liberdade de movimentos de capital internacional.

Desta forma, tem-se que:

“ O resultado é um “trilema” para regimes de políticas – trilema, e não dilema, pois as opções disponíveis são três: 1 e 2, 1 e 3 ou 2 e 3. Por exemplo, no padrão-ouro, os países renunciam à política monetária em favor de taxas de câmbio fixas e da liberdade de pagamentos internacionais, optando por um sistema monetário com base em 1 e 3 desta lista. Quando renunciaram às taxas de câmbio fixas no fim do período Bretton Wood, os países industrializados escolheram um sistema que lhes permitia combinar a mobilidade de capital internacional com uma política monetária orientada internamente. Como resultado, tiveram dificuldades para permitir maior liberdade de comércio internacional de ativos”. (KRUGMAN, OBSTFELD, 2001, p.665).

Ao longo do trabalho se buscará implementar a discussão do contraditório envolvendo as alternativas de regimes cambiais, dado que o mercado de câmbio é um componente central do mercado de capitais internacional, e as taxas de câmbio por ele estabelecidas auxiliam na determinação da lucratividade das transações internacionais de todos os tipos, com influência direta sobre o comportamento e o volume dos mercados mundiais de capital. Dado, também, o pressuposto de que as taxas de câmbio comunicam sinais econômicos importantes aos indivíduos e empresas envolvidos no comércio e investimentos internacionais, se estes sinais não refletirem toda a

informação disponível sobre as oportunidades de mercado, se estará produzindo uma má alocação de recursos.

Todavia, neste momento, abordar-se-á questão não menos importante para o entendimento da dinâmica financeira internacional contemporânea, qual seja, a abertura da conta de capital como instrumento e condição primeira para a transferência de fluxos financeiros entre países.

1.2 Mobilidade de capital: questões iniciais e o problema da transferência de recursos

Muito se tem discutido, nos últimos anos, as contribuições da mobilidade do capital em geral, motivando recomendações de políticas no sentido da necessidade de abertura da conta de capital. Partindo do pressuposto de que recursos originários do exterior, além de possibilitarem um processo de transferência de tecnologia e de práticas de gestão modernas, têm a capacidade de propiciar investimentos que não seriam levados à cabo em função da indisponibilidade de recursos domésticos em níveis desejáveis, os argumentos a favor da livre mobilidade do capital são apoiados por conceitos teóricos relevantes.

Concomitantemente a questão envolvendo a abertura da conta de capital, há também preocupações quanto à urgência de reformas do setor financeiro quando do início do processo de liberalização. A adoção das chamadas medidas regulatórias prudenciais em conformidade com generalizações aceitas pelo mercado como “*best practices*”, normalmente não vinculam restrições aos fluxos de capital, ao contrário, dão suporte a movimentos em direção à conversibilidade da conta de capital. Assim, a seqüência do processo de liberalização deve refletir objetivos gerais de aumento de eficiência e promoção da estabilidade macroeconômica.

Porém, o caráter intertemporal das transações financeiras e a precariedade de informações nos mercados de capital, contribuem para fazer com que seu funcionamento seja um dos mais imperfeitos da economia, tornando equivocadas muitas das considerações favoráveis à livre mobilidade do capital como um fim em si mesma. Este comportamento dá margem a preocupações quanto às interpretações literais das

teorias em voga e suas aplicações sem a devida atenção às importantes ressalvas que podem estar presentes numa avaliação mais detalhada acerca do papel da mobilidade do capital e suas implicações quanto à coordenação das políticas macroeconômicas. De fato, um número não desprezível de acadêmicos tem defendido a argumentação de que a livre mobilidade do capital privado durante os anos 90 estaria por trás da sucessão de crises experimentadas pelos mercados emergentes neste período. Assim:

“... a maior mobilidade de capital impõe muitos custos e, em geral, benefícios muito limitados para as nações emergentes. Argumenta-se que, uma vez que os mercados emergentes são limitados pela carência de modernas instituições financeiras, estariam particularmente vulneráveis à volatilidade dos mercados financeiros globais. Esta vulnerabilidade, conforme mostra a história, será maior em países com uma maior abertura de sua conta de capital. Além disso, muitos céticos têm argumentado que não há evidência capaz de suportar a visão de que um maior grau de mobilidade do capital tenha um impacto positivo no crescimento econômico das economias emergentes”⁷. (RODRIK, 1998, apud EDWARDS, 2001, p.1)

Estes desenvolvimentos geraram controvérsia: em uma extremidade estão os que vêem a integração crescente dos mercados financeiros como um sinal de maior eficiência e acham que estes mercados estão superando a repressão financeira característica da regulamentação ineficiente dos governos; na outra extremidade estão os que vêem o crescimento acelerado dos fluxos de capital como especulação de alto risco, inclusive com ameaça à soberania nacional. Há, também, entre estes dois extremos, várias posições intermediárias que reconhecem as vantagens potenciais da maior mobilidade internacional do capital, mas estão preocupadas com questões como sustentabilidade, composição e condições dos fluxos de capital e com a necessidade de garantir consistência com a estabilidade macroeconômica e a competitividade internacional.⁸

⁷ *“...”increased capital mobility inflicts many costs and generates (very) limited benefits to the emerging markets. It has been argued that, since emerging markets lack modern financial institutions, they are particularly vulnerable to the volatility of global financial markets. This vulnerability, the story goes, will be higher in countries with a more open capital account. Moreover, many global-skeptics, have argued that there is no evidence supporting the view that a higher degree of capital mobility has a positive impact on economic growth in the emerging economies” (RODRIK, 1998, apud EDWARDS, 2001, p.1).*

⁸ Autores como Bernhard Fischer e Helmut Reisen (in Williamson e Mahar, 1998), recomendam que os controles de capital incidentes sobre os fluxos entrantes de longo prazo, bem como sobre os fluxos

À parte em que pesem argumentações consistentes de ambas as correntes, trabalho desenvolvido por Williamson e Mahar (1998) concluiu que:

*“ ... primeiro, o processo de liberalização financeira é, de fato, um fenômeno notadamente global; segundo, a maneira pela qual a liberalização vem sendo conduzida tem variado enormemente, tanto em velocidade quanto em seqüência; terceiro, há pouca evidência para suportar o argumento, presente nas interpretações iniciais, de que o processo de liberalização aumenta a poupança; quarto, há muito mais razões para sustentar outros dois argumentos, o de que a liberalização resulta em maior especialização financeira e promove uma mais eficiente alocação do investimento; e quinto, entre dois riscos possíveis de ocorrerem, dado o processo de liberalização, há pouca evidência de que o controle monetário seja prejudicado, exceto no curto prazo, mas há uma ampla razão para se acreditar que o processo possa gerar crises financeiras. Assim, a questão de política é como liberalizar evitando o perigo inerente ao processo”.*⁹ (WILLIAMSON, MAHAR, 1998, p.1 e 2.).

Dadas as considerações anteriores, suponha que um dado país tenha uma entrada de capital – talvez porque seus bancos comecem a receber um fluxo de empréstimos do mercado internacional - para expandir seus empréstimos internos. É possível que o país já estivesse incorrendo em um déficit em contas correntes que precisasse ser financiado. Mas, para ver como o processo de transferência é levado à cabo, assume-se a condição de que, antes de incorrer na situação de déficit, o país tivesse um saldo positivo em contas correntes. Neste caso, os bancos começariam a vender os recursos que tomaram

relacionados com o comércio sejam liberalizados imediatamente, uma vez que a liberalização deste tipo de fluxo pode ser benéfica nos estágios iniciais dos períodos de desenvolvimento. Porém, para as saídas de capital tanto de curto quanto de longo prazo, os autores recomendam que os controles sobre as mesmas só sejam levantados quando se tenha estabelecida a solvência das contas do governo, se resolvido problemas de má alocação de recursos (eliminados os chamados “*bad loans*”), e se eliminado os controles sobre a taxa de juros doméstica, de modo a trazer para valores muito pequenos a diferença entre a taxa de juros doméstica e a taxa vigente nos mercados internacionais. Por fim, somente após o sistema financeiro doméstico ter sido liberalizado e a fragilidade dos bancos domésticos ter sido resolvida, poderão ser eliminadas as barreiras aos bancos estrangeiros, não sendo recomendada a liberalização dos fluxos de capital de curto prazo até que um suficiente nível de competição tenha se estabelecido no setor bancário e um eficaz sistema de regulação e supervisão esteja em vigência.

⁹ *“ ... first, financial liberalization is, indeed, a remarkably widespread phenomenon; second, the way in which liberalization has been accomplished has varied widely, in both pace and sequencing; third, there is little evidence to support the claim, initially advanced in support of liberalization, that liberalization will increase saving; fourth, there is much more support for two other claims, that liberalization will lead to financial deepening and that it will foster a more efficient allocation of investment; and fifth, of the two possible dangers posed by the process of liberalization, there is little evidence that monetary control has been prejudiced, except in the short run, but there is ample reason to believe that the process can spawn*

emprestado para adquirir moeda doméstica de modo a expandir seus empréstimos. Isso significa que o Banco Central começaria a ganhar reservas. A questão é: de que maneira um fluxo constante de entradas de capital induziria a um ajuste para restabelecer o equilíbrio dos pagamentos e efetuar o processo de transferência entre países sem, por exemplo, suscitar pressões de preços?¹⁰

A resposta é: “depende”. Por exemplo, se o Banco Central esterilizar as conseqüências monetárias da acumulação de reservas resultante da entrada de capital, não haverá mais ajustes. As firmas capazes de aumentar seus gastos usando os recursos tomados emprestado no exterior serão contrabalançadas pelas que serão obrigadas a reduzir seus gastos em conseqüência de uma redução do crédito interno ocasionada pela esterilização, num simples processo compensatório. Assim:

“ Quando um país está inicialmente em equilíbrio interno e o governo está procurando perpetuar esta condição, esterilizando a entrada de capital, a conseqüência é a frustração da transferência. Há um limite para o grau de esterilização viável; ele é determinado pelo estoque de ativos internos que o Banco Central pode vender e pela disposição do mercado privado de comprar estes ativos às taxas de juros que as autoridades estão dispostas a tolerar. Dentro deste limite, porém, que é bastante amplo nos países onde os mercados de capitais são bem desenvolvidos, o ajuste pode ser impedido.” (WILLIAMSON, 1996, p. 170)

Suponha, agora, que o Banco Central resolva não esterilizar o fluxo constante de entrada de capital. Neste caso, os gastos autônomos aumentarão, presumivelmente, o equivalente à entrada de capital. As importações aumentarão, transferindo, assim, pelo menos parte da entrada de capital. Toda a entrada será transferida? Inicialmente não, se houver desemprego. Porém, se houver pleno emprego, será transferida de imediato, com a inflação enfraquecendo o poder de concorrência e deslocando as despesas para bens importados.

financial crisis. So, the policy question is how to liberalize while avoiding the danger inherent in the process”. (WILLIAMSON, MAHAR, 1998, p.1 e 2).

¹⁰ Note que o objetivo do trabalho não é apresentar ao leitor um modelo de equilíbrio macroeconômico construído a partir da ótica do balanço de pagamentos e, sim, mostrar como a simples transferência de recursos entre países exige das Autoridades Monetárias respostas de ajuste de políticas imediatas, conforme descrito nos parágrafos subseqüentes. Para os que preferirem aprofundar o estudo dos modelos de equilíbrio macroeconômico construídos a partir da análise do balanço de pagamentos, sugere-se a leitura de Williamson (1996), em seus capítulos de 06 a 10.

Imagine, agora, que as autoridades queiram preservar o equilíbrio interno, aí se incluindo a prevenção da inflação, mas que também queiram assegurar a transferência para dentro do país. Assim, *“a manutenção dos equilíbrios interno e externo exige uma combinação de uma política de aumento das despesas (como, por exemplo, permitir que a entrada de capital aumente a oferta monetária) e uma política de troca de despesa (valorização da moeda ou redução de tarifas) a fim de impedir que a inflação que se segue à deflação crie um excesso de demanda de bens produzidos no país”*. (WILLIAMSON, 1996, p.170).

Seja qual for a decisão de política econômica, há um consenso de que, em nível agregado, os movimentos de capital dos países desenvolvidos para aqueles em desenvolvimento supostamente melhoraram a eficiência na alocação dos recursos mundiais, dado que os retornos reais sobre o investimento marginal são tipicamente mais baixos em países abundantes em capital do que naqueles de capital escasso (El-Erian, 1992). Para que estes resultados sejam de fato alcançados, argumentam os teóricos, há a necessidade de que os mercados financeiros, que intermediam a maior parte dos investimentos internacionais de capital, tenham o que Tobin (apud El-Erian, 1992) chama de eficiência de avaliação, isto é, *“as avaliações do mercado devem refletir com exatidão o valor presente dos dividendos que se pode razoavelmente esperar que sejam gerados pelos ativos em questão ao longo do tempo”*.

Sendo assim, é extremamente importante uma avaliação cuidadosa das taxas de retorno, visto que estas são o principal sinal para a redistribuição de capital pelo mercado. Quando os erros de alocação são muito grandes, podem induzir a crises, tendo conseqüências prejudiciais para empresas, setores econômicos e países.

A mobilização das poupanças externas é o papel clássico dos fluxos de capital em um país em desenvolvimento. Este tem sido seguramente o argumento mais forte a favor da mobilidade e dos fluxos internacionais de capital para os países em desenvolvimento. De fato, influxos líquidos de poupanças externas podem complementar a poupança interna, elevar o investimento e acelerar o crescimento. O resultado seria a expansão da renda agregada, podendo elevar ainda mais a poupança e o investimento internos, criando assim um ciclo virtuoso no qual há uma expansão

econômica sustentada, a eventual eliminação da dívida externa e a transformação do país em um exportador de capitais.

Embora este quadro possa parecer um tanto estilizado, algumas considerações levantadas por Devlin, French-Davis e Griffith-Jones (1994) são pertinentes: primeiro, os fluxos de capital externos devem dirigir-se consistentemente para o aumento do investimento agregado e não serem desviados para o consumo; segundo, um esforço agressivo de poupança interna é necessário; terceiro, o investimento deve ser eficiente; quarto, o país deve priorizar o investimento em bens comercializáveis que lhe permita criar um excedente comercial suficiente para transformar a poupança interna em divisas, destinadas ao serviço da dívida; quinto, são necessários credores dispostos a fornecer fluxos estáveis e previsíveis de recursos financeiros a termos razoáveis.

Na prática, este elenco de condições pode não ser satisfeito: os países podem experimentar uma substituição contínua da poupança interna pela poupança externa, os investimentos podem não ser canalizados em volume suficiente para a produção de produtos comercializáveis e o comportamento dos credores pode diferir do padrão desejado. O não cumprimento destas condições acaba por colocar em dúvida o argumento tradicional de que a transferência de poupanças internacionais para países relativamente mais pobres resulta nos índices previamente aferidos quanto aos retornos reais sobre o investimento marginal, fazendo com este mecanismo de desenvolvimento opere fragilmente.

Quando o esforço pelo desenvolvimento/crescimento econômico se sustenta fortemente em recursos originários do exterior, o balanço de pagamentos do país que os recebe apresenta, habitualmente, os seguintes movimentos: em uma primeira etapa, a entrada de recursos do exterior dá lugar a um saldo positivo na conta de capital, enquanto a conta corrente se mantém em situação semelhante à apresentada antes do ingresso do capital estrangeiro; em uma segunda etapa - que corresponde à inversão propiciada pelos recursos captados - o saldo do balanço comercial tende a ser desfavorável, devido ao aumento das importações de bens de capital (ou outros) para estimular a economia. Se nesta segunda etapa, o fluxo de capital externo continua, o saldo positivo da conta de capital poderá compensar o déficit do balanço comercial; em uma terceira etapa, o processo inicial de absorção deverá resultar numa maior

capacidade produtiva por parte do país recipiendário, permitindo ao mesmo reduzir o volume de importações e resultando, em consequência, em disponibilidades de divisas suficientes para cobrir as obrigações derivadas do uso do capital estrangeiro.

Enquanto continuarem a afluir para o país os recursos do exterior, poderão ser protelados os problemas para o balanço de pagamentos decorrentes do processo de desenvolvimento/crescimento impulsionado por este mecanismo. Porém, tais problemas se tornarão mais agudos quando cessar essa corrente de capitais ou quando o processo de absorção tiver se mostrado incapaz de gerar as divisas suficientes para atender às importações indispensáveis e ao serviço das obrigações assumidas com o exterior.

Os mercados de capital poderiam oferecer o volume de recursos desejado sem maiores dificuldades se as oscilações transitórias das variáveis externas fossem razoavelmente previsíveis. Mas, nos países em desenvolvimento, nem sempre é fácil determinar se um declínio do setor externo é transitório ou não e qual será sua duração. E essas incertezas, combinadas com as imperfeições dos mercados internacionais de capital acabam por se constituir em obstáculos ao ingresso, não só do volume adequado de financiamento externo, mas de fluxos que tenham consistência com a estabilidade de longo prazo.

Quando o papel da mobilidade do capital internacional é desempenhado de forma imperfeita, os custos de ajuste para os países em desenvolvimento podem ser enormes. Isto porque, em face de um choque externo negativo, qualquer insuficiência nos fluxos de capital exigirá cortes imediatos nas despesas internas para restaurar o equilíbrio externo. A produção sofrerá uma redução substancial devido à rigidez natural que impede a realocação imediata de recursos, havendo uma tendência a um corte desproporcional no investimento, constituindo-se esta situação num dos eventuais riscos característicos da excessiva dependência do capital externo.

Outro risco presente no livre comércio internacional de ativos financeiros decorre do fato de que o comércio destes ativos é intrinsecamente incompleto e de valor incerto, já que se baseia em uma promessa de pagamento futuro. Além disso, o espaço de tempo existente entre a transação financeira e o seu efetivo pagamento, em combinação com um mercado assimétrico de informações - informações imperfeitas -

podem multiplicar os erros de avaliações, resultando em posições abruptas e desestabilizadoras. É precisamente em função desta série de imperfeições presentes nos mercados financeiros internacionais que existem correntes teóricas que advogam em favor de que o bem-estar social pode declinar com a desregulamentação do comércio de ativos financeiros e subir com um certo grau de aumento da intervenção do setor público. Portanto, algumas formas de regulamentação do comércio de ativos financeiros melhoram não somente o funcionamento destes próprios mercados, como também o desempenho geral da economia através do aprimoramento da estabilidade macroeconômica e do melhor desempenho a longo prazo do investimento (Devlin, Ffrench-Davis & Griffith-Jones, 1994).

1.3 Liberalização da conta de capital: abertura e seqüencialidade

McKinnon and Shaw (*in* Williamson e Mahar, 1998), caracterizaram um sistema financeiro fechado como sendo aquele em que o governo determina quem concede e quem toma crédito e a que preço tal transação se realiza. Da mesma forma, num sistema fechado, o governo pode exercer ou reforçar seu controle através da regulação das instituições financeiras, determinando quais atendem aos critérios mínimos de operação e definindo quais seriam esses critérios, exercendo, inclusive, controle sobre os movimentos internacionais de capital.

Em contraste, sistemas liberalizados se caracterizariam como sendo aqueles em que o mercado tem a autoridade para determinar quem toma e quem concede crédito, bem como definir o preço desta transação. A liberalização completa envolveria também a permissão, por parte do governo, para a entrada, na indústria de serviços financeiros, de qualquer companhia que atendesse satisfatoriamente a critérios prudenciais mínimos (capital mínimo para operação, reputação, reconhecida capacidade técnica, por exemplo), dando aos bancos autonomia para correrem seus próprios riscos e abandonando o controle sobre os movimentos internacionais de capital. Estas características sugeririam seis dimensões de liberalização financeira:

? Eliminação dos controles de crédito.

? Desregulamentação das taxas de juros.

- ? Livre entrada na atividade bancária ou, de modo mais genérico, na indústria de serviços financeiros.
- ? Autonomia para os bancos.
- ? Propriedade privada para a atividade bancária.
- ? Liberalização dos fluxos internacionais de capital

Aos interesses do trabalho, cabe-se deter na última dimensão do processo de liberalização financeira, admitindo-se as demais como previamente estabelecidas. Assim, ainda que haja um amplo consenso de que a mobilidade do capital internacional é um componente necessário ao processo de desenvolvimento, a maioria das estruturas envolvidas neste mercado analisa o capital como um todo, não levando em consideração as importantes particularidades e condições do mundo real, tais como as dificuldades na obtenção de informações, as peculiaridades institucionais de cada agente constituinte do mercado, a estrutura de mercado dentro do qual os investidores operam, o volume do financiamento e os seus custos e volatilidade. Estes e outros fatores nem sempre se combinam de modo a permitir que os países aproveitem o pleno potencial de benefícios dos movimentos de capital externo. De fato, bolhas sistêmicas podem ocorrer, resultando em grandes crises financeiras, acompanhadas de colapso macroeconômico, suscitando opiniões simpáticas à idéia da monitoração permanente dos fluxos.

Porém, na esteira do fenômeno de crescimento das finanças internacionais, levado à cabo nos últimos anos da década de 60, novas tendências contribuíram para uma mudança decisiva de rumo da política de desenvolvimento, resultando no surgimento de importantes estudos que focalizaram a necessidade de reduzir a intervenção governamental e de liberalizar os mercados. À abertura da conta de capital eram atribuídas algumas funções, como constituir-se num meio de elevar a poupança nacional, aprofundar os mercados financeiros internos, reduzir os custos de intermediação financeira através do aprimoramento da concorrência, satisfazer a demanda individual de diversificação de riscos e otimizar a alocação de recursos. Além disso, a eliminação dos controles de capital geralmente resulta, pelo menos em seus momentos iniciais, em uma oferta extraordinária de recursos, seja de parte de investidores internacionais, seja propiciado pela repatriação de recursos dos residentes

locais, melhorando sensivelmente o ambiente para o investimento. Não obstante estes aspectos, tais influxos podem ajudar a sustentar eventuais pressões sobre o balanço de pagamentos, suavizando temporariamente os choques produzidos pela elevação da renda e do consumo, reduzindo o custo dos empréstimos e dando uma melhor sustentação ao crescimento econômico¹¹.

Embora os partidários dessa abordagem estivessem plenamente de acordo quanto às noções gerais de política, havia grandes divergências de opinião quanto a sua implementação. Alguns argumentavam que as reformas básicas eram parte de uma *seamless web*, e o ideal seria que fossem adotadas simultaneamente, em um tipo de *big bang*. Outros defendiam reformas sequenciais, sendo a conta de capital aberta somente após a consolidação das outras medidas liberalizantes e ficando a mais alta prioridade com a reforma financeira interna e a liberalização comercial¹² (Devlin, French-Davis & Griffith-Jones, 1994).

A conta de capital era considerada uma área particularmente sensível, porque poderia, se aberta conjuntamente com outras reformas, induzir um crescimento dos influxos de capital que poderia resultar numa valorização prematura da taxa de câmbio, com conseqüências negativas para a liberalização do comércio e a alocação eficiente dos recursos. De acordo com esta corrente teórica, uma taxa cambial competitiva era fundamental para que se implantasse uma reforma comercial. Conseqüentemente, a regulamentação dos fluxos de capital podia ser justificada como uma maneira de reduzir temporariamente as pressões para valorização da taxa de câmbio.

Havia um incentivo adicional ao encorajamento da abertura da conta de capital. Muitos analistas atribuíram à rápida expansão mundial dos empréstimos bancários internacionais, nos anos 70, a característica de um evento intrinsecamente positivo para o desenvolvimento. Do lado da oferta, os mercados financeiros eram considerados altamente eficientes e capazes de impor “disciplina de mercado” aos tomadores,

¹¹ “Capital inflows in the form of foreign direct investment can also support growth through transfers of technology and management skills, while portfolio capital flows can help to diversify and deepen financial markets”. (JOHNSTON, 1998, p. 2).

¹² De acordo com Johnston (1998), tendo em vista a natureza “subdesenvolvida” dos sistemas financeiros da maioria dos países em desenvolvimento e a extensão limitada e incompleta de seus mercados, liberalizações seletivas trariam melhores resultados se fizessem parte de um programa geral de reformas

contrastando com a alegada ineficiência e liberalidade dos empréstimos por parte das agências oficiais. Do lado da demanda, havia também a formação de uma opinião popular de que, se os tomadores fossem do setor privado - em contraste com as agências do setor público -, os recursos seriam aplicados eficientemente (Devlin, Ffrench-Davis, 1994).

O colapso das economias latino-americanas no início dos anos 80, com conseqüências drásticas como o desequilíbrio de preços, a formação de bolhas especulativas, o baixo investimento e poupança internos e a enorme dívida externa, foi atribuído ao fracasso dos mercados financeiros internacionais e/ou a uma seqüencialidade falha das reformas de liberalização¹³. Concluiu-se que a chamada disciplina do mercado financeiro privado simplesmente não havia se materializado, pois ao invés de se defrontar com uma curva de oferta ascendente para os empréstimos, como se presumiria para um mercado com emprestadores eficientes, muitos países em desenvolvimento, nos anos 70, aparentemente se defrontaram com curvas de oferta horizontais, que deram sinais perversos sobre os preços para o processo de poupança e investimento.

Ainda no que se refere à seqüencialidade, existe algum consenso de que a promoção da abertura da conta de capital nos países em desenvolvimento foi prematura, devendo ter sido adiada até que outras reformas importantes se tivessem consolidado e o equilíbrio de preços se estabelecido¹⁴. A lição é que, durante o ajuste, a abertura de contas de capital (especialmente em períodos de oferta elástica de recursos financeiros

do setor financeiro. Em contraste, “*big bang approaches*” nas reformas liberalizantes da conta de capital seriam mais indicados para economias onde o mercado financeiro doméstico fosse desenvolvido.

¹³ *Chile and Peru, for example, began financial sector deregulation under conditions of macroeconomic instability but implemented their reforms as part of a larger reform and stabilization effort. Argentina, Brazil, Mexico and Venezuela, however, all started to deregulate their financial sectors during periods of high inflation in advance of, or in the absence of, a stabilization program*”. (WILLIAMSON, MAHAR, 1998, p.25).

¹⁴ De acordo com Williamson e Mahar (1998), “*conventional wisdom refers to macroeconomic stabilization (that is, fiscal deficit below 5 percent of GDP, and inflation below 10 percent), trade liberalization, and stronger prudential regulations prior to the start of financial liberalization. Under capital flows, conventional wisdom is interpreted as the maintenance of capital controls until at least two years after financial liberalization has been initiated*”. Além disso, “*once that groundwork had been laid, policymakers were advised to introduce market-based interest rates and eliminate controls on credit, relying on competition to prevent excessive interest rates and to allocate credit. Most economists recommended that the liberalization of the capital account be placed at the end of the process, reasoning that otherwise there would be a danger that funds flowing in would be misdirected to sectors that were not the most productive, that the inflow might be intermediated by unsound banks tempted to “gamble for resurrection”, or both.*” (WILLIAMSON, MAHAR, 1998, p. 25).

internacionais) pode induzir expansões do influxo de capital com desestabilização macroeconômica.

Primeiro, se os mercados financeiros internos ainda são incipientes e pouco competitivos, eles não serão capazes de intermediar eficientemente a expansão dos fluxos de capital, ameaçando assim a própria sustentabilidade desses fluxos. Segundo, os objetivos fiscais devem estar plenamente consolidados e com uma certa flexibilidade, pois sem uma base sólida de impostos e instrumentos fiscais flexíveis, o controle da economia passa todo a ser feito por instrumentos de política monetária. Além disso, a base tributária necessita estar em sintonia com os gastos do governo, de forma a permitir que as constantes necessidades do desenvolvimento a longo prazo sejam atendidas.

Finalmente, a valorização real da taxa de câmbio, pode distorcer a alocação de recursos e de investimentos, enfraquecendo seriamente o objetivo de um país atingir os mercados externos com novas exportações. A valorização real também tende a acarretar custos sociais desnecessários, uma vez que recursos internos terão que, provavelmente, ser mais tarde realocados para a produção de bens comercializáveis, através da depreciação real da taxa de câmbio. Isso devido ao fato de que um déficit na conta corrente do balanço de pagamentos exige uma contrapartida em função de representar um acúmulo de um passivo externo, o qual terá que ser eventualmente pago em moeda externa.

Surgiu, assim, uma série de opiniões de especialistas sustentando que a abertura da conta de capital somente deveria ocorrer após a consolidação de outros programas importantes de liberalização, principalmente nas áreas de comércio e do setor financeiro doméstico. De fato, segundo Schadler (1994), *“durante a liberalização, justificam-se controles rígidos sobre os ingressos (ou saídas) de capital de curto prazo subitamente acrescidos”*.

Onde talvez tenha havido maior divergência de opiniões é com respeito à velocidade de abertura da conta de capital. Alguns tem defendido uma abertura rápida e ambiciosa, enquanto outros aconselham uma abordagem gradual. A primeira alternativa é defendida por aqueles que desconfiam da intervenção governamental no comércio

exterior e nos mercados de capital e/ou temem que interesses estabelecidos dificultem o processo de liberalização. A segunda abordagem tem suas raízes na crença de que a estabilidade macroeconômica exige uma certa seqüência na própria abertura da conta de capital. De modo geral, é feita uma distinção entre as entradas e as saídas de capital externos, sugerindo-se que os países deveriam liberalizar as primeiras antes das últimas, em parte devido ao fato de que os benefícios que se pode obter das saídas são mais evidentes em países que tenham acumulado um substancial ativo externo líquido.

Ainda conforme Devlin (1989), também poderia haver seqüencialidade dentro dos componentes de entradas e saídas: por exemplo, capitais de longo prazo poderiam ser liberalizados antes dos de curto prazo, enquanto no caso das saídas a prioridade poderia ser dada aos investimentos e ao crédito comercial diretamente orientados para as exportações.

A abordagem gradualista é mais consistente com as conclusões advindas do debate internacional sobre a seqüencialidade das reformas. Portanto, mesmo que os países em desenvolvimento tenham feito reformas radicais, pode levar muitos anos até que sejam estabelecidas as condições de sustentabilidade macroeconômica - um mercado financeiro interno avançado e institucionalmente diversificado, uma base fiscal ampla e consolidada, um setor de exportação diversificado e internacionalmente competitivo e a disponibilidade de uma ampla gama de instrumentos de política macroeconômica - que permitirão a estas economias absorverem fluxos não-regulados de capital externo em formas consistentes e condizentes com os objetivos da administração das políticas macroeconômicas de longo prazo.

Os proponentes da seqüencialidade só questionam a ordem e a escolha dos momentos da liberalização, não o objetivo final de uma conta de capital aberta. Assim:

“ A prioridade que deve receber a estabilidade econômica, combinada com o tamanho imensamente maior dos mercados de capital internacionais em relação às economias latino-americanas e às sérias imperfeições existentes nesses mercados, pode tornar indesejável um compromisso, inflexível sob quaisquer circunstâncias, de se manter uma conta de capital permanentemente aberta. De fato, a magnitude e a volatilidade crescentes dos fluxos internacionais de capital já deram origem a novas discussões nos países industrializados sobre o comportamento potencialmente desestabilizador dos mercados de capital e sobre a possível necessidade de sua regulamentação” (DEVLIN, FRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES, 1994, P. 420).

De maneira geral, independente de qual das duas abordagens sobre a abertura da conta de capital tenha preponderância, conclui-se que o capital externo aumenta potencialmente o índice de investimento de um país (potencialmente, porque este capital pode resultar em consumo maior ou em evasão de capital), assim como permite uma maior importação de bens de capital e insumos, e uma melhor utilização da capacidade produtiva. Mas algum dia estes recursos terão de ser reembolsados, e isso se dá às custas de níveis mais baixos de gastos e menor disponibilidade de divisas. Financiar o investimento doméstico sustentado em larga escala pelo capital estrangeiro, depende rigorosamente da disponibilidade de uma capacidade de pagamento ao exterior que não pode ser excedida. E nos casos dos países em desenvolvimento, essa capacidade de pagamento depende, quase na sua totalidade, da demanda e dos preços dos produtos de exportação e dos índices de relação de intercâmbio entre estes produtos e os artigos manufaturados que se pretende importar. Assim, dado que o esforço pela obtenção de recursos do exterior deve estar vinculado ao incremento do comércio externo, há que se tomar cuidado para garantir que os benefícios proporcionados pelo capital estrangeiro no presente sejam maiores do que os custos de pagá-los no futuro.

1.4 O processo de liberalização cambial e o risco de desajuste macroeconômico: algumas noções de regulação e política

Correntes teóricas que se dedicaram ao estudo da questão envolvendo a liberalização da conta de capital defenderam, entre uma série de premissas, o argumento de que tal processo somente seria sustentável se o país, nele inserido, tivesse um eficaz aparato de regulação, supervisão e intervenção no sistema financeiro nacional, através

da criação de um sistema de normas e controle prudencial, constituindo-se em uma garantia para o investidor externo e para o país.

Tamanha preocupação igualmente se estendeu ao mercado de câmbio. A ausência de precondições para o processo de liberalização cambial via conta de capital, remeteu à questão de que, talvez, este processo tenha se dado de forma um tanto abrupta, principalmente num contexto de enorme instabilidade macroeconômica das economias latino-americanas. Assim, exigia-se que, a ocorrência de fases mais rápidas no processo de abertura, fossem acompanhadas e/ou compensadas por políticas e reformas macroeconômicas consistentes e eficazes com os pressupostos da estabilização no longo prazo.

Concomitante ao elevado grau de instabilidade macroeconômica tem-se observado também “ruídos” ocasionais quanto à necessidade de intervenção mais direta e de mudanças nas “regras do jogo” vinculadas à captação de recursos externos decorrentes, principalmente, do fenômeno da “enxurrada” de capitais que propiciou liquidez às economias em desenvolvimento no início dos anos 90. Este fenômeno dificultou o próprio gerenciamento macroeconômico, com destaque para a política cambial, que experimentou uma extraordinária volatilidade.

Estas observações não invalidam o fato de que a liberalização pode trazer benefícios ou vantagens importantes para um país. Conforme mencionado em momento anterior:

“ Em primeiro lugar, criam-se oportunidades para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, inclusive, através da especialização na produção e importação de serviços financeiros. A expansão das transações gera economias de escala e estimula a concorrência e, conseqüentemente, a produtividade do setor. O maior acesso ao mercado financeiro internacional permite que, principalmente numa escassez de crédito de longo prazo, as empresas tenham uma fonte alternativa de financiamento e, inclusive, uma redução do custo de financiamento. Para empresas e indivíduos, o acesso ao mercado internacional permite uma diversificação de portfólios que os protege de flutuações da economia doméstica”.(GONÇALVES, 1995, p. 18).

No que diz respeito aos custos ou desvantagens do processo de liberalização cambial e maior abertura da conta de capital, cabe destacar a maior volatilidade da taxa de câmbio e das reservas internacionais, produzindo uma maior variabilidade no preço de ativos financeiros na economia. A maior volatilidade cambial vem, geralmente, acompanhada por uma tendência de apreciação cambial, e pode ter diversas conseqüências negativas sobre o lado real da economia que serão melhor exploradas no capítulo final do presente trabalho.

O aumento dos riscos e incertezas no que se refere as transações internacionais repercute diretamente nas atividades de exportação e importação e, como resultado, afeta a composição e o nível de produção, emprego e investimento. O nível geral de preços pode ser também afetado pela volatilidade e pelo desalinhamento cambial na medida em que os agentes econômicos fazem reajustes de preços para compensar o risco cambial. Ou seja, o desalinhamento da taxa de câmbio sinaliza erroneamente os preços relativos do mercado.

A apreciação da taxa de câmbio pode aumentar a pressão por medidas protecionistas, comprometendo o avanço das reformas comerciais de cunho liberalizante. A volatilidade da taxa de câmbio obriga o governo a fazer intervenções mais freqüentes no mercado, implicando, muitas vezes, na necessidade de um maior volume de reservas internacionais para garantir a maior mobilidade de capital. Neste sentido, há um custo de oportunidade que é dado pelo diferencial de taxa de retorno do capital estrangeiro aplicado no país e a taxa de juro internacional que remunera as reservas.

Finalmente, na ausência de controles efetivos, a estabilização macroeconômica pode ficar comprometida no caso de fluxos de capitais especulativos e desestabilizadores, implicando numa redução do grau de autonomia das políticas macroeconômicas nacionais. Associado à existência de fluxos de curto prazo, estaria o risco maior da não alocação eficiente dos recursos, comprometendo a capacidade do país recipiendário de servir aos compromissos futuros de pagamentos externos, dada a insustentabilidade destes capitais no longo prazo, com resultados diretos sobre o balanço de pagamentos.

Em realidade, o processo de liberalização cambial está inserido num contexto maior que envolve não somente a liberalização da conta de capital, mas a implementação de reformas que visem a liberalização e a consolidação do sistema financeiro doméstico de um país. O objetivo final seria a criação de uma estrutura orientada por regras de mercado, onde os objetivos da política monetária fossem capazes de sustentar a estabilidade macroeconômica, e a liberalização da conta de capital estivesse inserida dentro um amplo programa de liberalização do setor financeiro.

Em países com sistemas financeiros frágeis ou em estágios embrionários de competitividade, se torna mais complexa a adoção de medidas de caráter prudencial. Em particular, as dificuldades são maiores em países cuja capacidade de inserirem-se em um contexto de reformas financeiras de cunho liberalizante é extremamente limitada, decorrência da ineficiência de suas estruturas institucionais. Neste caso, as instituições financeiras locais têm capacidade restrita para acessarem mercados internacionais, bem como para administrarem riscos associados aos fluxos de capital em larga escala. Da mesma forma, as autoridades vêem limitado seu poder de regulação e supervisão sobre o sistema financeiro. Por estas razões, estes países precisam de tempo para desenvolverem suas instituições financeiras, bem como seus mercados e instrumentos regulatórios, sob pena de produzirem desajustes em toda sua estrutura de intermediação financeira.

Uma maneira simples mas útil de se mensurar o impacto da liberalização dos movimentos de capital sobre as políticas monetária e cambial é através da condição da paridade coberta da taxa de juros, que resulta da arbitragem entre as taxas de juros doméstica e externa de curto prazo, e da taxa de desconto presente da moeda no mercado futuro de câmbio. A condição da paridade coberta da taxa de juros pode ser escrita da seguinte forma:

$$i_d = i_f + F_d$$

onde:

$$F_d = \frac{e^f - e^s}{e^s} \times 100$$

onde:

i_d é a taxa de juros doméstica;

i_f é a taxa de juros externa, de mesma maturidade;

F_d é a taxa de desconto futura para esta mesma maturidade;

e_s é a taxa de câmbio (unidades da moeda doméstica em termos da moeda externa) para o mercado à vista;

e_f é a taxa de câmbio futura na data de vencimento dos contratos de taxa de juros.

Portanto, onde a taxa de juros externa e a taxa de câmbio futura são predeterminadas, o país pode determinar a taxa de juros doméstica ou a taxa de câmbio no mercado *spot*, mas não as duas.

Com a maior liberdade para os movimentos de capital, as taxas de juros de curto prazo irão progressivamente sendo determinadas pela condição da paridade coberta da taxa de juros. Como a tentativa de regular tanto a taxa de juros quanto a taxa de câmbio é inconsistente nesta condição, podem surgir incentivos para a entrada maciça de fluxos de curto prazo. Assim:

“ A capacidade para determinar as políticas monetária e cambial de maneira a atingir distintos objetivos macroeconômicos será progressivamente restringida com a abertura da conta de capital. Se a política monetária objetiva o controle da inflação, a taxa de câmbio não deve ser livre, por exemplo, de modo a ser usada como um instrumento de mudança dos gastos, sustentando a conta corrente. A política fiscal poderia ser usada para influenciar decisões de poupança/investimento, ao contrário das políticas monetária e cambial. De modo inverso, se a política cambial é planejada para atingir objetivos de estabilização da conta corrente, ou se a taxa de câmbio é fixa, a política monetária tem pouca autonomia para alcançar objetivos de estabilização doméstica ou para administrar as conseqüências dos influxos de capital de curto prazo”¹⁵.(JOHNSTON, 1998, p.11).

Em relação as implicações da seqüência de reformas, as políticas iniciais responsáveis por lidarem com influxos maciços de capital, em um ambiente de taxa de

¹⁵ *“The capacity to assign monetary and exchange policies to achieve different macroeconomic targets will be increasingly constrained with the opening of the capital account. If monetary policy targets inflation, the exchange rate would not be free, for example, to be used as an expenditure switching instrument to achieve objectives for the current account. Fiscal policy could be used to influence the savings/investment, but not monetary and exchange rate policy. Conversely, if the exchange rate is targeted to achieve objectives for the current account, or if the exchange rate is fixed, monetary policy would be left with little autonomy to achieve domestic stabilization objectives or to manage the consequences of short-term capital inflows”.* (JOHNSTON, 1998, p.25).

câmbio fixa, normalmente são conduzidas de modo a esterilizarem os efeitos da expansão monetária propiciada por tais influxos. Entretanto, tal política de intervenção envolve custos quase-fiscais, sendo normalmente limitada a sua efetividade, uma vez que serve tão somente para manter a taxa de juros doméstica em patamares elevados, continuando a atrair os influxos de capital que deram origem à valorização inicial.¹⁶ Taxas de câmbio fixas têm, inclusive, em alguns casos, produzido a subestimação dos riscos presentes nos empréstimos em moeda estrangeira.

Assim, como o processo de liberalização da conta de capital tem avançado, um número de países tem respondido ao incremento dos fluxos de capital adotando uma maior flexibilidade da taxa de câmbio, como forma de reduzir os influxos de curto prazo que, em último caso, refletem tão somente diferenças entre taxas de juros.

Da distinção das políticas, conclui-se que alguns países têm seguido o regime de fixação da taxa de câmbio, numa espécie de âncora nominal, subordinando a política monetária à manutenção dessa âncora, com a aceitação de que a taxa de juros é ajustada de modo a responder aos movimentos de capital. Este procedimento tem ajudado a reduzir possíveis reversões nos fluxos de capital, através da eliminação da incerteza sobre o comportamento da taxa de câmbio. Outros países, por sua vez, têm orientado sua política cambial de modo a permitir a manutenção de sua competitividade em níveis internacionais, deixando para a política fiscal o objetivo maior da estabilização doméstica e da eliminação dos efeitos produzidos pelos influxos de capital. Entretanto, dada a limitada flexibilidade da política fiscal no curto prazo, as autoridades têm recorrido a medidas complementares para lidar com o problema da volatilidade dos capitais, utilizando-se, por exemplo, de controles quantitativos.

Uma medida freqüentemente utilizada para reduzir os influxos de capital ou até mesmo para mudar a sua composição, tem sido a imposição do requerimento de reservas para empréstimos de curto prazo junto a não-residentes. Tais medidas, conforme Johnston (1998), são freqüentemente chamadas de “*Chile-type measures*”, numa referência a sua adoção naquele país em 1991, ainda que esta experiência tenha

¹⁶ No momento, se está apenas apresentando as noções gerais de política. O maior detalhamento deste assunto será feito no capítulo final do trabalho.

sido adotada por diversos outros países ao longo da história, como a Alemanha na década de 70.

A exigência da constituição de reservas não remuneradas por juros aumenta o custo dos empréstimos, uma vez que reduz a liquidez do mercado de crédito. Se r representa o volume de reservas não-remuneradas, e i_f a taxa nominal de juros externa, então o custo efetivo dos empréstimos externos para residentes após a exigência da formação das reservas não-remuneradas, i_f^e , fica assim determinado¹⁷:

$$i_f^e = \frac{i_f}{(1-r)}$$

Portanto, a implementação da exigência de reservas irá aumentar o custo dos empréstimos externos para residentes (ou, de outra forma, reduzir o retorno dos investimentos locais para os investidores externos), reduzindo a oferta desta fonte de recursos.

Com o passar do tempo, é de se esperar que a condição de paridade coberta da taxa de juros seja restabelecida. Dada a imposição de diferentes requerimentos quanto ao nível de reservas, a taxa de juros doméstica passa a ser determinada pela seguinte equação:

$$i_d^* = i_f^e + F_d^*$$

Desde que $i_f^e > i_f$, a imposição de diferentes requerimentos de reservas irá exigir ou a elevação da taxa de juros doméstica de curto prazo ($i_d^* > i_d$), ou a redução da taxa de desconto futura ($F_d^* < F_d$). Poder-se-ia produzir a última proposição a partir da depreciação da taxa de câmbio *spot*¹⁸.

¹⁷ O impacto da exigência da formação de reservas não-remuneradas precisa também ser examinado do ponto de vista do investidor externo, uma vez que reduz o retorno para este investidor após a sua implementação. Se i_d é a taxa nominal de juros doméstica, então o retorno para o investidor externo após a imposição das reservas cai para $i_d(1-r)$.

¹⁸ De acordo com Johnston (1998), $F_d = (e^f / e^s - 1) \times 100$: Portanto, para ($F_d^* < F_d$), com uma dada taxa futura, a taxa de câmbio *spot* e^s deveria aumentar, isto é, desvalorizar-se. Se a taxa *spot* é fixa, então todo ajuste deveria recair sobre a taxa de juros doméstica.

Após os ajustamentos na taxa de juros doméstica (ou na taxa de câmbio), as taxas de juros podem novamente serem constrangidas pela condição da paridade coberta. A exigência da constituição de reservas não remuneradas por juros nos empréstimos externos pode resultar em um “calço” entre as taxas de juros doméstica e externa, uma vez que exigirá do país, dada a condição de paridade, o estabelecimento de uma taxa de juros de curto prazo mais elevada. Ao permitir uma taxa de juros de curto prazo mais elevada, a exigência da formação de reservas poderá encorajar uma mudança no comportamento dos empréstimos de longo prazo por parte dos residentes e, portanto, mudar a composição dos fluxos de capital. O resultado desta política dependerá, em última instância, da evolução da taxa de juros nos mercados doméstico e externo e do retorno dos investimentos em ambos os mercados.

Ao comentar, ainda que de forma sucinta, alguns arranjos de política monetária e cambial possíveis em um ambiente de mobilidade de capital, se buscou mostrar o quão diversas são as alternativas disponíveis às Autoridades. Este assunto será retomado com maior atenção no capítulo final do trabalho, quando procurar-se-á não apenas retomar a discussão envolvendo os instrumentos de política, mas analisar a eficiência dos mesmos a partir da conjuntura vigente nas economias da América Latina ao longo da última década.

Antes de encerrar este capítulo, porém, desenvolver-se-á algumas noções sobre o conceito de **Áreas Monetárias Ótimas (AMOs)**. O objetivo não é esgotar o assunto, tamanha a sua complexidade, mas sim explorar um pouco mais os distintos arranjos cambiais possíveis e suas implicações em termos de política econômica, agora sob a ótica de uma união monetária, pressupostos a fixação da taxa de câmbio e a liberalidade dos mercados de capital.

1.5 Áreas monetárias ótimas

A discussão sobre áreas monetárias ótimas é um tema tradicional de finanças internacionais. Desde a ruptura do acordo de Bretton Woods, desenvolveu-se uma preocupação com a estabilidade cambial da Europa, remontando a esta região não somente a primeira proposta concreta de integração monetária, mas, também, o maior exemplo de unificação monetária, quando, em 1º de janeiro de 1999, onze países

membros da chamada União Européia (UE) adotaram uma moeda comum, o euro. O experimento ousado da Europa acabou por criar uma região monetária com cerca de 300 milhões de consumidores que poderá, com a inclusão dos países do Leste Europeu, agregar mais de 25 nações.

O nascimento do euro resultou em taxas de câmbio fixas entre todos os países signatários da União Econômica e Monetária (UEM). Porém, na decisão de compartilhar uma moeda única, os países componentes desta União sacrificaram a soberania de suas políticas monetárias mais do que o normalmente exigido por um regime de taxa de câmbio fixa, concordando em renunciar às moedas nacionais e em transferir o controle de suas políticas monetárias para um Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)¹⁹.

A questão que fica é a seguinte: até que ponto os benefícios advindos da previsibilidade cambial imposta por um regime de unificação monetária podem superar/compensar os custos de abrir mão do controle da política monetária, ainda mais em um cenário de abertura dos mercados internacionais? Prévios estudos acerca desta questão mostraram ambigüidade quanto aos seus resultados, dirimindo a idéia de que quanto mais aberta estiver uma economia, maiores serão os benefícios da adoção de uma moeda única²⁰.

Conforme Krugman e Obstfeld (2001), há poucas dúvidas de que o Sistema Monetário Europeu (SME) ajudou no avanço das metas políticas de seus fundadores por dar à União Européia uma posição mais forte nas relações internacionais. Mas a manutenção e a evolução eficaz da experiência monetária européia dependerá fortemente de sua capacidade de auxiliar os países a atingir suas metas econômicas²¹.

No caso particular da determinação da política cambial, a decisão de um país de fixar a sua taxa de câmbio pode, em princípio, levar tanto a sacrifícios quanto a ganhos

¹⁹ De acordo com Mundell (in Ricci, 1997) “*An Optimum Currency Area has been implicitly defined as a currency area for which the costs of relinquishing the exchange rate as an internal instrument of adjustment (i.e., within the area) are outweighed by the benefits of adopting a single currency or a fixed exchange rate regime*”.

²⁰ Para um melhor entendimento sobre esta questão, recomenda-se a leitura do artigo de Ricci (1997): “*A Model of an Optimum Currency Area*”.

econômicos, visto que, mudando sua taxa de câmbio, um país pode ter sucesso em atenuar o impacto da ruptura advinda de choques econômicos. Por outro lado, a flexibilidade da taxa de câmbio pode ter efeitos potencialmente prejudiciais, como tornar os preços relativos menos previsíveis ou impedir que o governo possa interferir na taxa de inflação. Assim, conforme Krugman e Obstfeld (2001), ponderar os custos econômicos de unir um grupo de países com taxas de câmbio mutuamente fixas em relação às vantagens, exige a necessidade de “medir” os poderes de estabilização que um país sacrifica e os ganhos de eficiência e credibilidade que ele pode obter. Em outros termos, poder-se-ia dizer que os custos e benefícios de um país ao se integrar a uma área com taxa de câmbio fixa dependem de quão bem integrada está sua economia com seus parceiros potenciais, pressupondo uma melhor adequação do regime de taxa de câmbio fixa em áreas muito integradas pelo comércio internacional e pela mobilidade dos fatores de produção.

Conforme Ricci (1997), quando dois países enfrentam choques de natureza real e monetária, o ponto no qual o regime de união monetária implicará em custos maiores de ajustamento comparativamente a regimes de câmbio flexível dependerá da efetividade e da eficiência da taxa de câmbio como instrumento de ajuste de curto prazo. Por sua vez, a efetividade da taxa de câmbio como instrumento de ajuste de curto prazo entre dois países só será possível se atendidas as seguintes condições:

1. ambos os países enfrentem choques assimétricos, exigindo o ajustamento dos preços relativos dos produtos produzidos nos dois países;
2. preços domésticos não totalmente flexíveis; portanto, preços não imediatamente ajustáveis aos choques;
3. preços domésticos não imediatamente indexados à taxa de câmbio (ilusão da taxa de câmbio), implicando que uma mudança nos preços relativos devida a uma mudança na taxa de câmbio não seja imediatamente neutralizada por movimentos dos preços domésticos;

²¹ Sobre as metas e o critério de convergência macroeconômica para admissão na União Econômica e Monetária, ver Krugman e Obstfeld (2001), p. 634.

4. outros mecanismos de ajustamento, tais como os movimentos dos fatores de produção e os instrumentos fiscais sejam ineficientes ou relativamente limitados quanto ao seu alcance;
5. ajustamento através da taxa de câmbio seja o menos oneroso se comparado a outro mecanismo.

Mesmo respeitados estes pressupostos, é de se esperar que a efetividade da taxa de câmbio como instrumento de ajuste diminua à medida em que aumente o grau de abertura da economia, quando os mecanismos de preço e renda neutralizariam as mudanças na taxa de câmbio mais rapidamente. Assim, quanto mais aberta for a economia ou a “área econômica”, mais exposta estará a choques externos, sendo, portanto, difícil prever se, quanto mais aberta for a economia, o seu custo de ajuste a choques reais será mais oneroso em regime de união monetária ou sob um sistema de taxa de câmbio flexível.(Ricci, 1997).

1.5.1 Integração econômica e os benefícios de uma área com taxa de câmbio fixa

Mundell (1961) foi o primeiro a sugerir a criação uma Área Monetária Ótima (AMOs) como arranjo destinado a aumentar a eficácia dos regimes cambiais. Segundo ele, os benefícios derivados desta estrutura seriam: (1) a eliminação dos custos de transação e; (2) a melhor performance da moeda como meio de troca e unidade de conta. Primeiro, a instituição de uma moeda única eliminaria o “peso morto” derivado dos custos de transação e da necessidade de coleta e processamento da informação. O segundo tipo de benefício corresponderia aos ganhos de eficiência derivados: (2a) da eliminação da distorção dos preços relativos produzida pelos custos de transação; e (2b) da eliminação da incerteza quanto à taxa de câmbio.

No fundo, o argumento de Mundell sobre AMOs baseava-se na crença de que as taxas de câmbio flexíveis somente recuperariam a sua eficácia para estabilizar o emprego e a inflação se as moedas nacionais pudessem ser adequadamente reorganizadas em moedas regionais. A qualidade da moeda, contudo, também seria importante para a delimitação da AMOs. Áreas monetárias muito pequenas não seriam desejáveis, já que um número elevado de moedas aumentaria os custos de conversão e

de informação e reduziria a qualidade da moeda. Além disso, uma pequena área monetária implicaria um mercado cambial estreito, vulnerável à ação de especuladores. No limite, *“the optimum currency area is the world”* (Mundell, apud GIAMBIAGI, RIGOLON, 1999, p.82).

O principal benefício econômico das taxas de câmbio fixas é que elas simplificam os cálculos econômicos e possibilitam uma base mais previsível de decisões que envolvem transações internacionais, *vis-a-vis* as taxas flutuantes. Assim, nas palavras de Krugman e Obstfeld, *“o ganho de eficiência monetária, ao integrar-se ao sistema de taxa de câmbio fixa, é igual às poupanças do novo integrante por evitar a incerteza, a confusão, o cálculo e os custos das transações que surgem quando as taxas de câmbio flutuam”*.(grifo dos autores).

Na prática, é difícil mensurar os ganhos de eficiência monetária que se pode obter como resultado do processo de integração. Porém, quanto maior for a integração comercial entre um dado país e os demais países que formam uma dada área monetária e maior for a mobilidade entre os fatores de produção, maiores serão os ganhos advindos do processo de integração. Em resumo, *“um alto grau de integração econômica entre um país e uma área de taxa de câmbio fixa amplia o ganho de eficiência monetária quando o país fixa sua taxa de câmbio em relação às moedas da área. Quanto mais amplos forem os movimentos comerciais e de fatores entre as fronteiras, maior é o ganho decorrente de uma taxa de câmbio fixa entre essas fronteiras”*. (KRUGMAN, OBSTFELD, 2001, p. 640).

Os argumentos até aqui apresentados permitem uma conclusão básica: a um país ou a um grupo de países pertencer a uma AMOs só se justifica quando os benefícios da unificação monetária superam os custos de renunciar às moedas domésticas. Nesse sentido, uma AMO pode ser definida como uma região na qual os benefícios da moeda única são maiores do que os custos de abandonar as políticas monetária e cambial domésticas.

Por fim, ainda que o processo de unificação monetária permita o aumento da credibilidade da política monetária, com a conseqüente redução do viés inflacionário das políticas domésticas, elimine a incerteza cambial, estimulando a integração

comercial²² e reduza os custos de transação e de conversão de moedas, bem como as ineficiências a eles associadas, a eficiência da sua implementação dependerá das seguintes relações entre os países participantes: (i) do grau de integração comercial; (ii) da simetria dos ciclos econômicos; (iii) do grau de mobilidade dos fatores de produção, notadamente da mão-de-obra; e (iv) da convergência da inflação e de outras variáveis macroeconômicas. Assim, economias mais integradas, com ciclos econômicos simétricos, alta mobilidade do trabalho e convergência de indicadores macroeconômicos teriam mais a ganhar com a formação de uma área monetária ótima tendo, portanto, maior probabilidade de constituir uma AMO.

1.5.2 Integração econômica e os custos de uma área com taxa de câmbio fixa

Ser membro integrante de uma área de taxa de câmbio pode envolver custos, e estes têm sua origem no fato de que um país que se une a uma área de taxa de câmbio perde a capacidade de usar as políticas monetária e cambial domésticas para responder aos efeitos de choques no produto, no emprego e no balanço de pagamentos, mesmo quando em um ambiente de inflação baixa. A magnitude dos custos depende da natureza dos choques, da disponibilidade de instrumentos alternativos de ajuste e do grau de abertura das economias.

Via de regra, os custos de abandonar as políticas domésticas serão mais elevados nos países com estruturas industriais ou de exportação muito divergentes e, portanto, sujeitos a choques assimétricos com relação aos demais participantes. Sob o ponto de vista destes países, a resposta da política monetária em termos de estabilização do produto será insuficiente no caso de uma recessão mais pronunciada do que na média da união e excessiva no caso de uma recessão mais branda. Nas palavras de Rigolon e Giambiagi (1999), *“quanto mais assimétricos forem os choques em um país com relação à média da união, mais inadequada será a resposta da política monetária aos efeitos dos choques. No caso extremo de correlação negativa perfeita entre os choques,*

²² A evidência empírica sobre a magnitude deste efeito não é conclusiva. De acordo com Rigolon e Giambiagi (1999), estudos sobre os determinantes do volume de comércio entre os países desenvolvidos concluíram que o impacto da incerteza cambial é pequeno: a duplicação do desvio-padrão da taxa de câmbio real reduziu o volume de comércio em apenas 0,7%. Além disso, há estudos sugerindo que a unificação monetária pode ser ineficaz para reduzir os efeitos da incerteza cambial, uma vez que a volatilidade da taxa de câmbio é atribuído um comportamento endógeno, podendo ser absorvido por outras variáveis, como a taxa de juros.

o banco central poderá aumentar a taxa de juros quando um dos países estiver em recessão e reduzi-la quando ele estiver em expansão”.

Os custos de renunciar às políticas domésticas podem ser reduzidos pela disponibilidade de instrumentos alternativos de ajuste. Uma alta mobilidade do trabalho ou um mecanismo centralizado de transferências fiscais podem atenuar os efeitos de respostas equivocadas aos choques. No entanto, a capacidade destes instrumentos ocuparem o espaço deixado pela perda de autonomia das políticas monetária e cambial é bastante limitada, dada a reduzida mobilidade do trabalho e a flexibilidade dos salários reais quando tem-se, por exemplo, a Europa como cenário de análise.

O grau de abertura das economias também afeta os custos das áreas monetárias, sendo tanto a efetividade quanto a eficiência da taxa de câmbio em corrigir desequilíbrios externos reduzida em ambientes de maior abertura. Em economias abertas, os preços e os salários domésticos são fortemente indexados ao câmbio, o que, além de diminuir a capacidade da taxa de câmbio de afetar os preços relativos, aumenta os custos inflacionários das desvalorizações. Portanto, *ceteris paribus*, quanto maior for o grau de abertura da economia, menor será o custo de abandonar a política cambial doméstica e ingressar em uma união monetária. Dito de outra forma, tem-se que *“um grau elevado de integração econômica entre um país e a área de taxa de câmbio fixa à qual ele se associa reduz a perda da estabilidade econômica resultante por causa de distúrbios no mercado de produtos”*. (KRUGMAN, OBSTFELD, 2001, p. 643).

Nas palavras de Mundell (*in* Rigolon, Giambiagi, 1999), não somente quando um país prefere usar a taxa de câmbio como instrumento para afetar o emprego, os salários reais e o balanço de pagamentos os custos de participar de uma área monetária superam os seus benefícios. Quando a inflação preferida pelo país é diferente da inflação da área monetária, ou quando o país deseja usar a expansão monetária ou o imposto inflacionário para financiar os gastos públicos, este tem sérios incentivos para não participar de uma área monetária. Ou seja, nestas condições o país prefere abrir mão de limitar o poder discricionário de suas autoridades monetárias e fiscais e de buscar a convergência entre a sua taxa de inflação e a taxa da união monetária em prol da defesa de uma política de cunho expansionista.

Sob o ponto de vista da eficácia relativa das taxas de câmbio fixa e flutuante quando da ocorrência de um evento de distúrbio produzido por uma mudança no mercado de produtos, tem-se que uma taxa de câmbio flutuante tem vantagens sobre uma taxa de câmbio fixa: ela automaticamente protege a produção e o emprego da economia, permitindo uma mudança imediata no preço relativo dos produtos domésticos e estrangeiros. Além disso, quando a taxa de câmbio é fixa, a estabilização automática é mais difícil uma vez que a política monetária não tem poder total para afetar a produção doméstica.

Em resumo, áreas monetárias ótimas são grupos de regiões com economias fortemente relacionadas pelo comércio de produtos e serviços e pela mobilidade dos fatores. Assim, uma área de taxa de câmbio fixa servirá melhor aos interesses econômicos de cada um de seus membros se o grau de comércio de produtos e de fatores entre as economias participantes for elevado, visto que o aprofundamento da integração comercial aumenta a correlação dos ciclos econômicos e, simultaneamente, amplia os benefícios e reduz os custos da unificação monetária. A unificação monetária, por sua vez, estimula a integração comercial e, conseqüentemente, aumenta a simetria dos ciclos, apoiando a percepção de que a união monetária e a integração comercial podem produzir um círculo virtuoso, desde que respeitada a condição fundamental de que o ganho de eficiência monetária decorrente da participação em uma área comum seja maior do que a perda de estabilidade econômica decorrente da renúncia às políticas monetária e cambial domésticas.

Findo o capítulo 1, pôde-se desenvolver alguns conceitos acerca das teorias iniciais envolvendo a mobilidade de recursos entre países, bem como sobre as principais correntes que debateram a questão da liberalidade da conta de capital. Concluiu-se este capítulo abordando a conceituação das áreas monetárias ótimas, onde o objetivo maior foi explorar um pouco mais os distintos arranjos cambiais e suas implicações em termos de ganhos/perdas de política econômica.

No capítulo 2 analisar-se-á a dinâmica presente nos mercados financeiros, bem como o comportamento dos agentes participantes destes mercados, buscando entender, a partir de cenários de instabilidade e choque de expectativas, até que ponto suas posturas/posições podem ser entendidas como racionais ou não, tendo como pressuposto um ambiente de liberalização dos mercados financeiros.

2. A DINÂMICA DOS MERCADOS FINANCEIROS: INSTABILIDADE, ESPECULAÇÃO, CHOQUE DE EXPECTATIVAS E COMPORTAMENTOS DE MANADA

No capítulo anterior, deu-se especial atenção ao desenvolvimento de alguns conceitos acerca das teorias iniciais envolvendo a mobilidade de recursos entre países, bem como sobre as principais correntes que debateram a questão da liberalidade da conta de capital.

Avançando na análise do que considera-se como sendo questões pontuais da dinâmica dos mercados financeiros, o presente capítulo apresenta aspectos pertinentes aos chamados movimentos especulativos e de instabilidade dos mercados, em grande medida produzidos por problemas informacionais, bem como analisa os riscos presentes nos fluxos financeiros e o comportamento dos agentes participantes dos mercados de capital, buscando entender até que ponto suas posturas/posições podem ser entendidas como racionais ou não, tendo como pressuposto um ambiente de liberalização dos mercados financeiros.

O interesse nestas questões vem dar subsídios ao argumento de que, tanto a instabilidade de mercado, como a adoção de comportamentos repentinos por parte dos agentes, por quaisquer motivos que venham a ser produzidos, constituem movimentos que fogem ao controle dos *polycmakers* e, portanto, são passíveis de produzir desajustes na implementação e/ou condução das políticas econômicas.

2.1 Especulação e instabilidade na globalização financeira

A evolução da economia mundial a partir de meados dos anos 80 tem sido marcada pelos resultados dos processos de liberalização financeira, processos estes que se concretizaram nos principais países. Ainda que com características específicas em cada um dos casos, houve a introdução acelerada de inovações financeiras, acompanhada de uma intensificação na atividade de seus mercados de ativos, seja pela criação de novos instrumentos nos diferentes mercados de créditos, seja pela maior demanda destes instrumentos por parte, em grande medida, das chamadas economias emergentes e/ou pela maior exposição dos agentes ofertantes nos mercados de crédito e risco, dado o contexto de estabilização das economias demandantes. Concomitantemente, uma explosão nos volumes de transações cambiais foi a contrapartida da operação do sistema financeiro global permitido pela liberalização.

Também foi uma das características deste processo de liberalização a maior instabilidade financeira, tanto na forma de volatilidade dos preços quanto na ocorrência de crises em mercados de títulos e de câmbio. Em termos do número de crises isoladas ou com repercussão em economias geograficamente próximas ou similarmente administradas do ponto de vista de suas políticas macroeconômicas, os anos 90 superaram qualquer estimativa anterior, não se tendo similaridade de tamanhos processos de reversão de expectativas desde os anos 30.

Conforme Canuto e Laplane (1995), há duas linhas básicas de interpretação de tal instabilidade. De um lado, estão aqueles que enfatizam o escopo ampliado das atividades especulativas e a submissão dos instrumentos de política econômica à operação livre dos mercados financeiros. De outro, há o argumento de que a turbulência dos mercados é produto de uma transição de aprendizado, ou, ainda, originária de orientações equivocadas de política econômica, nada havendo de intrinsecamente instável nas finanças globais.

Ainda que haja uma polarização das discussões, alguns aspectos convergentes não podem ser desprezados. A liberalização financeira nas principais economias avançadas e emergentes possibilitou a criação de um megamercado financeiro mundial, ou seja, o funcionamento de um mercado unificado de dinheiro e ativos não-monetários

em escala global. O volume diário de transações cambiais se expandiu a uma taxa de 30% ao ano nos anos 80, alcançando a cifra de US\$ 1 trilhão em 1992, sem que se pudesse associar tal explosão a fluxos comerciais de bens e serviços e de investimentos produtivos. Estima-se que cerca de 15% das transações cambiais dizem respeito a comércio de bens e serviços e investimentos em ativos de longo prazo, e 85% correspondem a operações de especulação, cobertura de risco e investimento em carteira de curto prazo.

Dados apontados por Coutinho e Beluzzo (1996), dão conta, conforme estimativas do BIS (Bank Of International Settlements), de que o valor de mercado do estoque de riqueza financeira saltou de US\$ 5 trilhões, no início dos anos 80, para cerca de US\$ 35 trilhões em 1995 (um crescimento de 800% em quinze anos). Neste mesmo ano, o volume de transações transfronteiras com estes papéis alcançou 140% do PIB do G-7, contra 35% em 1985. Enquanto o somatório dos déficits em conta corrente em nível mundial se estabilizou em torno de US\$ 300 bilhões anuais desde meados da década de 80 (base:1995), a expansão vultosa das operações cambiais refletiu uma crescente “interpenetração patrimonial” entre países, não apenas em termos de ativos de longo prazo mas, sobretudo, em ativos líquidos de curta maturação (Canuto, Laplane, 1995).

A novidade nestes mercados de finanças securitizadas²³ é a participação crescente das unidades familiares como ofertantes de fundos e detentoras de papéis através dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras). Na outra ponta, os emissores são basicamente os Tesouros Nacionais (com destaque para os Estados Unidos), grandes empresas e bancos. Diferentemente do que ocorreu no pós-guerra até o início dos anos 80, a transformação das poupanças em créditos bancários cedeu lugar à finança direta, mobilizada através dos mercados de ativos. Estes mercados possuem características bem conhecidas:

²³ Securitização ou titularização significa a transformação de ativos financeiros em instrumentos negociáveis no mercado. Em sentido mais amplo, securitização nada mais é que a troca de uma obrigação assumida através de empréstimos bancários por outra, representada por título público (bônus). Aplicada, por exemplo, aos mercados de dívida soberana, a securitização permite ao devedor, com a troca, a redução de sua dívida bruta na proporção do deságio geralmente concedido quando da efetivação da operação, a eliminação do *spread* (margem de risco), geralmente incidente sobre os empréstimos e a segurança de uma taxa fixa de juros. (Devlin, French-Davis e Griffith-Jones, 1994).

- profundidade, isto é, mercados secundários de grande porte que garantem elevado grau de negociabilidade aos papéis de distintas características, denominações monetárias e prazos de maturação;
- liquidez e mobilidade, ou seja, relativa facilidade de entrada e de saída das posições assumidas;
- volatilidade, decorrente de mudanças freqüentes nas expectativas a respeito da evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em moedas distintas.²⁴

Por sua vez, as inovações financeiras, cuja implementação foi sensivelmente facilitada pela desregulamentação dos sistemas financeiros nas economias avançadas, não se limitaram à proliferação de títulos negociáveis, incluindo também contratos vinculados a tais títulos (os chamados “derivativos”) que, por sua vez, também podem vir a ser negociados em mercados próprios. A criação destes instrumentos tem por objetivo último, proteger o “investidor”, neutralizando os riscos de perda de rendimento e/ou capital associados à volatilidade dos mercados²⁵. Estas operações, denominadas de “*hedge*”, tomam a forma de contratos de compra e venda, *swaps* ou opções em datas futuras, intermediadas principalmente pelos bancos, e oferecem cobertura de “risco de preço” (câmbio, juros, preços de títulos ou movimento médio dos mercados). Na improbabilidade de perfeita simetria de informações, a transferência de risco supõe sua recepção por agentes que “fazem o mercado” (*market-makers*) – responsáveis pelas

Em sentido restrito, a securitização implica em relações de débito-crédito diretas entre tomador e aplicador de recursos, envolvendo os intermediários financeiros na organização das operações, subscrição, guarda e comercialização de títulos.

²⁴ Aqui, cabe ressaltar que as características mencionadas, principalmente as primeiras, aplicam-se aos mercados de ativos das economias desenvolvidas, onde estão consolidados os conceitos de profundidade, liquidez e mobilidade. Já para os mercados de ativos das economias emergentes é prematuro afirmar que estas características estejam consolidadas. Quer por problemas informacionais, de legislação, por aspectos de ordem institucional e/ou jurídica, ou mesmo por características próprias dos agentes domésticos, os mercados de ativos das economias emergentes são, notadamente incipientes, de baixa liquidez, concentrados e de excessiva volatilidade.

²⁵ Ativos financeiros, inclusive aqueles que funcionam como instrumentos monetários, envolvem risco de preço, ou de mercado, e de crédito, ou de inadimplência (*default*), associados tanto ao portfólio específico a que estão vinculados, quanto à moeda nacional a que se reportam (risco de inflação e/ou câmbio, risco de moratória externa, etc). Mesmo nos mercados organizados, em que as operações se encerram sem a necessidade de envolvimento de estoques de mercadorias ou ativos financeiros específicos, se está sujeito aos riscos vinculados às posturas adotadas pelos *market-makers*, capazes, pelo poder que exercem, de influenciar todo um mercado.

compras ou vendas residuais quando necessárias – e/ou avaliam favoravelmente assumir tal risco (especuladores)²⁶.

O surgimento dos derivativos e a securitização se auto-reforçaram, mas coube aos primeiros receber uma maior atenção. Isto porque seus mecanismos de operação implicam forte capacidade de alavancagem, e não por acaso os especuladores são estimados como responsáveis por 75% de suas transações: posições especulativas com imobilização apenas de 3%, como depósitos de garantia, podem ser tomadas em alguns mercados futuros, bem como opções na proporção 1:10. Os *swaps* constituem verdadeiras correias de transmissão entre os diversos mercados de ativos (bolsas, câmbio, títulos de dívida). Além disso, até meados da década de 90, os balanços das instituições financeiras não registravam tais operações como derivativos, o que dificultava ainda mais a percepção adequada de riscos de seus portfólios (na verdade, tais operações compuseram um dos mecanismos para escapar do monitoramento das autoridades monetárias).

As transformações financeiras envolveram também a expansão e a emergência internacional dos chamados “investidores institucionais”, com sua atribuição de gerir conjuntos de portfólios. Esses investidores, além de outras instituições financeiras não-bancárias, são responsáveis por operações com seqüências volumosas e complexas de transferência de fundos e emissão de títulos, cruzando mercados intra e entre países. Destacam-se também os fundos de alto desempenho especializados em operações especulativas, chamados de *hedge funds*.

De acordo com Canuto e Laplane (1995), o processo crescente de securitização em níveis mundiais, combinado com a excepcional evolução dos mercados de produtos derivativos, resultou em maiores volumes de transações financeiras brutas por unidade de PIB. Da mesma forma, a “interpenetração patrimonial” entre países e correspondentes operações com derivativos implicam maior volume bruto de transações monetário-financeiras por volume de transações correntes nos balanços de pagamentos. Esta evolução foi ainda impulsionada pelas necessidades líquidas de financiamento

²⁶ A especulação e o *hedge* são atividades de natureza oposta: enquanto a primeira objetiva constituir uma posição credora (devedora) em um ativo cujo preço se espera subir (cair), o segundo “zera” posições ou faculta tal possibilidade, tendo como objetivo final proteger posições ativas/passivas de quaisquer tipo de oscilações a que estão expostas.

apresentadas pela economia norte-americana nos anos 80, os chamados “*twin-deficits*” ou “déficits gêmeos” (público e externo em conta corrente), que foram responsáveis pela mudança da posição patrimonial líquida do país de maior credor para maior devedor.

Vale ressaltar também a instabilidade nos mercados financeiros (ativos líquidos, títulos negociáveis de médio e longo prazo, mercados de câmbio) ao longo deste período de liberalização e globalização financeira. A própria demanda por crescente flexibilização dos instrumentos financeiros disponíveis, bem como por novos instrumentos pelos quais se pudesse suavizar o risco de crédito e transferir o risco de preço, havia sido estimulada pela flutuações cambiais e de juros que marcaram os anos anteriores à liberalização financeira. No entanto, verificou-se uma volatilidade ainda maior nos preços dos ativos monetários e financeiros na era das finanças globais. Assim:

“ Verificou-se não apenas a presença de variâncias maiores, mas principalmente de variâncias fortemente oscilantes no tempo. Mais que isso, booms e cracks em mercados localizados ou com potencial de repercussão tornaram-se mais frequentes, configurando como que “bolhas” infladas e posteriormente estouradas: a valorização do dólar no início dos anos 80 e o posterior risco de “aterisagem forçada” (hard landing); expansão e posterior crash da bolsa em Nova York em 1987; crescimento e posterior colapso em 1989 do mercado de junk bonds nos Estados Unidos; surtos imobiliários e bursáteis no Japão e na Suécia, desdobrando-se em crises em outros mercados de ativos; as falências das savings and loans institutions norte-americanas; os ataques especulativos de 1992-93 dentro do Sistema Monetário Europeu; fluxos maciços de capital de curto prazo para o México nos anos 90 e seu refluxo ao final de 1994; etc. Quer se possa apontar políticas econômicas insustentáveis na raiz de alguns casos, quer “bolhas especulativas” de curto fôlego em outros, parece-nos indiscutível o fato de que as finanças passaram a exibir comportamentos mais explosivos diante de desequilíbrios nos mercados de onde eram, em última instância, derivadas”. (CANUTO, LAPLANE, 1995, p. 35).

De fato, é ingenuidade supor que os mercados de ativos financeiros e monetários atendem aos requisitos de eficiência no sentido de que não possam existir estratégias

“ganhadoras” acima da média, derivadas fundamentalmente de assimetrias de informação e poder. Conforme Coutinho e Beluzzo (1996), os protagonistas relevantes nestes mercados são, na verdade, os grandes bancos, os fundos mútuos e a tesouraria de grandes empresas que decidiram ampliar a participação da riqueza financeira em seu portfólio. Em condições de incerteza, estes agentes são obrigados a formular estratégias com base em uma avaliação “convencionada” sobre o comportamento dos preços. Dotados de grande poderio financeiro e de influência sobre a opinião dos mercados, eles são na verdade formuladores de convenções, no sentido de que podem manter, exarcebar ou inverter tendências. Suas estratégias são mimetizadas pelos investidores com menor poder e informação, ensejando a formação de bolhas altistas e de colapsos de preços. Assim:

“ É um truísmo afirmar que estes mercados são intrinsecamente especulativos, uma vez que as posições “compradas” e “vendidas” são sempre tomadas em relação às expectativas de variação dos preços dos ativos cujos estoques já existentes determinam as condições de formação dos preços dos fluxos de novas emissões. O problema é que nestes mercados dominados pela “lógica dos estoques” a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos autoreferenciais, instáveis e desgarrado dos “fundamentos”. (COUTINHO, BELUZZO, 1996, p. 131-132).

Os momentos de ruptura de um determinado estado de convenções que sustentava uma onda de especulação altista costumam resultar em agudas deflações de preços dos ativos sobrevalorizados. É freqüente que, nestas ocasiões, os prejuízos sejam consideráveis para os agentes cujas carteiras carregavam grandes posições nestes ativos. A questão torna-se ainda mais delicada quando se sabe que estas posições podem estar, em geral, muito alavancadas, apoiadas na expansão do crédito bancário.

Quanto mais abrupta e inesperada a deflação de ativos, maior será o número de agentes relevantes atingidos por severos desequilíbrios patrimoniais, que podem

culminar na ruptura das cadeias de pagamento, gerando uma crise de liquidez sistêmica.

Diante da importância da chamada “economia de ativos” na formação dos patrimônios das famílias, empresas e bancos, Coutinho e Beluzzo (1996), apontam a importância das autoridades monetárias no sentido de não permitirem uma espiral aguda de queda de preços. A prova disso é que, em todos os movimentos de ruptura anteriormente mencionados, os Bancos Centrais foram pródigos nas intervenções destinadas ao refinanciamento dos desequilíbrios incorridos pelos agentes, citando como de enorme relevância as operações de sustentação da liquidez no *crash* de 1987 e a prevenção de um segundo *default* mexicano no início de 1995.

Em suma, mais do que em qualquer outro período da história econômica, as políticas monetárias estão severamente constrangidas pelas tensões e desequilíbrios que nascem dos mercados financeiros, limitando por demais o espaço para os formuladores de políticas macroeconômicas. Assim, as intervenções destinadas a conter crises sistêmicas criam, inevitavelmente, problemas de risco moral. Para evitar que este tipo de intervenção de última instância seja frequente, agravando o “*moral hazard*”, as autoridades vêem-se forçadas a administrar crises sistêmicas e de confiança nos seus mercados financeiros de modo a permitir “aterisagens suaves”, com mínimos prejuízos sobre as variáveis “reais” da economia. Com isto, “*não conseguem desestimular as tendências especulativas dos mercados, agravando o viés altista que potencializa os problemas de sobrevalorização dos ativos*” (COUTINHO, BELUZZO, 1996, p.132).

2.2 O ciclo comandado pela dinâmica financeira: limitações de política, assimetria informacional e crises financeiras

A crescente instabilidade produzida nos mercados financeiros, intensificada a partir dos processos de desregulamentação e liberalização, permite afirmar que as autoridades monetárias passaram a temer a progressiva severidade e a generalização dos efeitos perversos de suas reversões cíclicas. Sem sombra de dúvidas, uma pronunciada e súbita reversão do ciclo de “inflação de ativos”, tende a acarretar o aparecimento de desequilíbrios patrimoniais tanto para unidades familiares quanto para empresas.

Estes desequilíbrios permanecem encobertos no período de alta do ciclo, quando ocorre a rápida valorização das ações das empresas e de seu portfólio de ativos, bem como do patrimônio financeiro e imobiliário das famílias. Esta valorização estimula o sobreendividamento daqueles agentes, impulsionando o consumo, o investimento produtivo e a própria valorização fictícia da riqueza financeira através dos investimentos de curto prazo.

As expectativas de valorização de ativos cuja oferta é relativamente rígida provocam, de fato, uma elevação de preços cuja continuidade é sustentada pela crescente atração de recursos da esfera industrial para a esfera financeira. A confirmação dos ganhos de capital antecipados reforça o viés especulativo e induz as famílias, as empresas, os bancos e demais intermediários, com posições próprias, a aumentarem o seu grau de alavancagem no mercado de ativos financeiros e imobiliários, favorecendo a progressão do surto “inflacionário”.

A repetição deste comportamento faz com que a economia comece a se aquecer, impulsionada pela ampliação do consumo das famílias e do investimento das empresas. Paralelamente, intensifica-se a pressão sobre o crédito e acelera-se a escalada de valorização da riqueza financeira e imobiliária. Aos primeiros sinais de aquecimento do nível de atividade e diante da percepção de que os ativos estão sobrevalorizados e as taxas de juros de longo prazo estão baixas – diante da inflação projetada – os agentes mais ágeis “atiram” primeiro e precipitam um movimento de venda, provocando uma espiral baixista dos preços dos títulos e, conseqüentemente, as taxas de juros de longo prazo se elevam abruptamente. Com isso, o mercado emite sinais para as autoridades monetárias de que considera adequada e, ao mesmo tempo, inquietante a elevação das taxas de juros de curto prazo. Isto explica o aumento da volatilidade dos preços – e das taxas de juros de longo prazo – durante as etapas de baixa do ciclo financeiro. Com relação à forma como é dada a transmissão das mudanças de expectativas quanto ao comportamento das taxas de juros de curto prazo para as de longo prazo, tem-se que:

“ Parece ser uma peculiaridade destes mercados de riqueza e de sua dinâmica cíclica, a endogenização dos movimentos da taxa de juros longa e a subordinação do manejo das taxas curtas às expectativas que comandam as alterações no curso das primeiras. Esta relação entre as taxas longas e curtas parece ser hoje muito mais complexa do que as observadas por Keynes ao analisar os mercados financeiros de sua época, quando era mais definida a separação entre mercados financeiros e monetários, com mecanismos de transmissão mais claros das taxas curtas para as longas”.
(COUTINHO, BELUZZO, 1996, P. 134).

A deflação de preços nos mercados de ativos tende sempre a revelar a existência de situações de fragilidade financeira e, em muitos casos, de patrimônios líquidos negativos ou prestes a se tornarem negativos. Os efeitos sobre o nível de atividade são, portanto, mais desfavoráveis nos ciclos comandados pela dinâmica dos mercados financeiros.

Isto porque, as mesmas mudanças estruturais que melhoraram o acesso dos países emergentes aos mercados financeiros internacionais, e permitiram o acesso de investidores estrangeiros aos mercados locais, também aumentaram a intensidade potencial e a duração dos ataques especulativos. Dessa forma, a crescente institucionalização da poupança e a participação de investidores institucionais nos mercados internacionais que estimularam a demanda pelos papéis das economias emergentes, também levaram ao crescimento de fundos de cobertura de risco altamente alavancados e ao surgimento de operadores proprietários preparados para suportar riscos significativos na busca das fraquezas dos regimes cambiais.

Em períodos de retração, as empresas contraem sensivelmente o investimento e cortam custos, com impactos diretos sobre a folha de salários, com o propósito de atender à súbita elevação da carga de juros sobre a receita operacional. As famílias, sob o efeito da desvalorização de seus portfólios financeiros e temendo pela inadimplência, restringem o consumo e elevam a poupança, tentando restabelecer a relação desejada entre riqueza e renda. Isto significa que são muito poderosas as forças que tendem a empurrar a economia para uma trajetória depressiva e deflacionária. Diante desta perspectiva, os Bancos Centrais são obrigados a reduzir substancialmente as taxas de juros, de modo a facilitar a solvência das unidades em desequilíbrio, dando liquidez ao

mercado e permitindo o refinanciamento das posições com a atenuação dos custos financeiros. Em última instância, tem-se que:

“ As políticas monetárias, mais acentuadamente nos países centrais, movem-se, portanto, em um corredor estreito entre a obrigação de prevenir as deflações agudas, através de repetidas intervenções de última instância (sempre acompanhadas de risco moral) e a necessidade de regular a estabilidade da economia, evitando sobretudo a formação de bolhas especulativas que, nas condições atuais, acarretam, quase sempre, situações de fragilidade e de miopia financeira”. (COUTINHO, BELUZZO, 1996, P.135).

Em realidade, ataques especulativos à moeda não são um fenômeno moderno, tendo ocorrido ainda na era do padrão-ouro, nos anos 20. Hoje em dia, como no passado, os países mais vulneráveis a tais ocorrências, são aqueles que têm pouca flexibilidade na taxa de câmbio.

Ainda que muitos países considerem os regimes cambiais controlados úteis por fornecerem uma âncora nominal para os níveis internos de preços ou pela manutenção de posições externas competitivas, eles requerem políticas macroeconômicas coerentes com o regime cambial e estruturas de mercado suficientemente fortes e flexíveis para permitir a defesa efetiva da taxa de câmbio. Quando se tornam visíveis inconsistências ou fraquezas nas políticas ou na estrutura financeira, os ataques especulativos podem estar próximos. Estudos empíricos desenvolvidos pela equipe técnica do Fundo Monetário Internacional (FMI) determinaram que os ataques (tanto os diretos como aqueles que representam o efeito “contágio” do ataque a outra moeda) muito provavelmente têm como alvo moedas de países com determinadas características: taxa de câmbio real altamente sobrevalorizada, desequilíbrios no sistema financeiro e na posição fiscal e dívida externa com elevada proporção de vencimentos a curto prazo.²⁷

²⁷ Ataques especulativos desta natureza ocorrem como respostas às chamadas perturbações nos fundamentos macroeconômicos, e tiveram sua posição defendida, principalmente, por economistas ligados ao FMI até meados da década de 90. No decorrer deste capítulo serão apresentados contra-pontos a esta corrente, no sentido de mostrar que os ataques a moedas e regimes cambiais podem ter sua origem em aspectos de ordem informacional e em posturas que resultam em fenômenos do tipo seleção adversa e risco moral nos mercados de crédito. Um caso típico destes fenômenos – que não serão explorados à exaustão, visto não ser este o objetivo do trabalho – foram as crises que ocorreram nas economias do sudeste asiático. Mesmo apresentando indicadores de equilíbrio fiscal, superávits vultosos em seus balanços de pagamentos, taxas de crescimento elevadas e níveis de preços controlados, estas economias não ficaram imunes a ataques em suas moedas.

Portanto, não bastassem as limitações impostas à política monetária pela dinâmica financeira, esta sofre, também, constrangimentos decorrentes da fragilidade dos regimes cambiais. Além disso, há a possibilidade de perturbações provenientes da coexistência entre mercados financeiros “globalizados” e um sistema internacional plurimonetário, com taxas de câmbio flutuantes entre as três principais moedas – dólar, marco e yen. Isto não seria tão problemático se o país detentor da moeda central – ou seja, aquela em que são denominados a maioria dos contratos e que funciona como meio de pagamento preferencial no conjunto das transações – não fosse, ao mesmo tempo, devedor líquido e cronicamente deficitário em conta corrente.

Esta posição coloca a política monetária americana diante de decisões delicadas. As políticas expansionistas ou de taxas de juros baixas, frequentemente reclamadas quando a economia está em recessão, encontram um limite na necessidade de se preservar a função de reserva de valor internacional da moeda americana. Porém, como qualquer outra moeda, o dólar está sujeito a flutuações desestabilizadoras, haja visto que os mercados cambiais, com elevados volumes de negócios diários, oferecem aos detentores de riqueza inúmeras oportunidades de especulação quanto ao comportamento futuro das moedas, ensejando espaços importantes de arbitragem entre taxas de juros dos ativos denominados em moedas distintas.

Assim, os agentes que administram grandes portfólios buscam combinar ativos que prometem elevados ganhos de capital, considerando o preço do ativo na moeda em que está denominado e a expectativa de valorização/desvalorização cambial. Os movimentos tendem a se auto-reforçar quando, por exemplo, determinados ativos subvalorizados sofrem um súbito choque de demanda e ingressam em uma espiral altista de preços que, ao mesmo tempo, induz a uma valorização cambial. Quando especuladores de grande porte atacam uma moeda, torna-se difícil para os bancos centrais defendê-la simplesmente através do aumento das taxas de juros. Esta providência pode até mesmo agravar o problema quando as posições cambiais estão protegidas por derivativos cujo preço se move na mesma direção das taxas de juros. Assim, *“a estreita interdependência entre as expectativas que se formam nos mercados cambiais e financeiros vem criando fortes restrições ao raio de manobra das políticas monetárias. Isto é ainda mais verdadeiro para os países de moeda fraca”*. (COUTINHO, BELUZZO, 1996, P 136).

A prova disso está no socorro americano ao México, realizado no início de 1995, através do Tesouro, que reverteu a subida das taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos. Esta providência foi tomada para aliviar as tensões que se propagavam rapidamente para outros mercados emergentes da América Latina, como o Brasil e, sobretudo, a Argentina. Concomitantemente, iniciou-se uma fase de rápida desvalorização do dólar em relação ao marco e ao yen, só revertida no segundo semestre de 1995, através de uma operação coordenada entre os bancos centrais dos três países.

A incerteza criada nos mercados latino-americanos pelo episódio mexicano, provocou mais um capítulo da fuga para a qualidade. Os investidores domésticos e estrangeiros nos mercados emergentes buscaram refúgio no dólar, contribuindo assim para atenuar a desvalorização da moeda americana.

Se o colapso mexicano e a intervenção de última instância dos Estados Unidos tivessem ocorrido em um momento de sincronização do ciclo expansivo entre o país detentor da moeda central e os dois outros de moeda “forte” – o marco e o yen – provavelmente as pressões sobre o dólar teriam sido ainda maiores. Muito provavelmente o Banco Central americano (*Federal Reserve*) teria que elevar ainda mais as taxas de juros sobre o dólar, criando um impasse entre a necessidade de sustentar a cotação de sua moeda nos mercados internacionais e evitar uma crise global dos mercados financeiros, a partir de uma situação de colapso das economias “emergentes”.

Porém, não somente as perturbações produzidas por alterações nas expectativas quanto ao comportamento do preço dos ativos e, mais profundamente, nos chamados fundamentos macroeconômicos – aqui destacados a evolução das taxas de juros e a administração da política cambial – podem resultar em crises financeiras. Assim, ataques a moedas e a regimes cambiais podem ter sua origem em aspectos de ordem informacional, predominando, nestes casos, a tese de que a ocorrência de crises financeiras está diretamente relacionada às posições assumidas pelos agentes que transacionam nos mais distintos mercados.

De fato, é vasta a literatura que trata sobre a origem das crises financeiras a partir de posturas que resultam, por exemplo, em fenômenos do tipo seleção adversa e

risco moral nos mercados de crédito, bem como sobre sugestões de políticas para minimizar o efeito de tais comportamentos.

A maior ênfase nestes assuntos advém do fato de que, nos últimos anos, as crises financeiras têm se tornado um evento comum nos países emergentes, com conseqüências devastadoras sobre suas economias. Por exemplo, as crises financeiras que acometeram o México, em 1994 e os países do leste asiático, em 1997, produziram quedas significativas nos níveis de produto destas economias, com efeitos negativos sobre os índices de crescimento, ao mesmo tempo em que chamaram a atenção dos *policymakers* para a necessidade da adoção de políticas que possam tornar a probabilidade de ocorrência destes eventos menor.

O ponto de partida para a construção de um conjunto de medidas capazes de minimizar a ocorrência de tais eventos está no entendimento do que realmente significa uma crise financeira.

Para tanto, é preciso entender que a função essencial do sistema financeiro é a canalização de fundos dos agentes superavitários para os indivíduos ou firmas com as melhores oportunidades de investimento produtivo. Para desempenhar esta função de modo eficaz, os participantes dos mercados financeiros precisam estar habilitados a medir acuradamente quais as oportunidades de investimento são mais ou menos rentáveis.

Porém, é comum o sistema financeiro confrontar-se com problemas de assimetria de informação, no qual uma das partes da transação detém informação menos acurada do que a outra. Por exemplo, agentes tomadores de recursos (empréstimos) usualmente têm melhores informações sobre o retorno potencial e os riscos associados aos seus projetos de investimento do que aqueles que ofertam os fundos para realização de tais projetos. Essa assimetria de informações produz dois problemas básicos no sistema financeiro: seleção adversa e risco moral.

O fenômeno da seleção adversa é um problema de assimetria de informação cuja ocorrência se dá antes do final da transação, e onde tomadores de baixa qualidade e maior risco de crédito se constituem nos agentes mais desejosos em obter empréstimos,

mesmo que ao custo de taxas de juros mais elevadas. Assim, os agentes mais interessados em “levantar” recursos para projetos que representam maior risco e menor retorno, são aqueles mais prováveis de serem selecionados. Dito de outra forma, se poderia afirmar que aqueles que querem assumir riscos mais elevados têm maior probabilidade de obterem recursos, visto que estão menos preocupados com o retorno dos seus “negócios” e, conseqüentemente, com o pagamento do empréstimo e o custo embutido no mesmo.

Nestas condições, os emprestadores deveriam evitar fazer empréstimos à taxa de juros elevadas, uma vez que não dispõem de informações completas sobre a qualidade dos tomadores, ao mesmo tempo em que sentem-se temerosos de que alguém disposto a tomar empréstimo ao custo de taxas elevadas seja, na verdade, um tomador de baixa qualidade, com menor probabilidade de reembolsar o empréstimo tomado. Em última instância, os emprestadores tentarão minimizar o problema de informação assimétrica separando os bons riscos de crédito dos maus. Mas este processo, além de ser inevitavelmente imperfeito, faz com que o medo da seleção adversa leve os emprestadores a reduzir a oferta de empréstimos, com impactos negativos sobre o nível da atividade econômica.

Já o fenômeno do risco moral constitui um problema de assimetria de informação cuja ocorrência se dá após a realização da transação, e está relacionado com o risco de que tomadores de empréstimos venham a se engajar em atividades indesejáveis do ponto de vista dos emprestadores, isto é, em atividades que tornam menos provável o pagamento dos empréstimos.

Em verdade, o problema de risco moral ocorre porque os tomadores de empréstimos têm maiores incentivos ao investirem em projetos de maior risco, obtendo elevado retorno em caso de sucesso do projeto. Porém, se o projeto não for bem sucedido, os prejuízos serão carregados, em grande parte, ou em sua totalidade, pelos emprestadores dos fundos. Da mesma forma, os tomadores também são incentivados a deslocarem recursos para o uso próprio, fazerem pouco esforço para rentabilizar seus projetos e/ou realizar investimentos em projetos não-rentáveis, que servem tão somente para aumentar seu poder pessoal ou seu *status*.

O conflito de interesses entre tomadores e emprestadores, oriundo do fenômeno de risco moral, implica na possibilidade de que muitos emprestadores tomem a decisão de não ofertarem fundos, resultando em níveis de empréstimo e investimento abaixo do nível ótimo, novamente com reflexos negativos sobre o nível de atividade econômica.

Poder-se-ia imaginar que a simples adoção de medidas de controle por parte dos emprestadores – *enforcement measures* – pudesse colocar fim ao problema de assimetria de informação. Porém, assimetrias de informação não estão sozinhas na origem dos problemas de risco moral. Estes também podem originarem-se dos custos para se estabelecer uma “rede” de controle, tornando extremamente oneroso aos emprestadores a tarefa de monitorar permanentemente o comportamento dos tomadores de crédito, mesmo em situações em que o emprestador esteja relativamente bem informado sobre as atividades daqueles.

De acordo com Mishkin (2001), os problemas de informação assimétrica descritos acima, ajudam a definir o conceito de crise financeira. Assim:

“ A financial crisis is a disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that financial markets are unable to efficiently channel funds to those have the most productive investment opportunities”. (MISHKIN, 2001, P.2).²⁸

Uma crise financeira, portanto, resulta na inabilidade do sistema financeiro para funcionar eficientemente, traduzindo-se em bruscas contrações da atividade econômica.²⁹

²⁸ “Crise financeira é uma interrupção do mercado financeiro na qual os problemas de seleção adversa e risco moral se tornam mais pronunciados, resultando na inabilidade dos mercados financeiros em canalizar eficientemente fundos para as oportunidades de investimento mais produtivas”. – tradução livre

²⁹ Para entender como surgem as crises financeiras e como estas produzem declínios no nível de atividade econômica, é necessário não só examinar os fatores que desencadeiam uma crise financeira, mas a interação dinâmica dos mesmos ao longo do processo. Ainda que este não seja o objetivo do trabalho e, portanto, que esta questão não seja explorada na magnitude necessária, quatro tipos de fatores parecem exacerbar os problemas de informação assimétrica, acelerando as crises financeiras: 1) deterioração dos balanços das empresas do setor financeiro; 2) aumento nas taxas de juros; 3) aumento na incerteza; e 4) deterioração dos balanços de empresas não financeiras devido a mudanças nos preços dos ativos. O impacto destes fatores na aceleração dos problemas de assimetria informacional e crises financeiras podem ser vistos em MISHKIN (2001).

O primeiro estágio em direção às crises financeiras nos mercados emergentes está associado ao fenômeno da liberalização financeira, que compreende o levante das restrições nos mercados de juros e de crédito. Como resultado, o volume de empréstimos aumentou dramaticamente, alimentado por influxos de capital internacional.

Obviamente, o problema não está na expansão dos empréstimos, mas sim no fato de que a sua rápida expansão resultou em maior assunção de risco, refletindo-se num aumento do número de empréstimos não honrados (*nonperforming loans*). Por exemplo, no México e nos países do leste asiático que colapsaram durante a década passada, o percentual estimado de empréstimos não liquidados aumentou para mais de 10% ainda nos estágios iniciais do processo de ruptura, tendo as estimativas superado em ampla escala este percentual durante os períodos mais severos da crise.

Esta situação de risco excessivo foi produzida por dois fatores. Primeiro, porque tanto os bancos quanto as demais instituições financeiras destes países estavam desprovidos de profissionais capacitados para analisar e conceder crédito, bem como fragilizados pela precariedade dos sistemas de aferição e atribuição de risco. Este problema se tornou mais agudo em função da rápida expansão dos níveis de crédito, acelerando a deterioração do processo de análise e monitoramento das carteiras. Segundo, porque os países de mercados emergentes são conhecidos pela fragilidade de seus sistemas de regulação e supervisão financeira. Ainda que a liberalização financeira tenha permitido obter maiores retornos a partir da maior exposição em mercados mundiais, a estrutura fragilizada de supervisão e regulação presentes nas economias foi incapaz de limitar o problema de risco moral criado pela rede de proteção do governo, resultando em maiores perdas para o sistema como um todo.

Autores como Mishkin (2001) e Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), afirmam que este cenário estabeleceu uma dinâmica perigosa nos mercados financeiros. Uma vez que a liberalização financeira constituiu-se num processo sem volta, o capital estrangeiro “migrou” para bancos e agentes intermediários nos países emergentes em função das maiores taxas de juros pagas por estes, o que serviu para atrair fundos rapidamente, aumentando a carteira de empréstimos. Além disso, estes investimentos foram tidos como sendo imunes a perdas, protegidos pelas “redes de segurança” (*government safety*

net) criadas, tanto pelos governos dos países recipiendários, quanto por agências internacionais como o FMI.

Não obstante os problemas produzidos pelas “redes de segurança” dos governos³⁰, os fluxos de capital trouxeram consigo um problema comum a vários países: o atrelamento das taxas de câmbio ao dólar, o que, provavelmente, deu aos investidores externos uma falsa sensação de baixa exposição a riscos. Porém, ainda que tenham estimulado uma explosão do volume de empréstimos nos países recipiendários, os fluxos privados de capital levaram a um aumento da exposição dos bancos, o que resultou em perdas vultosas nas carteiras de crédito, com a subsequente deterioração das posições de balanço das instituições de um modo geral.

Outro problema esteve no fato de que os fluxos de capital estrangeiro, particularmente os de curto prazo, foram estimulados pelos governos das economias emergentes. O resultado foi a crescente insolvência dos países no que diz respeito às suas posições externas, dada a insuficiência de honrar compromissos denominados em moeda estrangeira comparativamente aos seus níveis de reservas.

Em resumo, a deterioração da posição de balanço das instituições financeiras levou os países de mercados emergentes a enfrentarem crises de ordem financeira e econômica, restringindo os volumes de crédito e reduzindo a habilidade do setor bancário em conceder empréstimos. O resultado final do “*credit crunch*” foi a estagnação da atividade econômica.

Admitindo-se que os agentes percebam que o banco central tem menor probabilidade de obter êxito em suas medidas de intervenção para conter os efeitos depressivos dos choques do mercado de crédito e da conseqüente deterioração das posições de balanço das instituições financeiras, as expectativas de obtenção de ganhos na venda da moeda do país em dificuldade aumenta, assim como o incentivo ao ataque especulativo. Se não bastasse, o reconhecimento de que o setor financeiro caminha para o colapso irá produzir, num curto espaço de tempo, déficits fiscais, contribuindo para acelerar a depreciação da moeda.

³⁰ Sugere-se, para um melhor entendimento sobre os problemas de assimetria de informação produzidos pelas chamadas “*government safety net*”, a leitura dos artigos de Mishkin (2000) e (2001).

Uma vez “disparado” o ataque especulativo e depreciada a moeda, a própria estrutura institucional dos mercados de dívida dos países emergentes – particularmente a curta maturidade dos contratos de dívida e suas denominações em moedas estrangeiras – passa a interagir com o processo de desvalorização da moeda, “jogando” a economia numa situação de crise financeira aberta. De acordo com Mishkin (2001), as particularidades dos contratos de dívida produzem três mecanismos através do qual a crise corrente aumenta os problemas de informação assimétrica nos mercados de crédito, resultando, de fato, numa crise financeira.

O primeiro mecanismo envolve o efeito direto da desvalorização da moeda sobre o balanço das empresas. Desvalorizações pioram, particularmente, a posição financeira de firmas com dívidas denominadas em moeda estrangeira. Mesmo uma empresa saudável está propensa à insolvência se tiver um significativo volume de débitos denominados em moeda externa.

O segundo mecanismo que relaciona crises financeiras e crises correntes surge do fato de que a desvalorização da moeda doméstica leva à posterior deterioração do balanço patrimonial das empresas do setor financeiro, provocando uma crise bancária em larga escala. Em países que enfrentaram este tipo de problema, verificou-se um volume elevado de compromissos denominados em moeda estrangeira, que experimentaram sensível elevação em seus valores nominais quando da desvalorização. O resultado desta situação foi o desequilíbrio patrimonial de uma série de instituições, muitas, inclusive, forçadas a encerrarem suas atividades.

O terceiro e último mecanismo citado por Mishkin responsável pela “linkagem” entre crises correntes e crises financeiras nos mercados de países emergentes é o fato de que desvalorizações podem produzir pressões sobre os níveis de preços domésticos. Dada a hipótese de que, nestes países, o banco central tem pouca credibilidade em administrar políticas de combate à inflação, uma brusca depreciação da moeda após um ataque especulativo, com efeitos imediatos sobre os preços dos produtos importados, produz um dramático aumento tanto no nível corrente de preços quanto nas expectativas futuras de inflação. Por sua vez, o aumento da inflação esperada produz, invariavelmente, aumento nas taxas nominais de juros, elevando os desembolsos dos agentes com posições devedoras. O resultado, particularmente para empresas nesta

situação, é a deterioração de sua posição de fluxo de caixa, com conseqüente fragilidade nos seus balanços, o que acaba por aumentar os problemas de seleção adversa e risco moral nos mercados de crédito.

Ainda que os problemas de ordem informacional, comuns aos mercados de crédito, e as vicissitudes do processo de liberalização tenham produzido crises financeiras que levaram ao colapso de vários países nas duas últimas décadas, inúmeras sugestões de política têm sido formuladas para prevenir tais eventos.³¹ Para os objetivos do trabalho, destacar-se-á a alternativa dos controles de capital.

Em verdade, nos momentos que se seguiram às crises financeiras do México e dos países do leste asiático, onde experimentou-se, nos anos que as precederam, volumosos influxos de capital, seguidos ,também, de volumosas saídas de recursos quando da erupção das crises, muito se discutiu sobre o fato de que aos fenômenos dos movimentos internacionais de capital, deve ser atribuído um componente de instabilidade financeira.

A análise das crises a partir da hipótese de assimetria de informação, sugere que os movimentos internacionais de capital têm importante papel na produção da instabilidade financeira, traduzido pela presença de “redes de proteção” governamental com inadequada supervisão das instituições bancárias, encorajando a expansão do volume de empréstimos e a assunção de posições de alto risco por parte dos bancos. Nesta corrente, estão autores que defendem a tese de que explosões nos empréstimos, originários de influxos de capital, levam não só a deterioração das posições de balanço das instituições bancárias, mas também constituem fatores que predis põem crises financeiras.

Saídas de capital, por sua vez, são apontadas como predecessoras de crises de balanço de pagamentos, assim como promotoras de instabilidade financeira nos mercados dos países emergentes. De acordo com esta visão, os investidores externos deixam os países ao menor sinal de instabilidade, produzindo maciças saídas de capital

³¹ Sugere-se, para um maior aprofundamento deste assunto, a leitura dos artigos de Mishkin (2000) e (2001).

o que, no limite, força os países a desvalorizarem suas moedas. Um fator essencial para a ocorrência de crises no balanço de pagamentos seriam problemas oriundos do setor financeiro, precipitando ataques especulativos e saídas de capital.

Para contornar ou até mesmo evitar tais situações, poderiam ser adotados controles de capital. Porém, os mesmos carregam a indesejável característica de, ao serem adotados indistintamente, bloquear a entrada de fundos que poderiam ser destinados a oportunidades de investimento produtivo. Além disso, apesar dos controles de capital limitarem a explosão dos empréstimos, ao longo do tempo eles resultam em substanciais distorções nos mercados de crédito, uma vez que constituem incentivo à desalocação de recursos e dificultam a localização das oportunidades produtivas quando não adotado o princípio da seletividade. Esta situação faz com que surjam sérios questionamentos sobre a efetividade dos controles no cenário atual, marcado pela tendência à liberalização do comércio e pela existência de uma gama de instrumentos financeiros destinados a tornar mais fácil a burla aos mesmos.³²

Dada a limitada eficácia dos controles de capital, restaria ainda a alternativa da maior imposição de práticas regulatórias e de supervisão às instituições bancárias, de modo a tornar menos provável a explosão dos empréstimos e a assunção de posições de risco elevado por parte dos bancos. Por exemplo, os bancos poderiam ver limitadas a velocidade de crescimento de suas carteiras de empréstimos o que, em última instância, não deixa de ser uma forma de controle, senão qualitativo, quantitativo. Esta medida, talvez não isoladamente, poderia minimizar as situações de fragilidade financeira, melhorando os índices de eficiência dos mercados de intermediação de capital.

2.3 Algumas considerações sobre expectativas racionais e mercados financeiros eficientes e o fenômeno dos ataques especulativos

A compreensão da dinâmica dos mercados financeiros, ou seja, das decisões dos operadores e de sua interação ao longo do tempo, depende do entendimento das posições de equilíbrio e desequilíbrio assumidas nos próprios mercados, da estabilidade

³² No capítulo final do trabalho será retomado o assunto referente à eficiência dos controles de capital, onde será levantada a questão da seletividade quanto à imposição dos mesmos, bem como a efetividade desta medida.

ou instabilidade dinâmica no ajustamento ao equilíbrio, da previsibilidade quanto ao comportamento dos mercados e da racionalidade decisória dos seus agentes.

A literatura novo-clássica que se propõe a estudar o comportamento dos agentes nos mais distintos mercados, toma como suposto a operação contínua do mecanismo alocativo walrasiano de equilíbrio geral, agregando-lhe os supostos de formação de expectativas e de racionalidade decisória dos agentes que são necessários a tal operação no tempo; vale dizer, expectativas racionais e homogeneidade de comportamento maximizador de funções-objetivo. Desta forma, simplificada, se poderia dizer que a essência da expectativa racional é encontrar os mecanismos expectacionais que são consistentes com a teoria.

O equilíbrio geral walrasiano, isto é, a ausência de excessos de oferta e de demanda, eliminados mediante ajustamentos de preços, corresponde necessariamente a uma situação na qual as decisões estão sendo consideradas ótimas por parte de cada um dos agentes. Assim, expectativas racionais equivalem a dizer que os agentes fazem o melhor que podem com as informações disponíveis, o que significa a ausência de erros sistemáticos de previsão (*ex-ante*): apenas choques aleatórios imprevisíveis e não-correlacionados serialmente podem impedir a previsão perfeita dos eventos. Na medida em que o equilíbrio geral é “reificado”, ou seja, em que se projetam na realidade as características de equilíbrio das estruturas lógicas e formais, uma vez que os agentes são racionais no sentido descrito, supõe-se que cada um dos agentes apreende o modelo real de funcionamento dos mercados e sabe que os demais também o fazem. Assim:

“ O atributo de “eficiência” dos mercados financeiros e cambiais se aplica quando os mercados organizam as informações de modo tal que todos os dados pertinentes para antecipar o futuro são colocados à disposição, sob condições idênticas, para todos os operadores. O preço formado pelo mercado incorpora instantaneamente todas as informações disponíveis e as expectativas dos operadores.” (CANUTO, LAPLANE, 1995, p. 39).

Para cada um dos ativos financeiros, o “valor fundamental” subjetivamente atribuído pelos agentes coincide com o valor objetivo, e este é determinado pelos rendimentos líquidos dos ativos instrumentais correspondentes nos mercados de fatores

e produtos na situação de equilíbrio geral da economia. No mercado cambial, por sua vez, as taxas de câmbio esperadas coincidem com as efetivas – ressalvados os erros estocásticos -, quer sejam aplicáveis os modelos de “paridade do poder de compra” das moedas e/ou de “paridade de taxa de juros”, quer alguma variante do modelo de escolha de portfólio de Tobin como referências teóricas para o ajustamento das taxas de câmbio.

A sustentação das afirmações anteriores pressupõe, portanto, que o mercado – e, conseqüentemente, os agentes que dele participam – forma expectativas de forma racional, utilizando todo o conjunto possível de informações e processando-as de acordo com um modelo econômico sustentável. Além do mais, exige que o mercado conte, sempre e em tempo hábil, com um volume razoável de informações relevantes para a avaliação da situação macroeconômica dos países recipiendários de seus investimentos, condição necessária para que os agentes possam exercer adequadamente seu “comportamento racional”.

Mas será que os pressupostos das expectativas racionais são factíveis quando aplicados à análise dos mercados financeiros? Estudos orientados a responderem esta questão, demonstraram que a aplicação do modelo heurístico³³ novo-clássico aos mercados financeiros traz implicações divergentes dos apontados por correntes que defendem o princípio da racionalidade: não existem estratégias de ganho, sendo impossível a qualquer operador esperar obter um rendimento superior ao do mercado. O mercado é imbatível. Tanto faz a boa gestão de uma empresa quanto o efeito de posições “perturbatórias”, visto que os preços acompanham ambos. A especulação e o *hedge* se reportam a possibilidades de erro estocástico, não sendo a primeira decorrente de opiniões subjetivas que tenham base sistemática e sejam divergentes em relação ao mercado, ou seja, a especulação é “irracional”.

Além disso, não existe razão lógica para pressupor que os agentes incorram em custos com a obtenção e o processamento de informações, já que estes exigiriam um benefício de lucros extraordinários para justificá-los. Aplica-se também o “paradoxo da

³³ Nas palavras de Vercelli, in Canuto e Laplane (1995), “*um modelo heurístico é o arcabouço geral que dá unidade e um significado global ao conjunto de modelos específicos que caracterizam uma determinada teoria: um modelo geral desenvolvido para coordenar o conjunto de modelos elaborados que lidam com problemas específicos e para sugerir instruções no tocante a seu uso adequado e a construção de novos modelos*”.

informação”, segundo o qual a avaliação adequada da informação a ser comprada supõe, às vezes, o próprio domínio da informação. Da mesma forma, nos mercados puramente especulativos em que a aquisição definitiva não se aplica, não existe razão para a existência de comércio e a própria existência concreta destes mercados seria “irracional”. Em verdade, as posições especulativas seriam desprovidas de racionalidade, visto que diferenças duráveis entre os preços de mercado dos ativos e seus valores fundamentais só podem aparecer como resultado de comportamentos irracionais dos operadores.

As ponderações de Hermann (1999) reforçam a tese de prematuridade na afirmação de que os pressupostos da racionalidade se aplicam, pelo menos na íntegra, aos mercados financeiros.

“ Em primeiro lugar, é amplamente aceito, nos dias atuais, que, além da influência dos fundamentos econômicos, este mercado é movido pelo “instinto de manada” – fenômeno pelo qual se estabelece um grau raro de convergência de expectativas entre os investidores que, repentina e coletivamente, assumem posições compradoras (vendedoras) em relação a determinado ativo, desencadeando um movimento brusco de alta (queda) de seu preço. Este tipo de comportamento, em que um investidor age de certa maneira apenas porque outros o estão fazendo, ou mesmo porque acredita que o façam, não pode ser absorvido num modelo de expectativas racionais novo-clássico, porque não responde a informações objetivas nem a qualquer modelo de teoria econômica, mas sim à forte incerteza (traduzida em euforia ou temores coletivos) que, pelas razões mais variadas – não necessariamente apoiadas em indicadores econômicos -, dominam as expectativas dos investidores em determinados momentos”. (HERMANN, 1999, p.489).

É inegável que ataques especulativos podem refletir a percepção correta, pelo mercado, da fragilidade dos fundamentos macroeconômicos, aceitando-se, assim, a hipótese de que os mesmos são o resultado de erros de política econômica, isto é, produto de um *mix* de políticas fiscal e monetária gerador de perdas sistemáticas de reservas internacionais, seguidas de expectativas – racionais – de desvalorização cambial, associadas à excessiva expansão monetária, à inflação e/ou a déficits públicos persistentes.

Mas, mesmo assim, não se pode desconsiderar a ocorrência, por exemplo, de ataques motivados pela “psicologia” de um grande número de investidores que, a partir de um determinado nível de taxa de câmbio, resultante de uma tendência prévia de valorização, passam a esperar a desvalorização, por razões não diretamente associadas a indicadores do balanço de pagamentos (que pode estar, inclusive, em equilíbrio), mas sim ao próprio mercado de divisas e suas oportunidades de lucro³⁴. Esta situação, típica de cenários onde são possíveis a realização de ganhos por arbitragem, é apenas uma de tantas onde, mesmo admitida a consistência de variáveis macroeconômicas, a racionalidade parece não estar presente nas atitudes dos agentes participantes dos mercados internacionais de capital.

De forma semelhante, as crises de contágio resultam de uma crise de confiança na sustentação dos preços dos ativos financeiros em geral – e não da taxa de câmbio ou do balanço de pagamentos – em determinado país; nesses casos, a pressão sobre a taxa de câmbio é mero reflexo da venda maciça de ativos denominados em moeda nacional. A alta mobilidade internacional do capital permite que este tipo de instabilidade avance rapidamente para outros mercados, gerando o contágio.

Nas crises de contágio, assim como nos “ataques irracionais”, por mais que se identifiquem fatores objetivos que expliquem a posição vendedora de grande parte dos investidores no mercado de ativos, é praticamente impossível racionalizar o momento de disparada do movimento de vendas que detona a crise. Nesses casos, o “instinto de manada” tem um poder explicativo sem dúvida maior que as expectativas racionais acerca dos fundamentos macroeconômicos.

Em verdade, o simples reconhecimento, pelos agentes econômicos, da possibilidade de ocorrência de um ataque especulativo, aliada à incerteza quanto ao momento em que ele, eventualmente, ocorrerá, pode precipitar o fim de um regime cambial muito antes que os fundamentos macroeconômicos tenham sido capazes de

³⁴ Krugman (1991), *in* Canuto e Laplane (1995), aponta três situações que poderiam levar a isso: a) a própria valorização persistente da moeda em período anterior; b) a predominância de investidores com estratégias de atuação no mercado futuro de câmbio do tipo “ordem com *stop*”, na qual a moeda é automaticamente vendida (a futuro) quando atinge um certo preço preestabelecido, considerado muito baixo; c) e o que chamou de “problema da sustentabilidade”, em que, na avaliação de muitos investidores, a sustentação do preço vigente da moeda (sobrevvalorizado) levará a uma acumulação explosiva da dívida externa.

gerar perdas importantes de reservas internacionais – e, portanto, justificar os ataques especulativos racionais de modelos de crises cambiais. Na dúvida, a estratégia de *hedge* dos agentes é a recomposição de seu portfólio, aumentando a participação de ativos em moeda estrangeira, o que acaba por criar, de fato, as condições para uma crise cambial.

O comportamento dos agentes no mercado cambial sob incerteza, permite racionalizar o “instinto de manada”, evitando o recurso à hipótese de expectativas racionais. Neste caso, tem-se um tipo de comportamento muito semelhante ao que Keynes denominou de “comportamento convencional”: diante da incerteza quanto à iminência de um ataque especulativo, o investidor individual tenta “adivinhar” e seguir o comportamento dos demais; nessas condições, qualquer fato novo (negativo, é claro) que ameace ampliar o risco cambial percebido pelo mercado ou que, simplesmente, seja assim interpretado por um grande número de investidores, será capaz de desencadear um ataque especulativo. Agora, o ataque é um mero reflexo da estratégia de *hedge* dos agentes – e não exatamente um comportamento agressivo (especulador) em busca de lucro – que, embora pessoalmente acreditem na viabilidade de manutenção do regime cambial, avaliam que a maioria do mercado não pense assim.

O forte aumento da mobilidade internacional do capital, proporcionada pelas políticas de liberalização financeira implementadas em todo o mundo a partir dos anos 80 e aceleradas na década de 90, tem contribuído imensamente para aumentar o peso deste componente de incerteza e “irracionalidade” nos ataques especulativos.

“ Em primeiro lugar, a possibilidade de repentinas mudanças de rota do capital vem sendo ampliada pela liberalização e pelas inovações e reorganização financeiras que lhes seguiram. Um traço marcante dessas mudanças é a crescente substituição do crédito bancário tradicional, de prazo predeterminado, por sofisticadas operações de financiamento direto no mercado de capitais, de prazo indeterminado, caracterizando o processo hoje conhecido como securitização. A divisibilidade e a possibilidade de freqüente renegociação desses papéis nos mercados secundários de ativos tornam muito fácil e rápida a saída de capital das economias de maior risco aos olhos dos investidores.” (HERMANN, 1999, p. 492).

Concomitantemente a este fenômeno, o forte aumento da dimensão do mercado ampliou o leque de informações necessárias à tomada de decisão pelos investidores. Soma-se a isto, também, a informatização e a redução dos custos de transação das operações que, ao facilitarem a mudança de posição (recomposição de portfólios) pelos concorrentes, aumentou o risco de volatilidade. Todos esses fatores contribuem para aumentar a incerteza inerente ao mercado de ativos e tornar mais provável – e racional – o “instinto de manada”. Portanto, na forma e intensidade em que se apresenta hoje, é mais provável que o aumento da mobilidade de capital atue no sentido de ampliar as chances de ocorrência de ataques especulativos, tornando as mudanças cambiais mais bruscas e instabilizantes.

Nos países de câmbio flexível, crises cambiais desencadeadas por ataques especulativos “irracionais” ou por contágio ficam confinadas ao mercado de ativos e podem ser estancadas rapidamente pelo próprio ajuste da taxa de câmbio e por intervenções adequadas do banco central – vendendo a divisa estrangeira, no caso de um ataque “irracional”, e concedendo liquidez ao mercado de ativos local, no caso de uma crise de contágio.

A grande dificuldade recai sobre as economias que operam sob câmbio fixo. Nas atuais condições de abertura financeira, mesma aquelas que desfrutam de uma situação externa sólida estão sujeitas a ataques especulativos que, dependendo da disposição do banco central para “queimar” reservas em defesa da paridade estabelecida, pode mostrar-se uma opção rentável. Neste contexto, tem-se que:

“ São particularmente vulneráveis as economias que combinam câmbio fixo e fragilidade dos indicadores externos, que se tornam, assim, candidatas preferenciais ao posto de alto risco e, portanto, a ataques especulativos. Nestas, um ataque do tipo “irracional” ou uma crise de contágio podem facilmente precipitar uma crise cambial clássica – que não ocorreria na ausência desta pressão – porque os ajustes de portfólio dos investidores estrangeiros reduzem rápida e drasticamente a oferta de capital que financiava o déficit em conta corrente e sustentava a atividade econômica no nível vigente”. (HERMANN, 1999, p. 493).

Modelos aplicados ao entendimento dos movimentos repentinos nos mercados financeiros, geradores de perturbação e capazes de produzirem colapsos cambiais e/ou monetários, ganharam maior interesse na literatura econômica nos últimos vinte anos.

Nos anos 80, ganharam relevância as tentativas formais de compatibilização entre, de um lado, “bolhas” de afastamento entre preços vigentes e valores fundamentais e, do outro, as hipóteses de eficiência dos mercados e de expectativas racionais, nos chamados modelos de “bolhas racionais”. Nestes modelos, os mercados financeiros dão lugar a fenômenos de “autovalidação” e algumas opiniões podem se tornar validadas *ex post* pelo jogo das arbitragens financeiras – mesmo sem relação com os fundamentos da economia. Numa estilização geral para o caso de uma ação negociável:

- expectativas racionais implicam que a taxa esperada de rendimento com a compra do ativo, levando em conta todas as informações disponíveis, seja igual à taxa de juros sem risco, ou seja:

$$(1) \quad E [P_{t+1}(I_t)] - P_t + x_t = r \cdot P_t \quad \text{onde:}$$

P são os preços no tempo t e $t + 1$

x são os dividendos

r é a taxa de juros sem risco

I é o conjunto de informações disponíveis (supondo-se memória perfeita, ou seja, $I_t ? I_{t+1}$)

o valor fundamental (f_t) é o valor atual da soma de dividendos esperados:

$$(2) \quad f_t = \sum_{i=0}^{\infty} m^{i+1} \cdot E [x_{t+i} (I_t)], \quad \text{com } m = (1 + r)^{-1} < 1$$

e a solução geral da equação (1) é:

$$(3) \quad P_t = f_t + b_t$$

desde que a condição de eficiência de mercado seja respeitada não apenas quando o preço do ativo equivale ao valor fundamental, mas também quando aumentado por “ b ”

(uma bolha). Se “b” é diferente de zero, o “descolamento” entre os preços do ativo e os valores fundamentais calculados pode se elevar ao longo do tempo, ao menos em expectativa, visto que $m < 1$, sem conflito com as hipóteses de eficiência dos mercados (simetria no acesso a informações e sua expressão nos preços) e de expectativas racionais (o rendimento esperado de um ativo sujeito a uma bolha especulativa é igual ao do ativo que não está sujeito). Os modelos compreendem bolhas puramente determinísticas, puramente estocásticas ou com componentes determinísticos e aleatórios (CANUTO, LAPLANE, 1995).

Tais modelos atraíram atenção por fornecerem uma tentativa de defesa das expectativas racionais e da eficiência dos mercados diante das inegáveis perturbações observadas em suas esferas financeira e cambial nos anos 80. Em realidade, a presença das bolhas incorpora afastamentos entre preços de ativos e seus valores fundamentais, por períodos não-curtos e a taxas crescentes, com preços associados positivamente a sua própria taxa de variação e, a cada momento, a expectativas que se auto-realizam (*self-fulfilling*) a despeito dos desvios em relação aos níveis de equilíbrio.

Contudo, esses modelos se deparam com restrições formais que reduzem sua aplicação ao mundo real; entre outras, “b” não pode ser negativo, caso contrário o preço do ativo alcançaria valores negativos; bolhas racionais que explodem não podem se repetir; bolhas não podem existir no caso de ativos que tenham substitutos perfeitos disponíveis em quantidades ilimitadas a um dado preço, por exemplo.

Particularmente no caso dos mercados cambiais, tais restrições são decisivas: uma bolha de valorização em uma moeda supõe bolhas de desvalorização ($b < 0$) em pelo menos outra; a globalização financeira aumenta a substitubilidade entre moedas; a divergência entre valores fundamentais (paridades do poder de compra, por exemplo) implica oportunidades de arbitragem entre bens e ativos crescentemente inexplorados.

Em suma, a principal deficiência da teoria das bolhas racionais está no fato de que, para além da inclusão dos resultados formais, nada tem a dizer sobre a emergência

das bolhas. Também a explosão da bolha é explicada apenas formalmente.³⁵ Além disso, os determinantes da bolha (b) são tomados como independentes daqueles do valor fundamental (f) e as bolhas surgem e se dissolvem de modo imprevisível, já que sua evolução não depende de algum parâmetro ligado aos determinantes fundamentais do preço. Sinteticamente, a especulação continua um corpo estranho no mundo das expectativas racionais.³⁶

2.4 O problema de “herd behavior” nos mercados financeiros

Os *policymakers* freqüentemente expressam preocupação com a possibilidade de desestabilização dos mercados financeiros, aumento da fragilidade e exacerbação da volatilidade produzidos por perturbações oriundas do comportamento dos seus participantes.

Alguns argumentam que os fenômenos de crise financeira são produzidos de duas maneiras: ou como produtos de mudanças nos fundamentos econômicos, ou causados por comportamentos de “manada” (*herd behavior*), no qual alguns participantes do mercado não só fazem o que outros estão fazendo, mas o fazem tão somente porque estes o estão fazendo, sem considerarem a “racionalidade” ou não de suas posturas. As crises oriundas de *herd behavior* são notadamente preocupantes, uma vez que os participantes dos mercados não têm razões para lastimar suas ações e, além disso, são encorajados a continuarem agindo da maneira que o estão fazendo. Há citações de que, por exemplo, as crises que acometeram as economias latino-americanas na segunda metade da década de 90, ainda que tenham sido produzidas por mudanças nos fundamentos macroeconômicos, contiveram críticos elementos de *herd behavior*, prova de suas excessivas profundidades.

³⁵ Nestes modelos, em geral, a probabilidade de explosão aumenta com a divergência entre preços e valor fundamental e a taxa de rendimento esperada tem que subir cada vez mais como compensação do risco de explosão.

³⁶ Uma amostra de outras tentativas de conciliar expectativas racionais e crises cambiais pode ser encontrada em Krugman e Blanchard como os modelos de ataques especulativos racionais a taxas de câmbio fixas ou *crowling pegs*, cuja sustentação pelo governo é avaliada como em última instância inviável pelos agentes racionais bem informados, assim como os modelos em que a credibilidade de metas governamentais é endogenamente testada e os resultados de tais testes provocam descontinuidades para cima ou para baixo.

Mudanças nos fundamentos têm precedido muitas crises, sendo difícil encontrar exemplos de tais manifestações onde os fundamentos não tenham desempenhado papel de destaque. Entretanto, comportamentos de “manada” parecem ocupar relevância na amplificação destes fenômenos. Por exemplo, uma elevação na taxa de juros internacional, a qual, na ausência de comportamentos de “manada”, resultaria em não mais do que um modesto declínio nos depósitos bancários, poderá liderar massivos movimentos de saques se os indivíduos esperarem que estes efetivamente ocorram em situações onde predominam tais comportamentos. Sob tais circunstâncias, depositantes que não sacariam seus recursos, entram num processo de elevadas perdas de capital. Assim, tem-se uma situação onde, na raiz do problema, os comportamentos de “manada” estimulam desajustes de maior proporção, uma vez que a atitude dos indivíduos incorpora não somente o que está acontecendo no sistema bancário, mas também os sinais de como alguns participantes esperam que os outros se comportem.

Particularmente este tipo de fenômeno poderia ser amenizado se os *policymakers* dessem especial atenção às políticas de requerimento de níveis mínimos de reservas, o que ajudaria sobremaneira a evitar problemas de corridas bancárias (*run banking*) produzidas por *herd behavior*. Isto atuaria de maneira eficaz em situações de possíveis aumentos de créditos em liquidação no sistema bancário (aumento dos chamados *bad loans*), comuns de ocorrerem em conjunturas de expansão de liquidez e aumento na concessão de crédito por parte do sistema.

Porém, tal política não está livre de percalços, uma vez que, adotada, poderia, também, estimular os comportamentos de “manada”, visto que dá ao Banco Central um instrumento adicional para compensar os efeitos de uma contração de crédito produzida por um declínio no estoque de depósitos bancários, estimulando o problema de risco moral. Esta perspectiva sugere que maiores exigências de reservas sejam impostas para depósitos de curto prazo, com maior liberdade para os depósitos de longo prazo. Assim, se houvesse um declínio no estoque de depósitos bancários (e os depósitos de longo prazo fossem suficientemente bem escalonados), os bancos teriam maior tempo para reagirem a situações de “fuga” e rolarem linhas de crédito sem causar profundas disrupções na produção, mais pronunciadas em setores dependentes do crédito bancário.

Análises de crises bancárias em termos de *herd behavior* têm sugerido especial atenção aos fatores que tornam a demanda por depósitos bancários instável. Por exemplo, a instabilidade no comportamento da demanda por depósitos no México, quando da crise de 1994, esteve associada a uma explosão de consumo e não a uma explosão do investimento. Neste caso particular, a demanda por moeda concentrou-se em atividades de gasto “supérfluo”, sem qualquer relação com efeitos advindos de mudanças na estrutura de produção. Portanto, uma expansão insustentada dos níveis de gasto acabou por produzir uma insustentável expansão dos agregados monetários, perpetuando a elevação inicial dos preços dos ativos da economia.

Ainda no caso particular do México, o início do processo de reversão da expansão dos agregados monetários, no início de 1994, forçou o banco central a aumentar o crédito doméstico, de modo a evitar uma crise bancária. O aumento do crédito doméstico acarretou uma substancial perda de reservas internacionais, tornando o banco central mais vulnerável aos ataques especulativos junto aos tesobonos (títulos de dívida pública de curto prazo indexados ao dólar). Em contraste, se os retornos sobre a atividade produtiva tivessem experimentado um *boom* por causa do aumento da acumulação de capital, por exemplo, teria sido possível sustentar um maior nível permanente de gastos e, portanto, um maior nível sustentável de demanda por moeda. Neste caso, o declínio na demanda por moeda durante o ano de 1994, poderia ter sido menos pronunciado, resultando em uma menor perda de reservas internacionais. Uma interessante explicação para esta análise é o fato de que, quanto mais o déficit em conta corrente toma a forma de uma explosão de consumo, maior será o nível ótimo de reservas requerido para que o país possa enfrentar possíveis ataques aos seus mercados monetários.

Ainda que atitudes generalizadas de “*herd behavior*”, tomadas por um grupo de investidores, possam resultar em um aumento da volatilidade e em pânico financeiros que não necessariamente refletem a realidade sobre as condições reais da economia, e que estas sejam mais pronunciadas em mercados de países emergentes, comportamentos desta natureza são inteiramente “raciais” do ponto de vista do investidor individual. Por exemplo, um investidor que tenha acesso limitado a informações “diretas” sobre o retorno de um determinado ativo, orienta-se, na maioria das vezes, pelas ações de outros investidores. E, em determinadas situações, a melhor atitude a ser tomada por um

investidor com acesso limitado a informações, é fazer exatamente o que os outros investidores, teoricamente melhor informados, estão fazendo.

Outra particularidade é que tais comportamentos, em algumas ocasiões, parecem mais aparentes do que real. Por exemplo, investidores externos podem parecer estar se comportando como “*herding individuals*” ao reagirem simultaneamente a eventuais novidades sobre os “fundamentos”. Neste caso, seus comportamentos aceleram ajustes de preços não necessariamente desestabilizadores. Entretanto, em um mercado eficiente, ajustes rápidos de preços devem ocorrer sem a necessidade de que várias atividades de trocas (*trade activities*) se façam necessárias, pressupondo um espécie de ajustamento “automático” dos mercados. Além da possibilidade de “comportamentos aparentes”, restaria, ainda, a dúvida do porquê os investidores internacionais podem vir a reagirem de maneira distinta à reação dos investidores domésticos, influenciando positiva ou negativamente nos efeitos sobre os mercados quando do surgimento de novidades no *front* dos fundamentos, o que torna ainda mais dinâmica a discussão deste tema.³⁷

Para que um investidor resolva “imitar” outros investidores, ele deve estar consciente e influenciado pelas ações dos demais participantes do mercado. Intuitivamente, um indivíduo pode se expor a uma situação de “*herding attitudes*” ao realizar um investimento sem conhecer as decisões de investimento de outros agentes, mas não necessariamente quando não realiza o investimento porque descobriu que estes também decidiram não fazê-lo. Alternativamente, ele igualmente incorre em “*herding attitudes*” quando toma conhecimento de que outros investidores estão modificando suas decisões de investimento de “não investir” para “investir”, e resolve adotar a mesma postura.

Há inúmeras razões para que a rentabilidade/maximização da utilidade de um investidor seja influenciada após observações sobre o comportamento dos demais investidores. Primeiro, porque estes podem saber algo sobre o retorno de um determinado investimento, revelando tais informações através de seus comportamentos. Segundo, e de relevância somente para administradores (*money managers*) que

³⁷ Discussões acerca dos distintos comportamentos entre investidores domésticos e externos podem ser vistas em Borenstein & Gelos (2001).

investem em nome de outros, os incentivos sustentados por esquemas compensatórios e retornos alcançados acima dos parâmetros “*benchmarking*” devem ser tais, que compensem posturas “imitatórias”.³⁸ Terceiro, é o fato de que os indivíduos têm intrínseca preferência pela concordância. (BIKHCHANDANI, SHARMA, 2000).

De acordo com a definição de “*herding behavior*” dada acima, “*herding attitudes*” resultam de uma clara intenção dos investidores em copiar o comportamento de outros investidores. Esta definição deve distinguir-se da sugerida para o conceito de “*spurious herding*”, onde grupos de investidores enfrentam problemas similares de decisão e as informações disponíveis “orientam” decisões igualmente similares.³⁹

Retornando ao conceito anterior, suponha que cada investidor, individualmente, tenha alguma informação sobre o estado da economia e decida publicamente manifestar sua intenção de “carregar” determinada moeda ou vendê-la. Se os primeiros “*n*” investidores esperam receber “maus sinais”, vendendo suas posições, o investidor “(n+1)” irá se decidir por ignorar suas próprias informações – mesmo que estas sejam positivas quanto ao comportamento do ativo em questão – vendendo, igualmente, suas posições baseada na informação revelada por aqueles que inicialmente o fizeram. Este movimento em seqüência dos agentes (denominado na literatura especializada de “*cascades*” ou cascatas informacionais) resulta em “*herd behavior*”. As pessoas, neste caso, claramente estão fazendo o que os outros estão fazendo, ao invés de utilizarem a sua própria informação. Conseqüentemente, se alguns agentes iniciarem um processo de venda do ativo, outros irão fazê-lo, podendo mover a economia para uma posição de desequilíbrio (ou “*attack equilibrium*”).

Ainda que existam alguns elementos oriundos de cascatas informacionais nos ataques às moedas, há razões para se acreditar que não somente este fenômeno seja

³⁸ O que se quer dizer, em verdade, é que comportamentos adotados por administradores de portfólio que se caracterizam pela adoção de posturas similares às condutas de outros gestores, são compensatórios quando resultam em retornos maiores do que os inicialmente previstos para os detentores da riqueza (no caso, o dono do portfólio gerido) e estes, por sua vez, recompensam tais administradores quando suas *performances* superam as expectativas.

³⁹ Por esta conceituação tem-se que: “*Fundamentals-driven spurious herding out if, for example, interest rates suddenly rise and stocks become less attractive investments. Investors under the changed circumstances may want to hold a smaller percentage of stocks in their portfolio. This is not herding according to the definition above because investors are not reversing their decision after observing others. Instead, they are reacting to commonly known public information, which is the rise in interest rates*”. (BIKHCHANDANI, SHARMA, 2000, P. 4).

responsável por tais situações. Primeiro, em um ambiente onde os agentes podem continuamente ajustar suas estratégias a cada nova informação, é improvável que os indivíduos ignorem sua própria informação ou uma nova informação. Segundo, se a interação entre estratégias é importante, é insatisfatório crer que os ganhos potenciais de capital derivem tão somente de ações isoladas dos agentes, ao invés de depender do resultado das ações adotadas pelos agentes em conjunto. Assim, em cenários de mercados globais, com idênticos investidores tomando decisões simultaneamente, e onde há troca de informações:

“Herd behavior may become more prevalent as the world capital market grows. Globalization reduces the incentives to collect country-specific information to discredit rumors and increases likelihood that fund managers who worry about their relative performance will each select the same portfolio. Consequently, small rumors can induce herding behavior and move the economy from the no-attack to the attack equilibrium”.(FLOOD, MARION, 1998, P.19-20).⁴⁰

A maioria dos estudos que examinam a evidência empírica dos comportamentos de “herding” e seus efeitos, tem sido aplicados ao contexto dos países desenvolvidos. Nestes países, a evidência sugere que os gestores de recursos (*investment managers*) não exibem posturas significativas de “herd behavior”, e que a tendência à ocorrência de tais comportamentos deriva de situações onde predominam estratégias momentâneas de investimento. Se os sinais positivos ou as estratégias momentâneas são eficientes, depende do quão rápido a nova informação é incorporada aos preços de mercado.

Mais estudos empíricos precisam ser feitos para os mercados emergentes onde, sugerem as evidências, é mais provável de ocorrerem os comportamentos de “manada”. Nestes mercados os cenários são relativamente instáveis, produto das baixas exigências de reservas, fragilidade dos padrões contábeis, relaxamento das regras de “enforcement” e elevados custos de obtenção de informações. Assim, é maior a probabilidade de advirem problemas resultantes de cascatas informacionais e “desvios”

⁴⁰ “Herd behavior torna-se mais pronunciado a medida em que os mercados mundiais de capital crescem. O fenômeno da globalização reduz os incentivos para a coleta de informações específicas sobre determinado país de modo a prevenir rumores, e aumenta a probabilidade de que administradores de fundos preocupados com suas performances relativas, selecionem o mesmo portfólio. Conseqüentemente, pequenos rumores podem induzir a comportamentos de “herding behavior” e mover a economia para um desequilíbrio (attack equilibrium)”. (FLOOD, MARION, 1998, p. 19-20). – tradução livre.

de reputação. Além disso, dado que as informações provavelmente são reveladas e absorvidas a um ritmo mais lento, é limitado o potencial de uma possível maior rentabilidade advinda de estratégias momentâneas de investimento.

Em resumo, a volatilidade dos mercados de capital pode resultar tanto de fatores domésticos quanto de fatores externos. Mudanças de política, por exemplo, determinam movimentos nos fluxos de capital. Quando tais mudanças são frequentes e imprevisíveis, a volatilidade aumenta e o crescimento diminui. Em algumas análises, a volatilidade, por si só, não é culpada por períodos de fragilidade nos mercados e sim, apenas um sintoma de deficiências nas políticas domésticas. Em outras, predomina o argumento de que os movimentos recentes nos fluxos de capital carregam pouca relação com as mudanças nos chamados fundamentos econômicos, e que os “caprichos” presentes nestes fluxos, refletem mudanças nas condições de liquidez global e “*herd-like investor behavior*”. Uma posição intermediária, combina aspectos de fragilidade econômica doméstica – particularmente no setor financeiro – com imperfeições na alocação global dos fluxos de capital para explicar perturbações nos mercados financeiros. Esta relação afeta particularmente aqueles países que liberalizaram seus setores financeiros doméstico ao mesmo tempo em que abriram suas economias ao capital externo.

Qualquer que seja o argumento adotado para explicar as frequentes perturbações dos mercados monetários e de capitais, é importante ter presente que fluxos privados de capital não resolvem todos os problemas relacionados ao desenvolvimento propriamente dito das economias recipiendárias podendo, inclusive, impor significativos custos. Entretanto, quando aproveitados efetivamente, estes recursos podem melhorar sensivelmente os níveis de investimento e elevar os níveis de produtividade.

2.5 Comportamento de manada, choque de expectativas e modelos de explicação para ataques especulativos

Inúmeros trabalhos vêm sendo desenvolvidos para descreverem os efeitos multiplicadores que mudanças nas expectativas têm sobre o fluxo de capitais em economias emergentes. Esses efeitos acontecem, na sua grande maioria, por razões que envolvem à existência de cascatas informacionais nas quais os agentes passam a guiar-

se pela história das transações realizadas, ignorando qualquer informação nova e gerando um comportamento de manada.

A partir de 1989 o fluxo de capitais de curto prazo para mercados emergentes experimentou um aumento substancial, especialmente para a América Latina. Porém, acompanhando o retorno destes países aos mercados internacionais de capital, esteve uma característica não bem-vinda pelas autoridades responsáveis pelas diretrizes da política econômica, a volatilidade.

Durante a segunda metade da década de 90, vários países experimentaram uma série de profundas crises cambiais provocadas pela forte fuga desses capitais originadas em mudanças nas expectativas cambiais dos agentes. Para piorar, essas grandes saídas de capitais promoveram crises com efeitos maiores que os inicialmente esperados pelos agentes pois os choques tiveram seus efeitos multiplicados, comprovando que os choques de expectativas possuem impactos severos e não esperados sobre o fluxo de capitais em economias emergentes.

Calvo e Reinhart (*in* LICHA, 2000) apresentam evidências empíricas de que a reversão do fluxo de capitais em países emergentes que sofreram ataques especulativos é muito intensa e que, na maioria dos casos, não esteve associada a restrições de política sobre os fluxos de capitais de curto prazo. Assim, as crises cambiais tendem a se intensificar devido a decisões dos agentes de retirar seus capitais do país.

Essa fuga de capitais pode ser explicada da seguinte forma: uma vez desencadeada a crise, o capital pode continuar a sair em função de algum processo de realimentação, que leva a que choques nas expectativas de desvalorização tenham seus efeitos multiplicados. De forma mais precisa, a severidade da fuga de capitais que se segue a uma crise cambial pode ser maior que o efeito inicial que o choque de expectativas gera. Calvo (*in* LICHA, 2000) destaca que esse efeito multiplicador sobre a saída de capitais é provocado pela ação de “agentes imitadores”⁴¹ e o denomina de “efeito parada súbita” no qual, após a desvalorização, os mercados financeiros

⁴¹ Em países emergentes os agentes globalizados não utilizam suas informações de mercado para tomar suas decisões mas imitam as decisões dos outros agentes. Este comportamento imitativo supõe a existência de cascata informacional na entrada de capitais.

virtualmente desaparecem e há uma verdadeira corrida, o que acaba por extinguir, ainda que temporariamente, a liquidez nos mercados de dívida pública e privada. Por esta análise, uma mudança nas expectativas dos agentes provoca uma recomposição de suas carteiras, deixando de demandar títulos domésticos denominados em moeda local para demandar títulos externos, e o comportamento imitativo promove uma fuga de capitais adicional.⁴²

O processo de globalização financeira, conforme já mencionado, reduziu os incentivos para se incorrer em custos de busca e processamento de informações referentes a países emergentes, também produzindo comportamentos de manada que podem induzir fortes fugas de capitais não relacionadas aos fundamentos da economia.

Da mesma forma, comportamentos imitativos podem ser consequência da existência de cascata informacional ou comportamentos de manada em mercados financeiros. Tais fenômenos são produto da existência de brechas de informação nos mercados que produzem comportamentos que podem resultar em crises financeiras repentinas. Mudanças na taxa de desvalorização esperada de uma determinada moeda, por exemplo, têm seus efeitos amplificados sobre o fluxo de capitais. Isto acontece se o choque de expectativas é acompanhado pelo surgimento de uma cascata informacional na entrada de capitais, pois isto gera um processo de realimentação no qual os agentes passam a guiar-se pela história das transações efetuadas, ignorando as novas informações, como mencionado anteriormente.

Na verdade, a existência de “imitadores” faz com que o processo de conformação da estrutura dos fluxos de capitais tenha uma memória longa e que os choques afetem essa estrutura de forma permanente, explicando a volatilidade dos fluxos de capitais de portfólio a países emergentes. Em resumo:

⁴² Em um contexto de crise monetária, por exemplo, tal comportamento, expresso por uma onda de venda de posições, quaisquer que seja a causa que gerou tal crise, é intensificado através da debandada dos agentes da moeda posta em cheque.

“ A credibilidade do regime cambial leva a que não existam expectativas de uma mudança de regime na taxa esperada de desvalorização, pois os choques de expectativas não são independentes do regime cambial. Assim, a falta de credibilidade do regime cambial em países emergentes promove flutuações no movimento de capitais de curto prazo que são amplificadas pelos comportamentos de manada, tornando esses fluxos mais voláteis e aumentando a vulnerabilidade financeira dessas economias”. (LICHA, 2000, p.16).

Em verdade, a ocorrência de diversas crises cambiais nos anos 90 – Europa (1992), México (1994), Sudeste Asiático (1997), Rússia (1998) e Brasil (1999) – despertou o interesse para pesquisas destinadas a explicar o porquê de tantos fenômenos de ruptura cambial em mercados aparentemente distintos quanto aos seus fundamentos. De uma forma geral, a literatura convencional sobre a ocorrência de ataques especulativos pode ser organizada, segundo Curado e Canuto (2001), em três grandes blocos (gerações):

? Os modelos de “primeira geração” ou “modelos canônicos”. Estes trabalhos se utilizam da hipótese de mercados financeiros eficientes e, *grosso modo*, a crise cambial é fruto de problemas de inconsistência na gestão da política macroeconômica. O fator chave para a explicação do ataque especulativo é a ampliação do crédito doméstico relacionada à monetização de crescentes déficits fiscais. Nas palavras de Dooley (1997), *“first generation models interpret speculative attacks as the natural and anticipated demise of an inconsistent policy regime. Proponents of this approach emphasize the conflict between objectives for nominal exchange rate stability and a monetary/fiscal policy that is inconsistent with this objective”* (p.2).^{43/44}

? Os modelos de “segunda geração”: Estes trabalhos se utilizam igualmente da hipótese de mercados financeiros eficientes e, *grosso modo*, a crise cambial também é fruto de

⁴³ *“Modelos de primeira geração interpretam os ataques especulativos como sendo uma resposta natural e antecipada dos agentes à derrocada de regimes de política econômica inconsistentes. Defensores desta corrente enfatizam o conflito existente entre os objetivos de estabilidade para a taxa de câmbio nominal e a adoção de políticas tanto monetárias quanto fiscais inconsistentes com tais objetivos”* (tradução livre).

⁴⁴ De acordo com Krugman (1999), um dos principais autores da literatura dos modelos canônicos, *“first-generation models, in effect, explain crises as the product of budget deficits: it is the ultimately uncontrollable need of the government for seignorage to cover its deficit that ensures the eventual collapse of a fixed exchange rate, and the efforts of investors to avoid suffering capital losses (or to*

problemas na gestão da política macroeconômica. A distinção fundamental, em relação aos trabalhos de “primeira geração”, é que nestas abordagens o governo tem a possibilidade de escolha da política macroeconômica a ser adotada com base na análise de custo-benefício social, podendo manter ou não fixas as taxas de câmbio. O ataque ocorre, de acordo com esta abordagem, sempre que os agentes antecipem que os custos sociais são superiores aos benefícios do regime cambial em vigor. Isto pode acontecer em função tanto de uma piora nos indicadores macroeconômicos, quanto de uma alteração auto-sustentada nas expectativas dos agentes. No entanto, mesmo neste segundo caso, a alteração das expectativas é igualmente derivada de um enfraquecimento dos indicadores macroeconômicos. Os principais indicadores macroeconômicos focalizados pela literatura de “segunda geração” são taxa de crescimento, desemprego e inflação e têm, em OBSTFELD (1994), um de seus maiores expoentes. Nas palavras de Krugman (1999), *“second-generation models explain crises as the result of a conflict between a fixed exchange rate and the desire to pursue a more expansionary monetary policy; when investors begin to suspect that the government will choose to let the parity go, the resulting pressure on interest rates can itself push the government over the edge”*.^{45/46}

? Os modelos de “terceira geração”: Estes trabalhos partem da hipótese de assimetria de informações nos mercados financeiros e a crise cambial encontra-se diretamente vinculada a uma “crise financeira” ou a problemas de “contágio” associados a comportamento de manada.

Particularmente com respeito aos modelos de “terceira geração”, estes ganharam notoriedade na última década, dada a incapacidade dos modelos “canônicos” e de “segunda geração” de explicar satisfatoriamente os recentes ataques especulativos

achieve capital gains) when that collapse occurs provoke a speculative attack when foreign exchange reserves fall below a critical level”.

⁴⁵ “Modelos de segunda geração explicam as crises como sendo um resultado do conflito entre uma taxa de câmbio fixa e o desejo de “perseguir” uma política monetária de cunho expansionista. Quando os investidores começam a suspeitar que o governo abrirá mão da paridade cambial, a pressão resultante sobre as taxas de juros colocam o governo no limite” (tradução livre).

⁴⁶ Nas palavras de Dooley (1997), *“Second generation models explain speculative attacks in terms of the fundamentals identified in first generation models, but the fundamentals are themselves sensitive to shifts in private expectations about the future. While a shift in market expectations about future policies could trigger an attack in first generation models, the spirit of the approach would demand that they have a good reason to change their minds in terms of perhaps unobservable fundamentals”*.

ocorridos no sudeste asiático e que, posteriormente, atingiram a Rússia e a América Latina.

Um exemplo disso, está no fato de que os países do sudeste asiático apresentavam uma situação relativamente favorável no que tange à situação dos indicadores de taxa de crescimento econômico, desemprego e inflação nos momentos que antecederam os ataques especulativos, o que reduz sensivelmente o poder explicativo desta literatura nas recentes crises cambiais.

Esta incapacidade tem motivado diversos pesquisadores no sentido de construir modelos que sejam compatíveis com as características das crises recentes. Esta literatura tem seguido, em sua grande maioria, um caminho muito claro. Enquanto os modelos “canônicos” e de “segunda geração” utilizam-se da hipótese de mercados financeiros eficientes e entendem que a crise cambial é resultante de problemas na gestão da política macroeconômica, os modelos de “terceira geração” partem da hipótese da existência de assimetria na distribuição de informações nos mercados financeiros – negando, portanto, a hipótese de mercados eficientes – e associam, em sua grande maioria, a ocorrência da crise cambial à verificação de uma “crise financeira”.⁴⁷

Esta literatura salienta que o fato de alguns agentes saberem mais do que outros gera diversos comportamentos, os quais até então – sob a vigência da hipótese de eficiência dos mercados – não se encontravam contemplados pela literatura econômica, tais como a possibilidade de seleção adversa, risco moral e comportamento de manada nos mercados financeiros. Estes elementos passam a ser incorporados como fatores decisivos na explicação dos ataques especulativos recentes.

Corsetti, Pesenti & Roubini (1998), por exemplo, demonstram como a crise é gerada num ambiente com assimetria de informação e, portanto, onde a ocorrência de risco moral⁴⁸ é plausível, em decisões de “sobreinvestimento”, capturando desta forma

⁴⁷ Os modelos de “terceira geração” não se constituem na única linha de pesquisa sobre o tema em desenvolvimento. Ressalta-se, como linha de pesquisa alternativa, os recentes trabalhos que analisam o fenômeno em questão a partir do conceito de “fragilidade financeira”, desenvolvido inicialmente por MINSKY (1982).

⁴⁸ Uma consequência econômica da assimetria de informações refere-se à possibilidade de ocorrência de risco moral. Isto ocorre quando uma das partes da transação é capaz de deslocar custos (riscos) para outras partes envolvidas, após o estabelecimento formal (contratual) de suas relações econômicas. No

um dos elementos centrais na geração das crises recentes: a gestão financeira problemática que caracterizava algumas economias atacadas, notadamente às do sudeste asiático.

Outra linha de pesquisa importante dos modelos de “terceira geração” é aquela que explica a seqüência de crises cambiais recentes como fruto de mecanismos de “contágio” em função de comportamentos de manada. Esta evolução da literatura internacional é, em grande parte, fruto de fenômenos concretos verificados nos mercados cambiais ao longo dos anos 90. Com exceção dos modelos “canônicos”, que pretendiam se constituir em “modelos gerais” de explicação para crises cambiais, os modelos de segunda e terceira geração são dedicados à interpretação de crises cambiais específicas.

Embora sejam inegáveis os avanços dos modelos de “terceira geração” na explicação dos ataques especulativos recentes, alguns elementos importantes para a compreensão deste fenômeno, sobretudo no que se refere à explicação das crises cambiais ocorridas na América Latina nos anos 90, ainda não foram incorporados de forma plena pela literatura, indicando que algumas especificidades da inserção internacional latino-americana nos mercados financeiros não foram capturadas por tais modelos.

Dentre elas, poderia se destacar o fato de a América Latina ser caracterizada por recorrentes desequilíbrios em suas contas comerciais como resultado de sua capacidade limitada de competição que, em última instância, reflete um componente de atraso tecnológico, perpetuando déficits em sua balança de transações correntes. Mais importante ainda é que, dadas as características estruturais dos desequilíbrios comerciais latino-americanos, a capacidade de ajuste através da utilização de políticas cambiais tem-se mostrado notoriamente limitada. Em outras palavras, a América Latina apresenta como especificidade a existência de uma rigidez no ajuste de suas contas comerciais, a qual, somada a crônicos problemas na conta de serviços, geram problemas igualmente crônicos no saldo de transações correntes destas economias.

mercado financeiro, quando a informação se distribui assimetricamente, o credor não tem total capacidade de avaliar se o emprestador irá investir os recursos do empréstimo num projeto de risco elevado ou num projeto seguro, desde que este seja capaz de transferir o ônus do risco para o credor. Se as garantias do emprestador forem limitadas, o resultado será a execução de projetos de elevado risco.

Esta discussão será melhor desenvolvida no capítulo final do presente trabalho, onde os aspectos conjunturais e estruturais das economias da região serão explorados no sentido de um melhor entendimento entre as interações das políticas macroeconômicas e as especificidades e a *performance* dos mercados financeiros. Porém, cabe ressaltar que:

“ O problema da rigidez de ajuste comercial da região se dá num contexto internacional onde os fluxos de capitais externos para as economias emergentes não são ilimitados. Isto é fruto, entre outros fatores, do caráter emergente destas economias e, portanto, do risco atribuído a elas durante o processo de alocação da riqueza financeira global. Ainda mais, a capacidade das economias emergentes de atrair capitais de curto prazo a partir de elevações continuadas das taxas de juros tem-se demonstrado restrita, sobretudo em períodos de instabilidade no cenário financeiro internacional”.(CURADO, PORCILE, 2001, p.4).

Em resumo, esta análise permite concluir que a rigidez de ajuste comercial num contexto geral de restrição dos fluxos de capital de curto prazo é um fator relevante na explicação das recentes crises cambiais ocorridas na América Latina e necessita ser incorporada ao debate, uma vez que a literatura convencional sobre crise cambial não o faz, ignorando em suas construções não somente a rigidez no ajuste da balança comercial, mas também a necessidade de absorção de ativos externos na explicação das crises financeiras. Isto se deve, em grande medida, à utilização por estas análises da hipótese de ajuste automático da balança comercial através do funcionamento dos mecanismos de mercado, ou seja, via processos deflacionários e/ou ajustamentos automáticos nas taxas de câmbio.

É importante destacar que ampliações no componente estrutural do déficit no balanço de pagamentos implicam numa crescente demanda por ativos externos, se constituindo, num contexto de restrição da oferta de ativos, num componente chave para a explicação da instabilidade no nível de reservas. Esta situação se torna mais delicada quando os Bancos Centrais dos países em desenvolvimento decidem adotar uma política de fixação da taxa de câmbio. A idéia básica é que o Banco Central fixa uma determinada paridade cambial, assumindo o compromisso de manutenção desta paridade, através da compra/venda de ativos externos no mercado cambial para solucionar os excessos de oferta/demanda por ativos.

A credibilidade dos agentes privados em relação à manutenção da paridade cambial será considerada uma função das expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro das reservas do Banco Central. Aos agentes privados caberá, sempre que a credibilidade no regime cambial for abalada, realizar operações de *hedge* cambial a partir da compra de moeda estrangeira no mercado, o que se constitui numa fonte adicional de demanda por ativos externos.

Supondo que o Banco Central possui todas as informações relevantes sobre o comportamento dos estoques de ativos externos, e que os agentes privados não possuam tais informações, o que os impede de determinar com absoluta segurança o comportamento das reservas, sempre que estas forem reduzidas, os agentes privados não serão capazes de analisar se esta redução conduz para um nível de equilíbrio com um nível de reservas menor e a manutenção da paridade cambial é crível, ou se esta redução irá conduzir o sistema para uma eliminação total das reservas e, portanto, a manutenção da paridade cambial fixa é não-crível. Assim:

“ A elevação do déficit estrutural no balanço de pagamentos e a conseqüente ampliação da área de instabilidade das reservas irá gerar – neste contexto de assimetria de informações e dado que os agentes são considerados avessos ao risco – uma elevação na demanda por ativos externos para proteção contra futuras alterações na paridade cambial. A medida que a demanda por ativos para operações de hedge se amplie – provocando novos deslocamentos para cima na curva de demanda por ativos – é também ampliada a área de instabilidade das reservas, até o ponto em que a geração do ataque especulativo seja inevitável”. (CURADO, PORCILE, 2001, p.16).

Desta análise, conclusivamente, dois pontos precisam ser destacados. Em primeiro lugar, o ataque especulativo ocorrerá tanto mais rapidamente quanto maior for a proporção dos agentes privados que entendam que a redução inicial das reservas irá conduzir a sua eliminação total e, portanto, a sustentação do regime cambial não é crível. De outra forma, quanto maior a proporção de agentes que acreditam que a redução das reservas conduz para um nível menor, porém estável, de ativos, mais tempo irá decorrer até que o ataque especulativo ocorra. Em segundo lugar, o ataque especulativo é uma decisão racional dos agentes num contexto de assimetria de informações, tendo em vista que ao antecipar que o regime cambial é insustentável no

longo prazo, torna-se vantajoso para os agentes elevar abruptamente sua demanda por ativos, ao invés de realizá-la de modo gradual, o que se justifica, em última instância, tal como nos modelos de “primeira geração”, em função dos ganhos que os agentes têm com a antecipação do colapso do regime cambial.

Assim, ao compreender algumas das questões envolvendo as teorias que discutem a hipótese da mobilidade de recursos entre países e abertura da conta de capital, bem como às que envolvem a racionalidade ou não das posturas dos agentes participantes dos mercados internacionais de capital e o fenômeno dos ataques especulativos, imagina ter-se construído um escopo mínimo para o entendimento das questões que envolvem a dinâmica recente dos fluxos financeiros e o seu impacto na condução das políticas macroeconômicas.

No capítulo final do trabalho, estas questões serão melhor trabalhadas a partir da análise dos riscos presentes nos instrumentos de crédito disponibilizados pelos mercados mundiais de capital e, fundamentalmente, da discussão dos efeitos macroeconômicos da expansão dos fluxos de capital e das abordagens de política econômica possíveis às economias recipiendárias.

3. FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS: RISCOS, LIMITES E ADMINISTRAÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

O capítulo final do trabalho está contextualizado num ambiente de mudanças na dinâmica financeira internacional que marcou as economias em desenvolvimento, particularmente as economias da América Latina, no início da década de 90.

Vindas de um período de profunda restrição em termos de acessibilidade aos mercados mundiais de capital, estas economias experimentaram um rápido e volumoso ingresso de recursos em seus mercados que, se por um lado, ajudou a consolidar seus incipientes programas de estabilização, por outro, trouxe sérios problemas à administração de suas políticas macroeconômicas.

Entender a origem destas dificuldades, bem como apontar políticas adequadas para lidar com influxos inesperados de capital serão as preocupações básicas do presente capítulo. Para tanto, serão analisadas a dinâmica financeira internacional do início dos anos 90, a experiência de volta de capitais e seus limites e, principalmente, serão discutidos os efeitos macroeconômicos e analisados os principais instrumentos de política monetária e arranjos cambiais disponíveis aos *policymakers* para enfrentar fluxos inesperados/indesejados de entrada/saída de capital, apontando suas vantagens e seus riscos na consecução dos objetivos de política econômica.

3.1 A dinâmica financeira internacional do início dos anos 90 e sua vinculação com algumas questões de política econômica

Os primeiros anos da década de 90 foram marcados pela continuidade na busca dos países latino-americanos em estabilizar suas economias. As primeiras tentativas, conforme Goldenstein e Leme (1995), ainda na década de 80, podiam ser divididas em dois tipos: as bem sucedidas como, por exemplo, a do Chile, sempre acompanhadas, pelo menos de início, de forte recessão econômica; e as malsucedidas, como as da Argentina e do Brasil, que resultaram em estabilizações temporárias.

Concomitantemente às tentativas de estabilização por parte destas economias, assistiu-se à retomada do crescimento nos países que primeiro se estabilizaram, bem como um aparente sucesso dos programas de estabilização nos países hiperinflacionários dos anos 80. A novidade, porém, desta vez, é que um novo elemento, ausente nas experiências anteriores, esteve presente: o fluxo de capitais externos. Estes recursos possibilitaram um maior grau de liberdade aos condutores dos programas de estabilização, reforçando antigas ilusões de que o acesso aos mesmos se daria de forma ilimitada, dependendo apenas da decisão autônoma dos países por eles beneficiados. Entretanto, a análise destes fluxos revelou que os determinantes de seus movimentos dependiam das condições e da dinâmica dos países centrais e, sobretudo, da dinâmica do mercado internacional de capitais.

De acordo com Meyer (1993), os capitais privados voltaram a fluir em escala significativa para a América Latina a partir do final da década de 80. Este fenômeno, que interrompeu um prolongado período de aguda restrição cambial, fez com que a entrada líquida total de capitais na região passasse de US\$ 9,3 bilhões em 1989 para US\$ 60,8 bilhões em 1992.⁴⁹

Porém, mais do que refletir as particularidades conjunturais de cada país e/ou região, a existência de uma estrutura institucional em sintonia com o princípio da desregulamentação financeira e os resultados positivos dos programas de estabilização, a dimensão da migração de capitais privados para a América Latina deveu-se

⁴⁹ Estes valores incluem transferências oficiais unilaterais, capitais de curto e longo prazos e erros e omissões.

principalmente a um fator externo à região: a substancial redução nas taxas de juros nos Estados Unidos.

Uma reinterpretação desta conclusão, seria a de que os movimentos de capitais em direção à América Latina começaram em volumes significativos no momento em que emergiram condições específicas nos mercados internacionais, visto que essa redução na taxa de juros não só tornou menos atrativas as aplicações em dólares norte-americanos, *vis-à-vis* as taxas de juros praticadas nos países latino-americanos, como, por conseqüência, também melhorou sensivelmente os indicadores de solvência destes países. Não menos importante foi a retração do crescimento nos países industrializados observada no início da década de 90. A exceção coube a economia norte-americana que, de sistemática absorvedora líquida de capitais nos anos 80, tornou-se exportadora de capital neste período. Baer (1995), sintetiza assim a dinâmica econômico-financeira nos grandes centros econômicos mundiais:

“Em suma, cabe destacar que o fluxo de recursos financeiros privados para os países em desenvolvimento e, mais especificamente para a América Latina, é, antes de mais nada, condicionado pela dinâmica do crescimento nos países centrais e pela absorção de recursos por seus agentes de primeira linha, indicando um comportamento assíncrono desta absorção entre as economias industrializadas e a região latino-americana” (BAER,1995, p.101-102).

Esta afirmação tem dois desdobramentos imediatos. Em primeiro lugar, o retorno dos recursos financeiros para a região não foi determinado pelos esforços de ajuste interno e pela estabilização em suas economias, indicando que os mesmos estiveram disponíveis tanto para as economias previamente estabilizadas como para as não-estabilizadas, nestas últimas inclusive viabilizando a implementação e sustentação de programas de estabilização. Em segundo lugar, a partir do momento em que o fluxo de recursos financeiros está condicionado pela dinâmica dos países industrializados, o risco de uma reversão no comportamento destes capitais e o pouco controle que se tem sobre os mesmos, são aspectos que precisam ser levados em conta quando da formulação e gestão da política econômica nos países recipiendários.

Do ponto de vista da contribuição destes capitais, duas questões mereceram destaque. A primeira relaciona-se com a sustentabilidade destes fluxos no médio e longo prazo. Um aspecto neste sentido diz respeito à natureza dos capitais absorvidos, onde notadamente houve a predominância dos investimentos de portfólio. Estes investimentos de carteira foram essencialmente estimulados por três fatores. Em primeiro lugar, pela queda das taxas de juros nos Estados Unidos e por uma elevação significativa da rentabilidade financeira na América Latina, associada às políticas monetárias restritivas que caracterizaram os programas de estabilização implementados. Ou seja, um primeiro fator que determinou a entrada de capitais foi o significativo diferencial das taxas de juros. Em segundo lugar, houve uma expressiva flexibilização da legislação relativa a investimentos estrangeiros de portfólio, dando efetiva mobilidade a estes capitais, tendo os recursos sido atraídos para a região via fundos de investimento estrangeiros. Em terceiro lugar, em alguns países o fluxo de capitais ganhou maiores dimensões pelo processo de privatização de empresas estatais.

O grande impasse que se impôs aos países da região foi que o primeiro e o último destes aspectos são insustentáveis no médio e longo prazos. Como o custo de manter um elevado diferencial de taxas de juros é internamente muito alto para os países em desenvolvimento⁵⁰, supõe-se que a tendência seja de uma maior convergência destas taxas. Por outro lado, a privatização é um processo finito e sua capacidade de continuar atraindo capitais no futuro é bastante discutível.

Assim, na ausência de novos fatores de atração, e com a perda de credibilidade dos agentes quanto à sustentabilidade dos programas de estabilização implementados na região, é natural que ocorresse um arrefecimento destes fluxos, tendência esta que mostrou-se particularmente problemática para aquelas economias nas quais a entrada de capitais foi acompanhada de um crescimento no déficit em conta corrente e que, portanto, estavam na dependência da continuidade da entrada destes capitais para sustentar seu balanço de pagamentos. Embora as economias da região tenham acumulado nos anos iniciais de seu retorno aos mercados internacionais um significativo volume de reservas em moeda estrangeira, não há dúvida que este capital

⁵⁰ Num contexto de implementação de políticas antiinflacionárias e consolidação de programas de estabilização, cenário característico nas economias latino-americanas nos primeiros anos da década de 90, a expansão monetária resultante da entrada de capitais externos precisou ser esterilizada, causando um elevado custo financeiro referente à dívida pública interna.

apresentou grande mobilidade/volatilidade, o que, em situações de déficit em transações correntes, representou consideráveis riscos para a gestão da política econômica.

Admitindo-se que o interesse dos investidores estrangeiros em manter ou ampliar sua carteira de ativos no país depende das oportunidades e dos riscos que a região venha a oferecer comparativamente a outras regiões, chega-se ao segundo aspecto levantado por Baer (1995) quanto à contribuição destes capitais às economias recipiendárias: a sua vinculação com o conteúdo da política macroeconômica. Nos primeiros anos da década passada, toda a prioridade da política econômica, na maior parte dos países da América Latina, esteve voltada para o processo de estabilização dos preços, tendo o retorno dos capitais externos permitido superar a restrição financeira externa e com isso estabilizar a taxa de câmbio. Da mesma forma, ampliou a capacidade de importação destas economias, possibilitando aliviar pressões internas de preços.

Porém, a dificuldade de alguns países em consolidar seus programas de estabilização, permitindo a região como um todo crescer continuamente em bases sustentáveis, tornou limitado o aproveitamento do fluxo de recursos externos disponíveis. Em primeiro lugar, a definitiva estabilização, além da superação da restrição financeira externa, exigiria o equacionamento do desequilíbrio fiscal interno do setor público. As políticas de elevadas taxas de juros e de contenção da demanda dificultam a superação deste desequilíbrio, pois aumentam o custo de rolagem da dívida interna e limitam a arrecadação fiscal. Dado o elevado estoque de dívida pública, a superação definitiva do desajuste financeiro-fiscal do Estado torna necessária a retomada do crescimento em bases financeiras sólidas, o que exige, antes de mais nada, o fortalecimento do processo de poupança interna para a consolidação da base de financiamento.

Portanto, esta etapa de reinserção financeira internacional da América Latina teria de ter vindo acompanhada do desenvolvimento de uma sólida base de financiamento interno, a partir de uma elevação na taxa de poupança e de um adequado processo de intermediação financeira condizente com os propósitos do desenvolvimento e com uma eficiente alocação dos recursos disponíveis. Na medida em que a contrapartida do financiamento interno não se concretizou, a significativa dependência de capitais externos trouxe riscos não desprezíveis para a sustentação do crescimento.

O segundo desafio no âmbito macroeconômico era a elevação da taxa de investimentos, dada a sua importância na ampliação da oferta de bens nestas economias em bases mais competitivas. De acordo com Baer, nos países em que uma parte importante da entrada de capitais se dá através de investimentos estrangeiros diretos (IED), esta condição se realiza automaticamente. Porém, nas economias onde esta entrada assume essencialmente a forma de investimentos de carteira, a maior disponibilidade de recursos financeiros pode resultar unicamente em maior consumo, prejudicando inclusive o esforço para a manutenção da estabilidade dos preços.

Assim, pode-se concluir que na medida em que houvesse uma recuperação significativa das taxas de investimentos nas economias latino-americanas, seria de se esperar a sustentação e até um incremento do fluxo de capitais externos visto que, independente de sua mobilidade potencial, os mesmos encontrariam na região maiores garantias de uma nova etapa de consolidação da estabilização. Esta, por sua vez, permitiria um crescimento econômico com inserção internacional não somente financeira, mas também produtiva e comercial.

O terceiro desafio no âmbito macroeconômico contemplava a adequação do patamar da taxa de câmbio, de modo a conciliar o objetivo da estabilização com a retomada do crescimento em bases internacionalmente competitivas. Como toda prioridade, nos primeiros anos da década passada, esteve concentrada nos processos de estabilização, em algumas economias da região a entrada de capitais foi acompanhada de uma valorização das moedas domésticas. Na medida em que este processo de valorização precedeu ou não foi acompanhado da retomada de investimentos produtivos e de aumentos da produtividade, estas economias perderam competitividade internacional, o que tendeu a causar déficits em conta corrente de natureza estrutural. Um processo de endividamento externo nestes moldes, com capitais caracterizados por uma grande mobilidade potencial, implica, invariavelmente, num elevado risco de crise cambial, uma vez que acentua a probabilidade de uma reversão do fluxo de recursos ou até mesmo uma fuga maciça de capitais, quando o risco cambial não é mais coberto nem pelo elevado diferencial de taxas de juros.

Portanto, para a consolidação do processo de estabilização, da conseqüente retomada dos investimentos de longo prazo e de uma inserção produtivo-comercial

dinâmica e competitiva em nível internacional, seria importante que a taxa de câmbio real fosse relativamente estável e previsível. Isso significa que se tornaria indispensável proteger o patamar da taxa de câmbio das distorções provocadas pela grande mobilidade dos fluxos financeiros, o que desestimula os investimentos produtivos e provoca desajustes mais permanentes nas transações correntes.

Paralelamente, havia o risco de que os interesses financeiros obstaculizassem a implementação de ajustes cambiais. Na medida em que predominassem capitais cujo interesse exclusivo é a arbitragem da rentabilidade financeira - capitais de curto prazo atraídos exclusivamente pelo diferencial de taxas de juros -, estes procurariam adiar ao máximo os reajustes na taxa nominal de câmbio, maximizando os ganhos desta arbitragem.

Em suma, a etapa de reinserção financeira das economias latino-americanas no mercado privado internacional, iniciada na metade final da década de 80 e levada à cabo durante os primeiros anos da década passada, permaneceu dependente da maior ou menor demanda por recursos nos países centrais, tendência que afetou diretamente sua oferta para a região. Além desta limitação externa, a sustentação ou ampliação do fluxo de capitais privados para a região dependia da consolidação de um efetivo processo de ajuste macroeconômico interno, que contemplava o fortalecimento da taxa de poupança e do processo de financiamento internos, a retomada dos investimentos para aumentar a oferta interna de bens e a competitividade nestas economias, e de uma política cambial previsível, compatível com a consolidação da estabilização e a retomada do crescimento. Se as economias latino-americanas tivessem avançado na direção de um crescimento sustentado, com um aprofundamento de sua inserção produtivo-comercial em bases macroeconômicas sólidas, poder-se-ia esperar não só a sustentação dos fluxos de recursos financeiros privados para a região, mas sua ampliação com uma maior participação de investimentos estrangeiros diretos na composição total dos recursos forâneos.

3.2 A experiência da volta dos capitais privados e seus limites

O retorno dos fluxos de capitais privados para a América Latina desde o final dos anos 80 precisa ser apreciado num contexto geral de mudanças nos mercados internacionais de capital.

Em particular, o rápido crescimento nos mercados mundiais das formas securitizadas de empréstimos (tais como os bônus) *vis-à-vis* os empréstimos bancários, e o incremento na participação dos investidores institucionais (tais como os fundos de pensão, as companhias de seguro e os fundos mútuos), levaram a uma rápida diversificação geográfica do investimento que favoreceu a América Latina. Este favorecimento foi possível porque estes movimentos foram mais pronunciados nos Estados Unidos, cuja proximidade geográfica e econômica naturalmente induziu novos investidores e novas formas de investimento a procurarem melhores oportunidades de lucratividade na região.

Uma segunda explicação para o retorno destes capitais está no fato de que houve uma aceleração na sequência de acordos de reestruturação da dívida externa dos países da região com os bancos comerciais, os quais já vinham sendo negociados ou se encontravam num avançado estágio de negociação. Este fator permitiu o restabelecimento de uma normalidade em termos de fluxo de pagamentos das dívidas contraídas no passado, viabilizando a contratação de novos empréstimos privados de dívida. Os bancos comerciais, de acordo com Bacha (1994), se mostraram mais relutantes em participarem destes novos fluxos, devido às perdas acumuladas com os empréstimos passados e a restrições impostas pelo Acordo da Basileia em termos de exigências de capital e provisões de reservas contra reescalamentos de dívidas. Porém, os participantes dos mercados securitizados que haviam desfrutado uma posição confortável em termos de rentabilidade dos seus empréstimos à América Latina ainda nos anos 60 e 70, encontravam-se livres de restrições de capital e exigências de provisões de reservas, estando mais propensos e capacitados a lucrarem com as novas oportunidades de investimento na região.

Um terceiro fator que surgiu como forma de explicar a experiência de volta de capitais privados à América Latina, diz respeito a aguda queda das taxas de juros nos

Estados Unidos, que acabou por se transformar num poderoso incentivo para a repatriação de capital evadido da América Latina e aplicado no sistema financeiro norte-americano. Conforme Collyns (1992), estimativas acerca dos participantes do mercado dão conta de que após 1991 entre 60 e 70% dos instrumentos de investimento na América Latina originaram-se de capitais evadidos e, posteriormente, repatriados, e 20 a 25 % foram resultado de fundos de investimentos.

Finalmente, as privatizações e outras reformas econômicas de cunho liberalizante adotadas na região aumentaram as oportunidades lucrativas para os investidores estrangeiros, estimulando os fluxos externos de capital. Conforme Bacha (1994), quando do retorno da região aos mercados internacionais, os fluxos estavam, a grosso modo, distribuídos da seguinte forma: 1/3 para o mercado acionário e de títulos, 1/3 para aplicações de *hot money* e 1/3 para investimentos diretos.

Ao caráter inesperado destes fluxos voluntários de capital privado, somou-se o fato de os mesmos terem experimentado um dramático incremento no seu volume. Conforme um estudo de Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), utilizando dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), os fluxos de capital privado para a América Latina que, durante a segunda metade dos anos 80 estiveram, na média, ao redor de US\$ 8 bilhões ao ano, alcançaram a soma de US\$ 24 bilhões em 1990 e US\$ 40 bilhões em 1991. Coube ao México ser o principal país recipiendário destes fluxos, seguido pelo Brasil, Argentina, Chile, Colômbia e Venezuela.

Outra tendência importante desses ingressos de capital foi a significativa diversificação das fontes e, sobretudo, a mudança de sua composição. A participação do investimento estrangeiro direto (IED) duplicou entre 1977/81 e 1991/92. As carteiras de ações, representadas pelas aplicações em bolsa, emergiram como uma nova fonte de financiamento para os países latino-americanos. Os lançamentos de títulos também aumentaram significativamente de importância, enquanto a parcela dos empréstimos de bancos comerciais caiu de modo bastante acentuado.

No geral, essas mudanças na estrutura do financiamento externo pareceram positivas, uma vez que aparentemente favoreceram a presença de fluxos mais sustentáveis, ao mesmo tempo em que os fluxos com taxas de juros variáveis

representaram uma proporção pequena dos ingressos totais. Porém, é preciso destacar que uma proporção bastante alta dos ingressos de capital líquido no início dos anos 90 correspondeu a fluxos de curto prazo, configurando-se numa fonte potencial de preocupação dado o alto risco de volatilidade presente nestes capitais.

Ainda assim, a questão da dinâmica destes fluxos ganhou os mais diversos contornos. Algumas opiniões, principalmente oriundas de autoridades governamentais das economias recipiendárias, interpretaram o retorno dos fluxos financeiros como sinal de recuperação da confiança em seus respectivos países. Outros, mais céticos, viram no diferencial de juros provocado pela crise dos países desenvolvidos a razão principal deste redirecionamento de capitais.

Embora o discurso oficial enfatizasse o aspecto de recuperação da confiança por parte dos investidores, aos fatores externos coube a melhor explicação para a súbita retomada dos empréstimos, ainda que não pudessem ser ignorados os esforços de estabilização por parte dos países da região. Alguns, como o Chile e o México, que iniciaram seus programas ainda em meados da década de 80, só tornaram-se atraentes para o capital externo no início dos anos 90, enquanto outros, como o Brasil e a Argentina, passaram a receber estes fluxos com suas economias recém-estabilizadas, com reformas econômicas incipientes, ou, até mesmo, sem estabilização. Conforme salientaram Calvo, Leiderman e Reinhart (1993, p.109), *“a queda nas taxas de juros internacionais, a retração contínua nos países desenvolvidos e a evolução do balanço de pagamentos dos Estados Unidos encorajaram os investidores a redirecionar recursos para a América Latina, de modo a se aproveitar das renovadas oportunidades de investimento e da melhora nas condições de solvência da região”*.⁵¹

Um dos instrumentos financeiros que ganhou corpo neste período foram os títulos de dívida soberana, cujas emissões cresceram continuamente entre 1990-1993. Mais do que a simples análise de números, passou-se a discutir os reais ganhos econômicos de tais emissões uma vez que, além de auferirem um elevado rendimento aos tomadores finais, o preço pago pelos países emissores destes bônus, a título de

⁵¹ “The falling in international interest rates, a continuing recession in the developed countries, and balance of payments developments in the United States have encouraged investors to shift resources to Latin America to take advantage of renewed investment opportunities and the region’s increased solvency”.

comissões, às instituições financeiras responsáveis pelo seu lançamento, era muito elevado.

Dois motivos pareciam explicar, a princípio, por que um país aceitaria pagar um preço tão alto para captar recursos externos: a taxa de juros doméstica e, principalmente, a percepção de que os benefícios a serem obtidos com a reinserção no mercado internacional de capitais suplantariam os custos. Neste último caso, se o mercado voltasse a emprestar a um determinado país, residentes que mantêm capitais no exterior poderiam readquirir confiança e repatriar, em parte, seus próprios ativos financeiros mantidos no exterior.

Porém, a reinserção no mercado internacional de capitais e a sinalização do retorno de outros investidores em potencial, representada na repatriação de recursos aplicados no exterior, não sustentou as análises otimistas quanto aos ganhos econômicos auferidos desta reinserção. Isto porque a demanda por esses títulos veio basicamente de investidores institucionais que aplicaram fração crescente de sua carteira em títulos de alto rendimento e reduzido prazo, cidadãos ou entidades latino-americanas com capitais no exterior e, em menor grau, por investidores que detinham bônus antigos, lançados antes da crise da dívida externa, e que venceram. Ou seja, o perfil dos investidores permitiu concluir que os objetivos do desenvolvimento não estiveram presentes nas suas decisões de investimento, uma vez que as aplicações de longo prazo continuaram a representar parcela mínima do investimento total na região.

O mercado acionário foi outro veículo utilizado para atrair capital estrangeiro à região. Os fundos de ações para capital estrangeiro por país aumentou de forma sensível. Ressalta-se, contudo, que nem sempre estes fundos representaram ingresso de recursos novos, pois alguns foram constituídos com base na conversão da dívida externa. Da mesma forma, ainda que a participação de recursos externos no mercado acionário pudesse crescer substancialmente, encontraria limites na região, representados principalmente pela limitação de informações acerca da real situação patrimonial das empresas participantes do mercado e pelas constantes mudanças na condução da política econômica que inibem as tentativas de crescimento continuado, o que acaba por não permitir uma contribuição expressiva de recursos externos por esta via.

O capital estrangeiro também foi atraído pela venda de ações de empresas estatais em alguns países latino-americanos. Contudo, como no caso anterior, a compra de ações foi freqüentemente financiada por meio da conversão da dívida externa. Assim, as privatizações não significaram aumento do investimento e, uma vez financiadas por conversões, nem sequer implicaram na entrada de recursos novos. Operações deste tipo não passaram de liquidações de obrigações externas do Governo, com parte de seus ativos domésticos e freqüentemente com desconto.

Por fim, dadas a precária situação das instituições nacionais responsáveis pela intermediação de fundos para investimento, e a limitação dos empréstimos bancários à extensão de linhas comerciais e à concessão de financiamentos a projetos específicos do setor público ou privado, nos quais é possível reduzir substancialmente o risco comercial e soberano da operação, utilizou-se como forma de captação, a partir do retorno de empresas latino-americanas à bolsa de valores dos Estados Unidos, um instrumento financeiro conhecido como *American Depository Receipt* (ADR). Os ADRs são certificados emitidos nos Estados Unidos com base em ações de uma empresa não norte-americana, mantidas em custódia em uma instituição financeira. O preço do certificado e sua rentabilidade dependem do desempenho das ações no mercado onde são transacionadas, normalmente o mercado acionário do país de origem da empresa.⁵² No entanto, considerados os requerimentos e as exigências dos órgãos e instituições que supervisionam o lançamento de títulos em bolsas de valores nos Estados Unidos, as ofertas públicas de ADRs tornaram-se acessíveis apenas a algumas das melhores empresas da região.

Paralelamente a esta série de limitações internas, complementadas pela estagnação e deterioração da infra-estrutura econômica e social observadas em muitos países da região e pela não inserção destes num contexto de rápidas transformações no cenário econômico internacional, existem, ainda, fatores externos à região que podem afetar desfavoravelmente a oferta de recursos privados. Um deles, é a possibilidade de um desequilíbrio *ex-ante* entre a disponibilidade de poupança e a demanda por investimento global às taxas de juros vigentes nos países industrializados. A aceleração

⁵² ADRs não são necessariamente listados em bolsas de valores. Estes certificados podem ser negociados diretamente entre investidores, com a intermediação do banco responsável por seu lançamento (Claessens e Gooptu, 1994).

do déficit público na década de 90 e o baixo nível da poupança privada, no momento em que cresce a demanda por investimentos, podem gerar uma escassez *ex-ante* de poupança e um aumento nas taxas reais de juros de longo prazo, dado o nível insuficiente de acumulação de recursos domésticos. O outro, é a formação de blocos econômicos e de áreas de livre comércio. Isso faz com que os avanços tecnológicos, ao reforçarem a utilização de trabalho especializado e qualificado, reduzam as vantagens comparativas de países com mão-de-obra barata, deslocando os investimentos para as regiões que respondem de forma mais rápida e estratégica a estes avanços.

O fato é que um melhor aproveitamento dessa massa de recursos depende de uma mudança no perfil dos mesmos que contemple um alongamento nos prazos das aplicações, uma redução nas taxas de captação e no risco de volatilidade, o que somente será possível a partir de uma profunda reforma estrutural nas economias da região, de modo a permitir uma maior competitividade num contexto de permanentes mudanças na dinâmica financeira internacional.

3. 3 Os riscos financeiros presentes nos fluxos de capital

Nos primeiros anos da década passada, os ingressos de capital privado - principalmente em carteira - nos países em desenvolvimento aumentaram acentuadamente, constituindo-se numa fonte potencialmente grande para o financiamento do desenvolvimento desses países. Contudo, motivos de preocupação estiveram presentes: tais influxos de capital mostraram-se, além de temporários, não comprometidos com usos produtivos e sustentáveis no longo prazo, indicando que sua composição não fora a mais adequada. Esse comportamento resultou num consenso de opinião: ingressos elevados e repentinos de capital podem causar instabilidade macroeconômica, mediante crescimento rápido do consumo, inflação crescente, valorização da taxa de câmbio real e déficits cada vez maiores de conta corrente.

Conforme já mencionado, o grande aumento desses ingressos para a região como um todo, pode ser explicado por uma conjugação de fatores: melhores fundamentos econômicos e perspectivas de crescimento; incremento dos programas de privatização em determinados países; abertura dos mercados de capital ao exterior; margens favoráveis de juros e retorno sobre o capital, em comparação com os países

desenvolvidos; maior globalização dos mercados financeiros; e transferência estrutural para o setor privado, do ônus de gerar o crescimento econômico (Claessens, Gooptu, 1994).

Porém, os benefícios da interação com os fluxos de capital privado para o desenvolvimento das economias recipiendárias dependem do acesso estável e previsível aos mercados financeiros. Os riscos de restrições abruptas na oferta e/ou aumentos rápidos e excessivos nos custos, bem como a redução dos prazos de maturidade dos passivos externos são parcialmente determinados por percepções de risco e, portanto, pelas políticas do país recipiendário. Igualmente, o acesso a estes fluxos pode estar fortemente condicionado por dinâmicas do lado da oferta, determinadas exogenamente e relacionadas às políticas dos países industrializados nas áreas de regulação macroeconômica e financeira.

Desta última perspectiva, a América Latina pôde se confrontar com riscos consideráveis de volatilidade relativos aos novos fluxos financeiros dos anos 90, visto que os mesmos foram, acima de tudo, resultado de um declínio dramático das taxas internacionais de juros, especialmente as dos Estados Unidos.

De acordo com as análises de Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), o incremento do diferencial de rendimentos a favor dos países latino-americanos atraiu investidores que se haviam acostumado a uma década de taxas de juros reais elevadas em áreas de baixo risco soberano. Além disso, dada a especial situação conjuntural da América Latina - recuperação de uma recessão profunda e prolongada -, os investidores foram capazes de obter altos retornos com baixos custos de coleta de informações, já que a necessidade de escolher entre os países e as empresas não se configurou como condição ao investimento.

Com este quadro, não foi difícil concluir que a qualquer aumento significativo das taxas de juros internacionais, combinado com custos de informação mais altos para identificar rendimentos elevados, poderia ocorrer uma reversão do fluxo de alguns dos investidores menos comprometidos. A este comportamento incerto presente nos fluxos privados de capital, bem como no que diz respeito à integração dos mercados financeiros internacionais ainda na primeira metade dos anos 90, tem-se que:

“Os entusiastas dos novos tempos acham que este espantoso crescimento das finanças internacionais decorre de novas idéias, a desregulamentação e a liberalização dos mercados financeiros domésticos. Mas a vida não é tão simples assim. Além de instável, esta integração não tem feito muito pelo crescimento dos diferentes países. As taxas de juros dos diversos países são muito diferentes por causa do risco de desvalorização ou valorização cambial. Além disso, estudos mais recentes mostram que os investimentos dos diversos países dependem basicamente da poupança doméstica, apesar da internacionalização dos mercados financeiros” (SAYAD, 1995, p.2-4).

A instabilidade e os riscos presentes nos fluxos de capital puderam ser comprovados, em um primeiro evento, em dezembro de 1994, quando uma nova crise cambial atingiu a economia mexicana, com um impacto negativo junto à credibilidade e à capacidade de pagamento da região. Movimentos desestabilizadores, expressos em uma fuga de capitais, impossibilidade de conseguir novos recursos para a rolagem da dívida, desvalorização do câmbio e pressões inflacionárias, se fizeram presentes, entre outras, nas economias brasileira e argentina, fazendo com que na primeira, por exemplo, as Autoridades Econômicas repensassem a política cambial adotada quando da implantação do Plano Real.

A crise cambial do México, que eclodiu nos últimos 10 dias de 1994, foi fruto do agravamento do déficit externo mexicano, do pouco investimento no setor produtivo e da maciça entrada de capital especulativo no país. Quando o México ainda era visto como um modelo de ajustamento a ser seguido por outras economias da região, os primeiros resultados da opção por este tipo de política começavam a se fazerem notar. Desde 1988, a taxa de câmbio real já indicava uma sobrevalorização do peso. Com isto, o crescimento das exportações não conseguia acompanhar o das importações, gerando déficits comerciais crescentes, compensados pela entrada de capital externo, principalmente oriundo dos Estados Unidos. Ou seja, a sustentabilidade desta política estava na razão direta da manutenção dos fluxos de capital externo de curto prazo, de forma a financiar os crescentes déficits externos mexicano.

Porém, a opção por uma política cambial equivocada, que produziu substanciais déficits comerciais e uma dependência excessiva de capitais de curto prazo para financiar o déficit em conta corrente, combinada com a instabilidade política do país,

afastou o capital externo e deu início a um processo de erosão de divisas, levando a um iminente esgotamento das reservas cambiais. Os US\$ 28 bilhões em fevereiro de 1994 terminaram em apenas US\$ 6,5 bilhões em dezembro, representando uma perda superior à 75%.

Durante todo o ano de 1994, o país já vinha registrando forte saída de capital externo, intensificada em dezembro. O medo de uma desvalorização cambial iminente fez com que muitos investidores externos trocassem os títulos do governo, cotados em peso mexicano, por títulos denominados em dólar, além de promoverem um movimento generalizado de vendas das ações mexicanas.

A gravidade do quadro social-econômico vigente, levou o governo mexicano a desvalorizar o peso em aproximadamente 15%, visando controlar a fuga maciça de capitais. Foi a primeira desvalorização do peso mexicano em sete anos e representou um sério revés para a imagem externa do México como modelo de uma bem-sucedida reforma econômica de cunho liberal. Até então, o México era tido como paradigma para as economias emergentes da América Latina e citado como exemplo a ser seguido pelos demais países latino-americanos. Com a desvalorização do peso, os grandes fundos norte-americanos, especializados em mercados emergentes, registraram grandes perdas no México. Na tentativa de recuperar essas perdas, muitos destes fundos optaram pela realização de lucros nos demais mercados. Com isso, venderam suas ações não apenas no México, mas também nas demais Bolsas de Valores da América Latina. Esta atitude veio a demonstrar que o pânico dos investidores externos havia se espalhado por toda região, tendo as cotações nas Bolsas de Valores da Argentina, do Brasil e do Chile despencadas.

Afora o risco cambial, resultante dos crescentes déficits externos financiados por capitais de curto prazo, os mercados financeiros internacionais podem ser também mais vulneráveis estruturalmente às oscilações voláteis de preço e volume presentes nos seus diversos instrumentos financeiros. Por exemplo, muitos destes instrumentos são complexos e às vezes não completamente compreendidos por todos os participantes do mercado, nem mesmo pelos intermediários que articulam os negócios. Alguns especialistas chamam a atenção para o fato de que um potencial crescente de instabilidade é criado a medida que instrumentos financeiros como os derivativos aumentam de importância na atividade financeira; por um lado, essas transações são

precariamente reguladas em seus padrões de margem e de capital e, por outro, a comercialização desses instrumentos é impulsionada por taxas pagas adiantadamente, que revertem ao vendedor imediatamente, sem risco. Por fim, as informações sobre as transações com derivativos são assimetricamente distribuídas.

Adicionalmente aos riscos de caráter mais sistêmico, os países devem ter também consciência dos riscos potenciais presentes nas modalidades particulares de investimento através das quais o capital tem fluído para a América Latina, bem como de uma reversão nestes fluxos em função de uma série de questões estruturais ainda pendentes nestas economias. A maior integração financeira propicia mais investimento e mais crescimento, mas representa um desafio para a administração macroeconômica. Como os fluxos de capital constituem fenômeno relativamente recente, há temores de que possam cessar de uma hora para outra.

Assim, a manutenção dos fluxos de capital depende basicamente : 1) de que seja mantido um contexto macroeconômico estável, o que significa boas políticas financeiras e a solução de problemas estruturais como a excessiva intervenção governamental, distorções no mercado de trabalho e políticas fiscais e comerciais ineficientes; 2) de que esse capital possa ser utilizado para consumo (o que é menos sustentável) ou para investimento no país (o que mais sustentável e desejado); 3) de que as exportações apresentem crescimento rápido, gerado pelos ingressos de capital, melhorando assim a capacidade de amortização no futuro; e 4) da manutenção, a longo prazo, de um contexto econômico e político favorável aos investidores.

Dito de outra forma, para se evitar a reversão repentina dos ingressos de capital, além de políticas macroeconômicas estáveis, é necessário:

“ Evitar a manutenção da valorização da taxa de câmbio real por longo período; constituir um nível elevado de poupança interna; investir significativamente em indústrias do setor de bens comercializáveis; ter déficits em conta corrente relativamente limitados; e relativamente pouca dependência de influxos de capital de curto prazo”. (DADUSH, BRAHMBHATT, 1995, p.3).⁵³

⁵³ Sobre os pré-requisitos mínimos para que os países possam se inserir nos mercados mundiais de capital, consultar também: EL-ERIAN, Mohamed A. Restoration of access to voluntary capital market financing: the recent Latin American experience. **IMF Staff Papers**, Washington, DC, v.39, n.1, p.175-94, mar. 1992.

Uma fonte importante dos novos fluxos para a América Latina são os títulos, que possuem a vantagem de terem, principalmente, taxas de juros fixas. Porém, a maturidade média desses títulos é muito curta, o que implica que uma considerável fatia dessas aplicações pode desaparecer rapidamente se os títulos não forem renovados. Menos dramático, mas igualmente preocupante, é o risco de que, se a renovação dos títulos ocorrer *pari passu* com taxas de juros mais altas, o custo médio dos empréstimos aumentará de modo significativo num curto espaço de tempo.

Da mesma forma, o financiamento privado externo para a América Latina para a compra de ações também está revestido de risco para os países a que ele se direciona. Os financiadores estrangeiros podem, por diferentes razões, interromper o investimento em ações, e até mesmo tentar vender rapidamente as que possuem, se temerem uma piora nas perspectivas do país. Assim, ainda que políticas macroeconômicas sustentáveis no longo prazo, aliadas à credibilidade das Autoridades responsáveis pela sua implementação e execução constituam pré-condição para a inserção e manutenção de qualquer economia no cenário financeiro internacional, equivocam-se os que defendem que somente a combinação de políticas sustentáveis no longo prazo junto com a credibilidade dos *policymakers* é suficiente para se eliminar/minimizar os riscos de volatilidades presentes nos mercados de capital. As perspectivas dos agentes ofertantes de crédito quanto ao prazo de retorno das suas aplicações, bem como o tamanho dos mercados das economias recipiendárias, representam variáveis não desprezíveis na determinação do comportamento dos fluxos financeiros. A importância destas variáveis podem ser resumidas nas palavras de Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones:

“Na medida em que uma parte crescente do investimento em ações latino-americanas se origine em investidores institucionais, que parecem distribuir seus ativos segundo critérios de prazo mais longo, o risco de grandes reversões dos fluxos é menor. Mas, enquanto os mercados forem movidos em importantes proporções por participantes especializados na obtenção de rendimentos a curto prazo e os mercados de ações permanecerem relativamente acanhados, os riscos de grande volatilidade serão inerentes a esta modalidade de financiamento externo” (DEVLIN, FFRENCH-DAVIS, GRIFFITH-JONES, 1994, p.429).

Por fim, há que se destacar que os investimentos estrangeiros diretos (IED) por serem, de modo geral, bem mais estáveis e de longo prazo, constituem um grupo de investimentos cuja participação é bem mais desejável do que a de outras formas. Porém, para que os fluxos de capital privado se mantenham no longo prazo, é necessário uma economia estável e um contexto favorável aos investidores, onde os pressupostos do desenvolvimento sustentado orientem os objetivos da política econômica. Além disso, um ajuste nas taxas de juros orientado para uma convergência entre as taxas interna e externa, seria uma forma de melhor selecionar os investimentos na região, uma vez que taxas de juros elevadas tendem a desestimular os investimentos diretos e a estimular os especulativos. Este ajuste demandaria esforços no sentido de eliminar as restrições estruturais da região, reduzir o risco-país ou soberano e, por consequência, o elevado prêmio pago aos investidores - dado pela taxa de juros - que se dispõem a aplicar nos mercados latino-americanos.

3.4 A expansão dos fluxos de capital: efeitos macroeconômicos e abordagens de política econômica

3.4.1 Ingressos de capital, efeitos macroeconômicos e noções iniciais de política

Nos primeiros anos da década passada, numerosos países em desenvolvimento desfrutaram de grandes ingressos de capital estrangeiro que aliviaram suas restrições financeiras. Particularmente no contexto da América Latina, a súbita expansão dos ingressos de capital, que forneceu o financiamento necessário à continuação dos programas de ajuste estrutural iniciados por vários países no final da década de 80, inseriu-se no contexto de reformas domésticas simultâneas à globalização dos mercados financeiros internacionais.

Diversos autores identificaram que as principais causas do ressurgimento dos fluxos de capital a partir deste período foram externas aos países recipiendários. Fundamentalmente, conforme já mencionado, foram a baixa das taxas de juros nos países desenvolvidos e a recessão nesses mesmos países no início dos anos 90 que empurraram os capitais para os países em desenvolvimento. Também ressalta-se a importância da tendência mundial de se diversificar portfólios globalmente. Esses foram os chamados “*push factors*” (fatores que empurraram o capital dos países desenvolvidos), em oposição aos “*pull factors*” (fatores que puxaram o capital para os

países em desenvolvimento). Estes últimos foram a normalização da relação com os credores internacionais, por meio da renegociação das dívidas externas, e os diversos planos de estabilização que ocorreram na América Latina nos anos 80 e 90, também mencionados.

A literatura dedicada ao entendimento dos efeitos produzidos pelos influxos de capital para os países em desenvolvimento, no início dos anos 90, identificou, fundamentalmente, seis efeitos macroeconômicos na esteira destes capitais, assim apresentados:

- 1) Uma parcela significativa dos fluxos de capitais acabou sendo acumulada sob a forma de reservas internacionais pelos países recipiendários⁵⁴. À medida em que os fluxos tornaram-se mais pronunciados, notou-se uma clara tendência à ocorrência de maiores déficits em conta corrente no balanço de pagamentos.
- 2) Os aumentos registrados nos déficits em conta corrente do balanço de pagamentos foram resultado tanto de um aumento no investimento quanto de uma queda da poupança interna (a diferença entre ambos é o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos). Coerentemente, observaram-se maiores taxas de crescimento do PIB nos países recipiendários.
- 3) Como esperar-se-ia pela queda da poupança interna, o consumo privado cresceu, sobretudo em bens de consumo duráveis importados.
- 4) Em quase todos os países da região, registrou-se um rápido crescimento dos agregados monetários reais e nominais. Para evitar tal consequência dos fluxos de capitais, os bancos centrais recorreram aos tradicionais remédios: esterilização via dívida interna e/ou permissão à apreciação cambial.
- 5) Registraram-se aumentos significativos nos preços de imóveis, ações e dos ativos em geral dos países recebedores dos fluxos de capitais.

⁵⁴ Através da contabilidade do Balanço de Pagamentos pode-se verificar que um saldo positivo na conta de capital tem que resultar ou em um déficit na conta corrente, ou em um acúmulo de reservas internacionais.

- 6) A evidência quanto ao comportamento da taxa de câmbio ficou clara, expressa numa apreciação da taxa de câmbio real. Esse comportamento, em particular, chamou a atenção dos analistas, dado que o efeito sobre a taxa de câmbio real foi distinto do resultante nas economias asiáticas, que igualmente experimentaram um incremento nos fluxos internacionais. Coube às diferenças de composição da demanda agregada explicar tal comportamento. Enquanto nos países asiáticos registrou-se grandes incrementos nas taxas de investimento, nos países latino-americanos verificou-se queda nas taxas de poupança interna e crescimento do consumo.

Apesar dos benefícios implícitos nos fluxos de capital – aumento da eficiência e melhor alocação de recursos, além de transferências associadas de tecnologia - esses ingressos suscitaram preocupação, dado os vários efeitos colaterais possíveis de ocorrerem. O primeiro efeito deletério advém das pressões inflacionárias que se podem originar, sobretudo quando o fluxo é monetizado. O segundo efeito indesejado é a apreciação do câmbio real, que prejudica o desempenho da balança comercial. Não obstante, ainda há a possibilidade de que a volatilidade dos fluxos provoque prejuízos à estabilidade do sistema bancário, como bem demonstraram os casos mexicano e argentino após a crise de 1994.

Assim, não é raro surgirem posições que defendem a necessidade de se introduzirem mecanismos de proteção destinados a impedir o surgimento de crises financeiras, garantir a estabilidade e a sustentabilidade do equilíbrio macroeconômico e promover o investimento. Não raro, as autoridades, diante da ameaça de superaquecimento na esteira de grandes ingressos de capital, têm de tomar decisões difíceis sobre a dimensão, a ordem e o momento das ações políticas. Essas decisões precisam basear-se nos objetivos econômicos dos país receptor, no regime de taxa de câmbio, nas restrições institucionais e, sobretudo, nas causas e na composição dos influxos.

A identificação das causas da entrada de capitais permite avaliar seus efeitos e formular políticas econômicas para administrá-los. Assim, conforme Almeida Filho (1999), se a expansão dos ingressos de capital é determinada sobretudo por juros domésticos elevados, seus efeitos podem concentrar-se na acumulação de reservas, com impacto reduzido sobre a ampliação dos níveis de investimento. Da mesma forma, se os

déficits públicos, após a abertura ao capital externo, continuarem a ser financiados por créditos do Banco Central ao governo e/ou através da emissão de dívida no mercado internacional, a possibilidade de um risco futuro de maior inflação não pode ser descartada. Este risco, segundo o autor, levou os mercados financeiros latino-americanos a reagirem com amplas flutuações, comprometendo, mais uma vez, a viabilização de financiamentos para os investimentos das empresas. Como resposta a esta situação, tem-se que:

“Nesse contexto, a excessiva confiança de alguns formuladores de política econômica na política monetária como instrumento regulador da economia poderia ser suavizada construindo uma base sólida de tributos para sustentar gastos públicos em áreas prioritárias. As reformas fiscais ganhariam ainda destaque como elemento capaz de imprimir maior credibilidade aos programas de estabilização latino-americanos e, dessa forma, reduzir os custos dos empréstimos externos consistentes com o desenvolvimento de longo prazo. Por outro lado, na medida em que se implementasse o ajuste fiscal e ocorressem menores compras do governo de bens e serviços não-transacionados com o exterior, seriam mantidas as expectativas de inflação em queda” (ALMEIDA FILHO, 1999, p.A-3).

Apesar dos riscos presentes na expansão dos fluxos externos de capital e da falta de uma política econômica que regulamentasse o comportamento desses fluxos, definindo os seus limites e contribuições, a entrada de capital, ao reduzir a restrição cambial, teve efeitos positivos para a região como um todo, permitindo uma melhor utilização da capacidade produtiva existente, o que resultou em níveis mais elevados de produção, renda e emprego. O relaxamento da restrição externa, a partir do início dos anos 90, contribuiu para a recuperação do crescimento econômico, cuja taxa anual, na América Latina, subiu de 1,6% em 1983/90 para 3,4% em 1991/93.

A recuperação do crescimento econômico foi em grande parte determinada pelo fato de que a maior disponibilidade de poupanças externas possibilitou o financiamento de um maior volume de importações associadas a um maior uso da capacidade produtiva existente, o que, por seu impacto na produção e na renda, reativou a demanda agregada.

O efeito de expansão foi geral em toda a região e particularmente forte em alguns países, como Argentina, Chile e Venezuela. Entretanto, há exceções. O México, embora tenha experimentado um ingresso particularmente grande de capitais privados, não exibiu uma recuperação do crescimento durante o período, visto que a maior parte dos recursos absorvidos foi utilizada para financiar o consumo e investimentos de curto prazo.

A taxa de investimento, por seu lado, somente a partir de 1992 voltou a atingir um nível acima da média do período 1983/90 como proporção do PIB. Além disso, somente para uns poucos países da região que receberam grandes influxos de capital, como o Chile, esse aumento nos ingressos de recursos foi acompanhado por um aumento na taxa de investimento de igual proporção. Comparando-se 1983/90 com 1993, a poupança líquida externa (fluxos de capital menos aumento das reservas) aumentou cerca de três pontos percentuais como proporção do PIB, enquanto a taxa de investimento subiu apenas um ponto. O restante foi para o consumo ou para compensar as perdas nas relações de troca. Ou seja, dado o fato de que parte considerável da poupança líquida externa foi destinada para o consumo ou para compensar a deterioração dos termos de troca, houve uma descontinuidade entre o seu aumento e o aumento da taxa de investimento nestas economias, tendo o Chile se constituído em uma rara exceção (DEVLIN, FFRENCH-DAVIS, GRIFFITH-JONES, 1995).

Junto com a recuperação econômica, a velocidade com que os ingressos de capital fecharam o hiato externo - a restrição cambial externa que caracterizou os anos 80 - e geraram um superávit de divisas refletiu-se em uma tendência à valorização da taxa de câmbio, bem como a uma rápida redução dos superávits comerciais e a um aumento do déficit em conta corrente. A continuidade da abundância de capital manteve essa tendência ao longo do tempo, impondo às autoridades econômicas um dilema crucial para a continuidade da estabilidade: se houvesse uma redução nos ingressos de capitais, os níveis da demanda agregada e das importações, assim como da taxa de câmbio, poderiam não ser sustentáveis a médio e longo prazos. Em seus valores de equilíbrio, essas variáveis devem refletir as condições dos mercados monetários e de bens produzidos domesticamente, bem como a disponibilidade de poupanças externas, que depende da natureza permanente ou transitória dos fluxos de capital. Da mesma forma, o crescimento econômico propiciado pelo relaxamento das restrições externas

seria de momentânea duração, visto que, associada à transitoriedade das poupanças externas, havia uma insuficiente contrapartida de poupança interna.

Outro aspecto importante diz respeito ao fato de que os efeitos dos ingressos de capital não foram os mesmos para o conjunto dos países, o que está associado tanto ao acesso a esses recursos quanto ao uso que as economias da região fizeram dos financiamentos internacionais. O fato é que a capacidade de absorção desses fluxos e as políticas seguidas pelos países da região foram afetadas pelo estágio alcançado pelos mesmos no processo de ajuste econômico. Ou seja, uma vez que os fluxos financeiros internacionais encontraram as economias latino-americanas em diferentes etapas de seus programas de ajuste, quanto mais avançado estava o estágio alcançado pelo país no processo de ajuste econômico, melhor foi a sua capacidade de absorver produtivamente os fluxos financeiros.

Admitindo-se que os ingressos de capital tenham sua origem em aumentos autônomos na função-demanda do dinheiro interno; aumentos da produtividade interna do capital ; e fatores externos, como queda nas taxas internacionais de juros, e que, os dois primeiros fatores recebam comumente a denominação de fatores de “atração”, enquanto o terceiro grupo inclua os chamados fatores de “repulsão”, o impacto econômico dos ingressos de capital e a necessidade de políticas para lidar com eles devem ser determinados pelas forças que os provocam e pelo regime de taxa de câmbio do país receptor. Assim:

“ Em sistemas cambiais totalmente flexíveis, as entradas de capitais (independentemente do que as está motivando) provocarão a valorização da moeda do país receptor, a queda nos preços relativos dos bens importados e o afastamento do consumo dos bens não-comercializáveis – fatores que tendem a aliviar as pressões inflacionárias. Portanto, em igualdade de condições, quanto mais flexível a taxa de câmbio, menor a probabilidade de que os ingressos de capital tenham efeito inflacionário. Em sistemas de taxa de câmbio controlados ou fixos, a criação ou não de pressões inflacionárias, dependerá dos fluxos refletirem ou não um deslocamento para cima na função-procura do dinheiro – isto é, o aumento do dinheiro procurado para cada nível da taxa de juros - ou se deverem a outros fatores, como queda nas taxas de juros internacionais ou aumento na produtividade interna do capital. Se se deverem primariamente a um aumento sustentado na procura por dinheiro interno, os ingressos de capital não serão inflacionários. Mas, no caso de eles aumentarem por outras razões, a acumulação de reservas de divisas levará, não havendo neutralização, à expansão da base monetária, à elevação das pressões inflacionárias e à deterioração da posição externa”. (HAQUE, MATHIESON, SHARMA, 1997, p. 2 e 3).

Conforme os autores supra-citados, é possível que deslocamentos para cima na função-procura do dinheiro façam cair os preços de títulos, ações e imóveis, à medida que os proprietários de ativos realocarem suas carteiras. Em contrapartida, quando os fluxos forem alimentados por taxas de juros internacionais mais baixas ou aumentos na produtividade interna do capital, os preços dos ativos reais e financeiros tenderão a subir.

O comportamento dos saldos monetários reais também pode veicular informações sobre os ingressos de capital. Os ingressos de capital motivados pela procura por dinheiro estarão associados a aumentos dos saldos monetários, mas sem acelerar a inflação (e, portanto, com elevação dos saldos monetários reais). Os ingressos de capital gerados por quedas das taxas de juros internacionais elevarão, no início, os saldos monetários reais, mas, depois, à medida que a inflação acelerar, os saldos reais tenderão a declinar. Os preços internos responderão mais lentamente nos países de baixa inflação do que nos países de inflação alta. Pelo menos inicialmente, é provável que os ingressos de capital atraídos por maior produtividade interna ocorram em um ambiente caracterizado pela elevação das taxas de juros e da renda interna; o efeito líquido sobre

a procura por dinheiro dependerá da sensibilidade deste último às mudanças nas taxas de juros e na renda.

Embora a composição dos ingressos de capital possa fornecer informações sobre suas causas, muitas vezes é difícil distinguir entre os fluxos de investimento direto e os fluxos de investimento em carteira, especialmente no curto prazo. Sobre esta dificuldade, tem-se que:

“ Em geral, aumentos na procura por dinheiro atraem investimentos de carteira de curto prazo, enquanto outras mudanças, como aumentos na taxa interna de rentabilidade do capital, tenderão a atrair investimentos diretos de longo prazo. Nesses casos, pode ocorrer também uma longa defasagem entre o estímulo e a entrada de capital, dependendo, entre outras coisas, do ambiente regulamentador e da capacidade de absorção do país receptor. Assim, aumentos na produtividade interna do capital podem inicialmente conduzir a maiores influxos de carteira e somente depois atrair volumes maiores de investimentos diretos”. (HAQUE, MATHIESON, SHARMA, 1997, p.3).

Quadro 1

| COMO O COMPORTAMENTO DOS INDICADORES FINANCEIROS PODE EXPLICAR OS INGRESSOS DE CAPITAL | | | |
|---|---|--|---|
| Indicador | Deslocamento para cima da curva de procura por dinheiro | Aumento na produtividade do capital interno (influxos sustentados) | Fatores externos, como queda nas taxas de juros internacionais (influxos temporários) |
| Preços dos ativos | | | |
| Taxas de juros | Aumentam | Aumentam | Diminuem |
| Curva de rendimento | Achata-se | ? (1) | Torna-se mais íngreme |
| Taxa de câmbio | Valoriza | Valoriza | Valoriza |
| Preços das ações | Diminuem | Aumentam | Aumentam |
| Preços dos imóveis | Diminuem | Aumentam | Aumentam |
| Inflação | Diminui | Aumenta | Aumenta |
| Agregados monetários e creditício | | | |
| Saldos monetários reais | Aumentam | Tendência a diminuir | Aumentam |
| Base Monetária | Aumenta | Aumenta | Aumenta |
| Reservas Internacionais | Aumentam | Aumentam | Aumentam |
| Crédito bancário | Tendência a aumentar | Aumenta | Tendência a aumentar |
| Depósitos em moeda estrangeira | Diminuem | ? | Podem diminuir |
| Balço de Pagamentos | | | |
| Investimento direto estrangeiro | ? | Aumenta | ? |
| Investimento de carteira | Aumenta, sobretudo em correntes de curto prazo | Aumenta, em correntes de curto e longo prazo | Aumenta, sobretudo em correntes de curto prazo |

FONTE: HAQUE, N., MATHIESON, D., SHARMA, S. Causas dos ingressos de capital e políticas para lidar com eles. *Finanças e Desenvolvimento*, Washington: FMI, v.15, n.1, p.3-6, mar.1997.

(1) Indica que o efeito é incerto.

Ainda que os indicadores descritos acima dêem informações para orientar as políticas, estes, muitas vezes, enviam mensagens ambíguas sobre o que está provocando os ingressos de capital, precisando-se em geral de informações adicionais. É necessário, portanto, levar em conta como mudanças mais amplas nas condições econômicas – por exemplo, reformas econômicas que aumentam a produtividade do capital e reforçam as perspectivas de crescimento – podem estar provocando ingressos de capital. Assim, as

políticas apropriadas serão determinadas não apenas pelas causas dos ingressos de capital, mas também pelo grau de flexibilidade permitido pela estrutura institucional interna e pela postura das políticas existentes.

Admitindo-se as particularidades de cada país, os diferentes estágios de desenvolvimento de suas políticas e a maior ou menor flexibilidade de seu arcabouço institucional, constatou-se que os países que perseguiram políticas macroeconômicas relativamente equilibradas lidaram mais facilmente com as perturbações causadas pelos influxos do que os países com políticas desequilibradas (em geral, políticas fiscais excessivamente expansionistas contrabalançadas por políticas monetárias contracionistas).

No nível das políticas, alguns países podem compensar parcialmente as pressões altistas que os grandes ingressos de capital exercem sobre as taxas de câmbio acelerando o ritmo do comércio e da liberalização cambial, inclusive afrouxando os controles sobre os ingressos de capital. Num nível maior de refinamento, admitindo-se quase que a existência de um consenso quando do estudo das políticas disponíveis para lidar-se com os fluxos de capital, tem-se que:

“ Os países dispõem de três instrumentos para lidar com possíveis efeitos dos grandes ingressos de capital: intervenção neutralizante, aperto fiscal e valorização da taxa de câmbio. A dosagem ótima dos instrumentos depende da estrutura institucional do país e das políticas passadas. A capacidade de neutralizar os efeitos dos ingressos de capital sobre a base monetária poderá ser limitada se o banco central não dispuser de instrumentos adequados e se os mercados financeiros internos não forem suficientemente desenvolvidos. Ela poderá ser limitada também se intervenções anteriores do banco central tiverem produzido um grande déficit quase-fiscal – diferença entre os juros ganhos sobre as reservas cambiais e os custos do financiamento da neutralização. Ainda que alguns países tenham adotado corretamente posturas fiscais mais firmes frente à persistência dos ingressos de capital, a política fiscal é um pouco mais complicada sob o aspecto do controle da procura no curto prazo, em razão das defasagens associadas à formulação e implementação de medidas específicas. E a valorização da taxa de câmbio pode ser inaceitável por tornar os produtos do país menos competitivos”. (HAQUE, MATHIESON, SHARMA, 1997, p. 5).

Argumenta-se, às vezes, que se torna necessário considerar controles temporários do capital quando o uso desses três instrumentos sofre graves limitações ou sua efetividade é restrita. Todavia, se ficarem em vigor por muito tempo, os controles de capital tenderão a se tornar menos efetivos, podendo retardar o desenvolvimento do sistema financeiro e comprometer a eficiência da alocação de recursos.

De fato, com a estabilização macroeconômica e a desregulamentação financeira, a rentabilidade do investimento tende a se elevar, enquanto o sistema bancário, responsável pela intermediação das correntes de capital, talvez ainda sofra de fraquezas estruturais e supervisão prudencial insatisfatória. Nessas circunstâncias, poder-se-iam usar medidas de controle de capital e de supervisão prudencial para limitar a intermediação dos influxos pelo sistema bancário, bem como para dirigir o capital estrangeiro rumo a ativos com vencimento relativamente maiores. Ainda assim, os controles de capital poderão ser progressivamente desmontados, a medida que a qualidade da vigilância melhorar e a capacidade do sistema bancário de lidar com os fluxos aumentar.

O Quadro 2 mostra o uso apropriado de cada instrumento considerando países com políticas macroeconômicas equilibradas. Deve-se observar que muitos países atraíram grandes ingressos de capital enquanto os esforços de estabilização estavam ainda em andamento, e que alguns países receberam ingressos de capital apesar de fundamentos que deixavam a desejar. Os dados expostos a seguir, não consideram todas as possíveis condições iniciais de cada país, bem como eventuais desequilíbrios de política.

Quadro 2

| INSTRUMENTOS DE CONTROLE DOS INGRESSOS DE CAPITAL uma matriz para países com políticas macroeconômicas equilibradas | | | |
|--|--|---|--|
| Instrumento de controle | Deslocamento para cima da curva de procura por dinheiro | Aumento na produtividade do capital interno (influxos sustentados) | Fatores externos, como queda nas taxas de juros internacionais (influxos temporários) |
| Neutralização | Pode ser necessária para suavizar flutuações. | Pode ser necessária para suavizar flutuações. | É apropriada. |
| Valorização da taxa de câmbio | A taxa de câmbio efetiva real de equilíbrio não muda. | Pode-se conseguir a valorização justificada da taxa de câmbio efetiva real de equilíbrio em parte por meio da valorização nominal e em parte por meio de aumento dos preços de bens não-comercializáveis. | A taxa de câmbio efetiva real de equilíbrio não muda. A valorização nominal temporária da taxa de câmbio pode ser justificada quando existem pressões sobre a neutralização. |
| Política fiscal | Não requer Qualquer política. | Em geral se quer o aperto da política fiscal, sobretudo quando a capacidade de absorção da economia é limitada em relação ao montante dos influxos. | Quando as pressões sobre a neutralização são muito fortes e a posição competitiva externa é fraca, nesse caso talvez se deva considerar um certo aperto fiscal. |

FONTE: HAQUE, N., MATHIESON, D., SHARMA, S. Causas dos ingressos de capital e políticas para lidar com eles. *Finanças e Desenvolvimento*, Washington: FMI, v.15, n.1, p.3-6, mar.1997.

Quando os ingressos de capital estão associados a deslocamentos para cima na função-procura do dinheiro – induzida, por exemplo, pela maior desregulamentação financeira –, não se requer ação política, porque, nesse caso, a expansão da base monetária não será inflacionária nem ameaçará a viabilidade externa. Mas talvez seja necessária a intervenção do banco central nos mercados monetários e cambiais para suavizar as flutuações na taxa de câmbio e nas taxas de juros. Uma possível causa de preocupação é que o crédito bancário pode tender a se expandir à medida que os saldos monetários aumentarem. Isto porque, em sistemas bancários precariamente supervisionados e fracos, o aumento das reservas dos bancos comerciais tende a levar a

riscos excessivos nas atividades de empréstimos, sendo talvez necessárias medidas para restringir a intermediação bancária.

De fato, as autoridades precisam moldar diferentes respostas, dependendo se os ingressos de capital apresentam tendência sustentada ou temporária. Para um aumento sustentado, produzido, por exemplo, por um aumento na produtividade do capital interno, as autoridades deverão decidir qual a melhor maneira de realizar a valorização da taxa de câmbio efetiva real de equilíbrio. Ajustes em bens, fatores e preços de ativos induzirão, em última instância, a uma valorização real, independentemente do regime de taxa de câmbio, e a política adotada não deverá inibir essa valorização. Em economias com mecanismos de taxa de câmbio flexíveis, pode-se conseguir a valorização da taxa de câmbio real por meio da valorização nominal, em vez de inflação dos preços dos bens não-comercializáveis. Porém, no médio prazo, talvez seja necessário um aperto da política fiscal para controlar os aumentos da absorção interna, prevenir a excessiva valorização da taxa de câmbio real e conter o déficit externo. Uma postura fiscal mais restritiva tem sido aplicada em países cujo influxo de capitais tem mostrado-se superior a capacidade de absorção da economia, ou em países com taxas de câmbio vinculadas.

De acordo com Haque, Mathieson e Sharma (1997), para limitar o impacto de aumentos temporários de ingressos de capital, resultantes, por exemplo, de quedas nas taxas internacionais de juros, a neutralização dos influxos, quando praticável, é a resposta mais adequada, dado que pode limitar ou prevenir a deterioração na competitividade externa. Todavia, é provável que a capacidade de neutralizar os influxos seja limitada e de vida curta se a substitutibilidade entre os ativos nacionais e internacionais for alta ou a taxa de câmbio vinculada. Além disso, talvez não sejam necessários ajustes na política fiscal, a menos que as restrições à neutralização sejam graves e a posição competitiva da economia seja fraca. Nesses casos, talvez a política fiscal não seja um instrumento apropriado, porque pode envolver demorados processos legislativos, e mudanças freqüentes na estrutura fiscal tributária e nos gastos do governo, impondo custos de ajuste substanciais à economia.

Em países com políticas financeira desequilibradas, é possível que os influxos de curto prazo sejam influenciados primariamente pelas taxas de juros internas e pela expectativa de movimentos cambiais. Em geral, as taxas de juros internas elevadas que

atraem o capital estrangeiro se devem a uma combinação de política fiscal expansionista e política monetária contracionista; daí, fica claro que a melhor política é fazer os ajustes para reequilibrar o *mix* de política. Todavia, reduzir as taxas de juros ao mesmo tempo em que se diminui o incentivo a influxos especulativos pode estimular a procura interna e levar ao superaquecimento. Nessas situações, em que se espera a correção de misturas desequilibradas de políticas, a resposta pode ser semelhante àquela para choques temporários externos, ou seja, intervenção neutralizante combinada com certa valorização da taxa cambial.

Porém, conclusivamente, de nada adiantarão essas medidas se faltarem ajustes fundamentais nas políticas, sobretudo quando as elevadas taxas de juros internas são decorrentes de excessivo empréstimo ao setor público ou de políticas fiscais inconsistentes no médio e longo prazo.

3.4.2 Aspectos da política cambial em regimes de mobilidade de capital

Depois de várias tentativas frustradas de estabilizar os preços, baseadas em equívocos no tratamento dos fenômenos da inércia inflacionária e da dolarização, de um lado, e de operar as políticas monetária e fiscal, de outro, a quase totalidade dos países da América Latina adotou programas de estabilização baseados em uma âncora cambial. Neste sentido, afastaram-se da tendência dominante entre os países mais desenvolvidos de flutuar suas moedas, destacando-se na região os regimes cambiais da classe do regime de câmbio fixo.

Porém, a combinação de regimes cambiais da classe dos regimes de câmbio fixo com o ressurgimento em grande escala dos movimentos de capitais provou ser uma combinação explosiva, sujeitando as economias da região a ataques especulativos. Assim, em todos os casos, a eficácia destes programas no tocante a seu objetivo principal – a estabilização prolongada dos preços – foi acompanhada de nítido aumento da vulnerabilidade da economia a choques externos, refletido, conforme Hermann (1999), em maior ou menor grau, nas seguintes tendências:

- 1) valorização real da taxa de câmbio, pela combinação do câmbio nominal fixo (ou quase-fixo) com a inflação residual dos primeiros meses (ou mesmo anos) da estabilização;
- 2) déficits comerciais sistemáticos e, às vezes, crescentes, resultado do aquecimento da atividade econômica que, tipicamente, se segue às experiências de estabilização por ancoragem cambial;
- 3) elevados e sistemáticos superávits na conta de capital do balanço de pagamentos, criando dificuldades de administração da política monetária – mais especificamente, de conciliação de seus objetivos estabilizadores com o compromisso do governo com o câmbio fixo;
- 4) deterioração das contas públicas – nos casos em que a preservação da taxa de câmbio nominal foi obtida por meio de operações de esterilização dos superávits da conta de capital – e/ou reforço da tendência à valorização real do câmbio – nos casos de uso moderado dos recursos de esterilização, com uma tolerância maior para a inflação residual.

Concomitantemente a este cenário, o arranjo europeu de construir uma união monetária, adotando uma moeda única, e o sucesso de várias economias mais desenvolvidas em manter a estabilidade de preços e minimizar as flutuações cíclicas de seus produtos e empregos dentro de um regime de câmbio flexível, atuaram de modo a fragilizar ainda mais a situação dos países em regime de câmbio fixo diante dos ataques especulativos magnificados pelos fortes movimentos internacionais de capital.

De fato, o aumento da vulnerabilidade externa das economias submetidas à âncora cambial decorreu da combinação de maior endividamento – face financeira dos superávits da conta de capital – com a deterioração dos indicadores de comércio exterior, política fiscal e política monetária. Essa deterioração, por sua vez, pareceu inevitável nos primeiros anos de vigência da âncora cambial, uma vez que teve origem em dois fatores absolutamente necessários a este modelo de estabilização: i) o regime de câmbio fixo (ou quase fixo), instrumento central da política inflacionária nestes casos; e ii) a abertura comercial e financeira da economia, crucial à viabilidade e sustentação da taxa de câmbio como âncora dos preços.

Ainda que hajam argumentos de que os arranjos de câmbio fixo são mais eficazes para produzir a estabilidade de preços, retirando poder discricionário das autoridades econômicas, e de que é necessário, conseqüentemente, um forte controle sobre os fluxos internacionais de modo a evitar a instabilidade macroeconômica, o risco de dificuldades cambiais associado à forma de inserção externa das economias que combinaram câmbio fixo com ampla abertura comercial e financeira, tem sido ampliado, nos últimos anos, pelo ambiente de elevada e crescente mobilidade internacional do capital. Com relação aos riscos inerentes a este novo cenário das finanças internacionais tem-se que:

“ Essa nova configuração do mercado financeiro internacional foi crucial para a viabilização dos planos de âncora cambial na América Latina, porque tornou disponível o capital para a acumulação de divisas em “moeda forte” nos países do continente, outrora condicionados por forte restrição externa. Este mesmo fator, porém, dificultou enormemente a administração do risco cambial em países que operavam sob câmbio fixo. De um lado, as novas condições tecnológicas e institucionais que governam os movimentos do capital internacional permitem ajustes extremamente rápidos de portfólio por parte dos investidores “globais”, elevando o grau de imprevisibilidade dos fluxos e preços dos ativos em todos os mercados. De outro, a ampla abertura comercial e financeira requerida para viabilizar a âncora cambial nas economias em processo de estabilização contribuiu para aumentar as incertezas com relação a seus mercados cambiais, tornando-os altamente vulneráveis a mudanças nas condições gerais do comércio, nas expectativas e estratégias dos investidores internacionais e, portanto, a ataques especulativos contra suas moedas”. (HERMANN, 1999, p. 477).

Isto permite concluir que o compromisso do governo com a âncora cambial, ainda que permita reduzir o risco cambial, à medida em que sustenta a estabilidade de preços e reduz incertezas quanto à política cambial do país, é, em si, uma fonte de risco, não só porque propicia desequilíbrios no balanço de pagamentos, como também retira do governo um importante instrumento para combatê-los, a taxa de câmbio.

No plano da política macroeconômica, há duas linhas de ações possíveis: a) manter o regime cambial, adaptando as variáveis fiscal, monetária, financeira e

comercial às exigências impostas pelo mercado internacional e pela evolução das contas externas; e b) flexibilizar o regime cambial, tornando o câmbio mais um instrumento para a adaptação da economia ao cenário de maior mobilidade do capital. No primeiro caso, a âncora cambial se consolida como regra fixa numa perspectiva de longo prazo, subordinando os demais instrumentos da política econômica, como foi o caso da economia argentina; no segundo, o câmbio fixo assume o caráter de recurso temporário, cuja função principal seria coordenar apenas a transição do regime de alta inflação para a estabilidade e não determinar um novo modelo de conduta macroeconômica.

No caso particular das economias da América Latina, a estabilização monetária, combinada ao regime de câmbio fixo, reduziu drasticamente o risco atribuído a estes países. Aliado à maior abertura da conta de capital, este cenário resultou num *boom* de captação externa nos países recém-estabilizados. Ainda que a combinação destes fatores tenha atuado como um colchão de segurança para a sustentabilidade dos planos de estabilização postos em prática, permitindo financiar os déficits comerciais dos primeiros períodos e até acumular reservas, desdobramentos associados aos movimentos de entrada e saída de recursos mostraram-se difíceis de administrar. Quanto a este último grupo de eventos, tem-se que:

“ As principais dificuldades decorrentes do ingresso líquido de capital referem-se à administração da política monetária e da conta corrente do balanço de pagamentos. A política monetária deve ser orientada para coibir eventuais (e prováveis) excessos de demanda. No entanto, o compromisso do banco central com o câmbio fixo o obriga a comprar divisas trazidas pelos investidores externos, expandindo a base monetária e facilitando a expansão do crédito privado. Assim, durante os primeiros anos de estabilização, a abertura financeira e seus reflexos na conta de capital realimentam a tendência ao aquecimento da demanda e à geração de déficits comerciais. Além disso, o aumento do endividamento externo do país, a médio prazo, eleva as despesas com serviços de fatores (juros e remessas de lucro), o que, aliado aos déficits comerciais, conduz a déficits crescentes na conta corrente. Mais do que o déficit em si, o risco dessa situação é a mudança de composição do saldo da conta corrente, com o aumento do peso relativo das despesas financeiras. Como estas são inelásticas no curto prazo, isto implica clara perda de graus de liberdade da política econômica para lidar com o problema do desequilíbrio externo”. (HERMANN, 1999, p.487 e 488).

Essa mudança no perfil do saldo do balanço de pagamentos, que passa a compor-se de maiores superávits na conta de capital e maiores déficits na conta corrente, invariavelmente resulta na deterioração das expectativas dos investidores quanto à solidez da política cambial. Assim, se por um lado a abertura financeira atrai capital e facilita o processo de estabilização com base na âncora cambial, aumenta a vulnerabilidade externa do país, mantendo a taxa de câmbio sob constante ameaça.

Pressionados pela deterioração das contas externas, dada a pouca sustentação da política de câmbio fixo no longo prazo, as Autoridades Econômicas precisam lidar com possíveis pressões inflacionárias, resultantes da expansão da base monetária dado um aumento do volume de divisas internacionais. Mais uma vez, a condução da política econômica, neste caso, da política monetária, bem como sua eficácia, dependerá não só do regime cambial a que está submetida a economia, mas dos objetivos de política econômica a serem alcançados por prévias determinações dos *policymakers*.

A realidade tem mostrado o que a bastante tempo a literatura econômica enfatiza: em qualquer uma das variantes do regime de câmbio fixo, se existir plena mobilidade de capital, a política monetária perde completamente a sua eficácia para o objetivo de determinar os níveis de renda e emprego, que somente podem ser atingidos utilizando a política fiscal. Alguma eficácia da política monetária pode se recuperada, no entanto, com a imposição de restrições aos movimentos de capitais que, juntamente com as intervenções esterilizadas do Banco Central, pode manter a taxa doméstica de juros persistentemente acima da taxa internacional o que, com a não obediência da autoridade fiscal à sua restrição orçamentária intertemporal, faz com a persistência dos déficits primários produza um crescimento explosivo da dívida pública.

Há uma vasta literatura que aponta as limitações do regime de câmbio fixo. Suscitamente, poder-se-iam resumi-las a três eventos. A primeira vem da sua incapacidade de evitar que os países que o adotam importem os ciclos econômicos que ocorrem nos demais países. A segunda vem do fato de que a combinação de câmbio fixo com mobilidade internacional de capitais torna os países vulneráveis a ataques especulativos. Como neste regime o Banco Central não pode controlar a quantidade de moeda, mas somente a sua composição entre crédito doméstico e reservas internacionais, a compra de títulos pela autoridade monetária para monetizar os déficits

públicos conduz à queda das reservas internacionais. Compras contínuas em mercado aberto, ou o financiamento contínuo dos déficits públicos com o imposto inflacionário, provocam quedas contínuas das reservas, convidando a um ataque especulativo, que sempre ocorre antes que as reservas se esgotem.

A terceira limitação dos regimes de câmbio fixo, que não é exclusiva deste regime, deriva da tendência à apreciação cambial provocada pelos fluxos de capitais, que é particularmente importante quando economias com longa tradição inflacionária optam por programas de estabilização baseados na estabilidade da taxa nominal de câmbio. Países que combinam o câmbio fixo como âncora em seus programas de estabilização e juros elevados para contenção do consumo, acabam por atrair fortes ingressos de capital, cujos efeitos sobre a oferta monetária não podem, em geral, ser totalmente esterilizados por operações de mercado aberto, o que gera o crescimento dos preços dos bens domésticos em relação aos internacionais e, portanto, valoriza o câmbio real.

O comportamento acima descrito pode conduzir a déficits não sustentáveis nas contas correntes, indicando a necessidade de reajustes cambiais. À medida que os especuladores tomarem consciência de que as autoridades monetárias vêem limitada a sua possibilidade de aumentarem ainda mais as taxas de juros, sob pena de produzirem uma crise bancária ou uma recessão de grande profundidade, reconhecerão a maior probabilidade de sucesso caso disparem um ataque especulativo. Ou seja, a valorização indiscriminada da taxa de câmbio real é um dos indicadores mais eficazes para detectar o risco de um ataque especulativo. (PASTORE, PINOTTI, 2000).

Dada a série de fragilidades advindas dos arranjos cambiais fixos ou de suas variantes, tem-se que sob o regime de câmbio fixo e alta mobilidade de capital, a adaptação requerida da política monetária consistirá, essencialmente, em subordinar as variáveis macroeconômicas internas a três objetivos principais: a) estabilidade de preços, de modo a preservar a confiança externa no país e evitar a valorização real da moeda; b) controle do déficit em conta corrente, por meio da balança comercial (admitida a inelasticidade da conta de serviços no curto prazo); e c) controle do endividamento externo, visando, a curto prazo, conter o grau de exposição do país a reveses do mercado financeiro internacional e, a médio prazo, conter o próprio déficit

em conta corrente, ampliado pela expansão interna de liquidez que acompanha o endividamento externo e pelas despesas de capital. (HERMANN, 1999).

Se a rigidez cambial impõe sérias limitações à condução da política macroeconômica, a total flexibilidade é, hoje, uma alternativa mais teórica que real, posto que nenhum banco central assiste apático aos movimentos do mercado cambial. Os países desenvolvidos ou em desenvolvimento que adotam o regime de câmbio flexível, operam, na prática, sob um regime de flutuação controlada.

À grosso modo, as vantagens e riscos da flexibilização cambial em termos de inflação, produto e situação externa são simétricas às do regime de câmbio fixo. A principal vantagem é a de permitir à taxa de câmbio atuar como variável de ajuste da economia, e não como parâmetro para as demais variáveis nominais e reais. Além de reduzir o grau de comprometimento destas últimas, outro aspecto positivo é a redução do grau de exposição da economia a ataques especulativos. Este efeito se explica não só pelas melhores condições de competitividade proporcionadas pela flexibilidade cambial, mas também pela redução dos ganhos possíveis com a especulação contra a moeda.

De outra parte, a perda de um parâmetro claro para os preços domésticos é o maior risco da substituição do câmbio fixo por um regime mais flexível. Assim, é necessário ter claro que a flexibilização cambial é uma opção que não se coloca para economias em processo de estabilização, mas apenas para aquelas que já o consolidaram.

Um ponto delicado de passagem de um regime de câmbio fixo para outro que comporte algum grau de flexibilidade é o efeito que tal mudança pode acarretar sobre a credibilidade da política econômica, seja em relação a própria sustentabilidade do regime cambial no longo prazo, seja sobre as expectativas quanto ao comportamento dos preços.

Em todos os casos, o ponto de partida desta transição é um quadro caracterizado pela presença de desequilíbrios externos, associados a sistemáticos – e às vezes crescentes – déficits em conta corrente, sendo exatamente esta condição que justifica a mudança do regime cambial. O momento de flexibilizar é uma decisão crucial para

conferir credibilidade ao novo regime e, assim, evitar uma reação adversa das expectativas cambiais e inflacionárias. Credibilidade, neste caso, significa confiança do público em um comportamento bem disciplinado do mercado cambial. Em outros termos, significa confiar que a flexibilização não será seguida de fortes oscilações da taxa de câmbio.

De acordo com HERMANN (1999), a existência de pressões financeiras associadas ao aumento do grau de endividamento externo do país, que se manifestam por déficits sistemáticos em conta corrente, bem como a inelasticidade deste tipo de despesa no curto prazo (juros da dívida externa e remessas de lucros), apontam para dois critérios básicos a serem observados na definição do momento de flexibilizar o regime cambial:

- 1) a composição e a dinâmica de comportamento do déficit em conta corrente devem ser cuidadosamente avaliadas: a flexibilização cambial só é indicada nos casos de predominância das pressões reais e, portanto, do déficit comercial na formação do déficit em conta corrente;
- 2) o grau e o perfil de endividamento externo do país é outro condicionante importante: nos casos em que as despesas financeiras explicam, predominantemente, o déficit em conta corrente, a flexibilização cambial é contra-indicada, por duas razões: i) não se trata de um problema de desajuste de preços relativos, de modo que a desvalorização cambial (que deverá seguir-se à flexibilização) não pode contribuir para solucioná-lo; e ii) a desvalorização tende a agravar o problema externo, pelo estrangulamento financeiro dos devedores em dólares (empresas, bancos e governo), com o risco, inclusive, de desencadear uma crise financeira de amplas proporções.

Ainda no que tange à credibilidade e sustentação do novo regime, é necessário observar que a flexibilização cambial e a desvalorização, que normalmente a segue, surtem efeitos rápidos apenas sobre a conta de capital, mas lentos sobre a conta corrente. As importações tendem a cair rapidamente, porque a desvalorização cria uma restrição orçamentária intransponível a curto prazo para os importadores, contribuindo para a melhora da conta corrente. Quanto às exportações, o estímulo se dá pela queda de preços em dólares, mas isto não é suficiente para o comprador externo mudar de fornecedor.

A conta de capital, por outro lado, responde rapidamente à flexibilização cambial, mas de forma negativa: as mesmas incertezas que paralisam os exportadores, dada a dificuldade de determinar o nível de equilíbrio da taxa de câmbio, interrompem o fluxo de investimentos externos para o país. Assim, os primeiros meses de flexibilidade cambial são, normalmente, marcados por déficits na conta de capital, além da manutenção dos déficits comerciais e em conta corrente. Isto explica a tendência ao *overshooting* da taxa de câmbio neste período.

Definida a conveniência e o momento de flexibilizar o regime cambial, outro aspecto importante é o modelo de flexibilidade a ser adotado. Excetuando a hipótese de total flexibilidade, há, basicamente, três tentativas: i) flexibilidade controlada pelo banco central sem limites de valorização/desvalorização pré-anunciados (“flutuação suja”); ii) flexibilidade com limites pré-anunciados (sistema de bandas cambiais largas); e iii) flexibilidade controlada com base em metas para a taxa de câmbio efetiva.

A grande vantagem do regime de flutuação suja é o desestímulo a ataques especulativos, já que o mercado não tem parâmetros para identificar os limites de intervenção do banco central. Esta falta de parâmetros, porém, pode ser um risco para as economias com mercados cambiais recém-estabilizados, que passarão algum tempo buscando um valor de equilíbrio. Para conter a tendência ao *overshooting* das cotações da moeda neste período de transição, a fixação de uma banda cambial, que limite os preços máximo e mínimo tolerados pelo banco central, pode ser um caminho indicado para iniciar a flexibilização. Assim:

“ Para que a banda cambial não seja, rapidamente, alvo de teste do mercado quanto à capacidade de controle do banco central (risco típico do regime de câmbio fixo), é necessário que ela comporte um percentual de variação da taxa de câmbio relativamente alto. Se o objetivo é inibir ataques especulativos, um parâmetro importante para a definição da “largura” da banda cambial é o nível da taxa de juros no mercado interbancário (r). Quanto menor for “ r ”, maior o incentivo à busca de recursos para financiar uma aposta contra a cotação vigente da moeda. Neste caso, maior deverá ser a amplitude da banda, para que o risco cambial compense o estímulo à especulação. Analogamente, uma banda estreita exigirá “ r ” maior.”.(HERMANN, 1999, p. 506).

O regime de câmbio administrado em termos de taxa efetiva é um sistema híbrido que se assemelha aos regimes de flutuação suja, se o banco central não divulga uma meta de câmbio efetivo (mas opera no mercado de modo a mantê-lo sob controle), ou aos de câmbio fixo, se a meta for divulgada.

A grande vantagem do modelo de taxa efetiva é a maior chance de preservação da competitividade das exportações. A desvantagem decorre da sua semelhança com o regime de câmbio fixo, uma vez que trata-se de um modelo de política cambial onde o mercado é capaz de antecipar e testar a capacidade de controle do banco central sobre a taxa de câmbio. Sendo assim, é um regime mais sujeito a ataques especulativos que o sistema de bandas. Por outro lado, a preservação das condições de competitividade externa reduz a probabilidade de que o país se veja em condições propícias para um ataque especulativo, sendo uma alternativa viável e relativamente segura de flexibilidade cambial.

Concluindo esta seção, faz-se importante destacar algumas condições básicas de política. Primeiramente, duas são as linhas de ação necessárias para conter a vulnerabilidade externa em economias submetidas a regimes de câmbio fixo e alta mobilidade internacional de capital: i) políticas monetária e fiscal orientadas pelo objetivo de estabilidade de preços e equilíbrio externo; ii) administração do perfil da conta de capital, visando seu alongamento via controles à entrada de capitais de curto prazo. Essas medidas são necessárias para evitar efeitos inflacionários dos superávits da conta de capital, que acabam por comprometer a competitividade externa do país.

No âmbito da política monetária, o caminho mais indicado é a combinação de algum grau de esterilização dos movimentos de capital. Mas a opção pela esterilização, ainda que de forma complementar a outras medidas, exige que se combine a política monetária com um ajuste fiscal capaz de gerar superávits primários, de modo a compensar os efeitos da esterilização sobre as despesas financeiras do setor público. Caso contrário, a deterioração dos indicadores fiscais colocará em risco as condições do equilíbrio externo.

Por fim, a flexibilização cambial oferece claras vantagens em termos de facilidade de ajuste ao cenário externo atual de alta mobilidade de capital. Ao tornar

disponível um instrumento adicional de ajuste, com efeitos diretos sobre as condições de equilíbrio externo, tanto nos períodos de forte ingresso quanto de saída de capital, o regime de flexibilidade cambial facilita e torna mais eficiente a gestão da política econômica: a flexibilização cambial permite obter melhores resultados em termos de inflação, indicadores externos e nível de atividade, exigindo um grau menor de intervenção do governo nas variáveis fiscais e monetárias.

Porém, para que as condições acima sejam alcançadas, é necessária uma preparação prévia da economia em dois aspectos principais: consolidação da estabilidade, de modo a evitar a desorientação das expectativas inflacionárias, e algum ajuste dos indicadores externos, de modo a evitar pressões para a desvalorização rápida da moeda após a flexibilização.

3.4.3 Os ingressos de capital e as abordagens de política econômica

Os influxos internacionais de capital afetaram as economias latino-americanas em pelo menos quatro aspectos. Primeiro, aumentaram a disponibilidade de capital para as economias individualmente, permitindo aos agentes domésticos “suavizar” seu consumo ao longo tempo e aos investidores reagir mais adequadamente a mudanças em termos da rentabilidade dos ativos. Segundo, estiveram associados à apreciação da taxa de câmbio real na maioria dos países. A maior transferência do exterior esteve acompanhada de um aumento na absorção doméstica. Uma vez que parte do aumento dos gastos recaiu sobre os bens não-comercializáveis, seus preços relativos tenderam a um aumento, sustentando a apreciação inicial do câmbio. Terceiro, os fluxos tiveram um impacto sobre as políticas domésticas. O desejo de alguns bancos centrais em atenuar a apreciação da taxa de câmbio real no curto prazo, freqüentemente levou-os a adotarem políticas intervencionistas, “comprando” do setor privado parte dos influxos de moeda estrangeira. Além do mais, as tentativas de evitar a monetização destas compras levou as autoridades monetárias a freqüentes esterilizações, alternativa que tendeu a perpetuar o elevado diferencial entre as taxas doméstica e externa de juros, com conseqüências diretas sobre o equilíbrio das contas dos governos. Quarto, os fluxos de capital provêm importantes – ainda que ambíguos – sinais aos participantes dos mercados financeiros mundiais. Um aumento nos influxos pode ser interpretado como uma melhora nas condições de investimento de médio e longo prazo dos países

receptores. Mas, também, pode estar associado a interesses especulativos de curto prazo, onde a falta de credibilidade nas políticas governamentais induz a um aumento no retorno nominal dos ativos financeiros. De fato, muitos dos episódios recentes de aumento nos influxos de capital para a América Latina estiveram relacionados com a falta de credibilidade das políticas locais, resultando em bolhas especulativas de curto prazo associadas com as altas taxas de retorno pagas pelos países da região.

Porém, diante da globalização dos mercados financeiros internacionais, é hoje impensável a concepção de um padrão de financiamento à margem do mercado de capitais mundialmente integrado. O grande desafio é como montar uma estratégia de inserção que atraia capitais de risco para investimentos de longo prazo, inclua os mecanismos limitantes à especulação financeira e que, ao mesmo tempo, permita iniciar os projetos de investimento em infra-estrutura e promoção do desenvolvimento industrial. Ou seja, como conciliar os objetivos de uma política econômica voltada para o crescimento e desenvolvimento sustentado com os interesses dos fluxos financeiros internacionais.

A partir da maior incidência de fluxos privados de capital para a América Latina, se tornou consenso entre os formuladores de política econômica a necessidade de um controle sobre os recursos de curto prazo, uma vez que aos mesmos são atribuídos incerteza e volatilidade. Do mesmo modo, estes fluxos induzem a distúrbios na condução da política monetária doméstica e a indesejadas mudanças nas taxas de câmbio, com efeitos negativos sobre a promoção de políticas exportadoras. Além do mais, conviver com influxos de capital de curto prazo sem controle, requer a constituição de um amplo volume de reservas internacionais, o qual envolve substanciais operações de esterilização monetária.

A discussão anterior indica a possibilidade de o banco central responder de duas maneiras distintas a maior disponibilidade de recursos do exterior. Se este resolve não intervir em resposta aos influxos, o aumento das exportações líquidas de ativos expressos na conta de capital financia um aumento nas importações líquidas de bens e serviços na conta corrente, indicando que os fluxos de capital, neste caso, não estão associados com mudanças nas reservas oficiais armazenadas pelo banco central. No outro extremo, se as autoridades domésticas decidem atuar ativamente intervindo e

comprando moeda externa resultante dos influxos, um aumento na conta de capital é perfeitamente combinado com um aumento das reservas oficiais. Neste caso, o “*gap*” entre a poupança doméstica e o investimento doméstico permanece inalterado, bem como a posição líquida externa da economia. O fluxo de capital estaria, então, perfeitamente correlacionado com mudanças nas reservas.

Há, de modo geral, três situações associadas aos influxos de capital que preocupam os *policymakers*: (1) influxos de capital tipicamente associados com a apreciação da taxa de câmbio real e com o aumento da volatilidade da taxa de câmbio, afetam adversamente o setor exportador; (2) fluxos de capital – particularmente quando massivos – podem não ser apropriadamente intermediados, resultando numa má alocação de recursos na economia; e (3) fluxos de capital – especialmente os do tipo “*hot money*” – podem ser revertidos ao menor sinal de mudança nas expectativas, podendo resultar em crises financeiras no países recipiendários.

Baseados nestas preocupações, autores como Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) apontam cinco medidas de política de cunho intervencionista: (1) taxaço sobre a importação de capitais; (2) políticas comerciais; (3) política fiscal contracionista; (4) intervenções esterilizada e não-esterilizada por parte do banco central; e (5) aumento nos requerimentos de reservas sobre os depósitos bancários e maior controle nos mercados de títulos públicos e bônus privados.

Taxas sobre empréstimos externos de curto prazo vêm sendo praticadas em alguns países há algum tempo, como os casos de Israel (1978) e Chile (1991). Apesar da eficiência desta política no curto prazo, experiências sugerem que o setor privado é pródigo em encontrar caminhos para burlar este tipo de restrição, seja pela sobretaxação ou subtaxação de importações e exportações, seja pelo aumento da participação dos chamados mercados paralelos.

Medidas de política comercial podem ajudar a proteger o setor exportador da apreciação da taxa de câmbio real. Uma possibilidade nesta área é o incentivo a maiores pagamentos de subsídios para o setor exportador. Entretanto, este tipo de política distorce a alocação de recursos entre os bens importados e exportados, elevando substancialmente os custos fiscais. Além disso, se o setor privado se aperceber que

maiores subsídios constituem prática temporária, os agentes provavelmente substituirão gastos futuros por gastos presentes, podendo produzir desajustes no padrão de consumo da economia, com impactos sobre a taxa de câmbio real. Os custos fiscais desta opção de política podem não ser elevados, particularmente se o déficit comercial for pequeno. Além do mais, as distorções não serão relevantes se a política comercial adotada não modificar as diferenças iniciais de preços relativos entre exportações e importações. Entretanto, esta política pode ser criticada em duas dimensões. Primeiro, sua efetividade dependerá de que o setor privado acredite que eventuais subsídios e tarifas sejam corrigidas; de outra maneira, os agentes, individualmente, pouco farão para diminuir seus gastos presentes. Portanto, a efetividade desta política depende fortemente de sua credibilidade, tanto em termos da política em si, quanto em termos da previsibilidade dos preços. Segundo, este tipo de política desvia-se da tendência global rumo à liberalização comercial e aos acordos de livre comércio.

Outra política possível de adoção para reagir ao maior influxo de capital é o aperto da política fiscal, seja através de uma maior taxaço ou através de menores níveis de gastos do governo. Esta política, apesar de provavelmente não estancar os fluxos de capital, deprime a demanda agregada e freia o impacto inflacionário comumente presente nos fluxos. Neste sentido, um aumento de impostos, por exemplo, tende a ser menos efetivo do que uma contração dos gastos do governo. Frequentemente quando o crédito está amplamente disponível – bem como quando o país está sujeito a influxos massivos de capital -, os gastos dos indivíduos ficam propensos a descolarem-se das suas receitas. Esta situação é especialmente verdadeira se há uma expectativa de que os aumentos de impostos sejam transitórios – uma expectativa plausível de ocorrer se o aumento das taxas estiver associada a aumentos igualmente transitórios dos influxos de capital. Em contraste, menores níveis de gastos por parte do governo, particularmente quando dirigidos para a compra de produtos não-comercializáveis e serviços, têm um impacto direto sobre a demanda agregada, sendo improvável sua compensação por uma expansão da demanda do setor privado. Entretanto, uma contração dos gastos do governo é sempre uma alternativa de política para lidar com influxos massivos de recursos, ainda que seja difícil de encontrar, em todo o mundo, um caso onde a contração fiscal tenha atuado ativamente para dirimir as flutuações de curto prazo presentes nos fluxos internacionais de capital.

A intervenção por meio da esterilização constituiu-se na saída mais comum para tentar isolar os agregados monetários restritos e/ou a taxa de câmbio dos efeitos dos influxos de capital, consistindo na emissão de dívida pública para “enxugar” a moeda doméstica comprada com os cambiais advindos dos fluxos de capitais. Os objetivos dessa política são mitigar as pressões inflacionárias e a apreciação do câmbio real, bem como evitar a perda de controle sobre os agregados monetários domésticos.

Porém, há certo ceticismo quanto à eficácia dessa política no longo prazo, além de ser excessivamente onerosa já na sua origem. Ainda que esta política não necessariamente impeça os agentes privados de engajarem-se em transações de empréstimos internacionais, e, quando bem sucedida, proteja o estoque de moeda doméstica das variações associadas com a mobilidade de capital, para que seja feita, a esterilização exige que o governo ofereça altas taxas de juros, o que potencialmente pode atrair mais capital. Mais ainda, dado que a dívida pública aumenta com a esterilização, seu volume pode tornar-se tão grande a ponto de levantar a suspeita de que o governo pode vir a repudiar toda ou parte da dívida. Isto pode vir a ocasionar uma traumática e abrupta reversão dos fluxos de capitais.

Alguns autores apontaram que os custos fiscais da esterilização (a diferença entre os juros da dívida pública e as taxas obtidas pela aplicação das reservas em moeda estrangeira em mercados internacionais) foram estimados entre 0,25 e 0,80% do PIB para diferentes países da América Latina.

Outras formas de esterilização também foram utilizadas, por exemplo, através da elevação de alíquotas do compulsório dos bancos ou através do aumento da taxa de redesconto bancário, expondo a preocupação quanto à importância da regulação prudencial e da supervisão bancária ao limitar a exposição dos bancos a riscos concentrados e ao exigir requisitos de capital próprio calculados pelo risco do portfólio.

Alternativamente, o banco central pode optar por uma intervenção não-esterilizada, através da qual troca moeda doméstica por meio da compra de divisas estrangeiras advindas dos influxos de capital. Esta política pode ajudar a evitar uma apreciação da taxa de câmbio nominal e, provavelmente, restringir o diferencial entre as taxas doméstica e externa de juros. Entretanto, não está livre de problemas, uma vez que

é provável que resulte num aumento da base monetária doméstica além dos níveis desejados pelo banco central, servindo como combustível para o aumento das pressões inflacionárias e contribuindo para uma apreciação da taxa de câmbio real.

Por fim, de modo a proteger o sistema bancário dos efeitos transitórios dos influxos de curto prazo, pode-se elevar as exigências de requerimento de reservas a medida em que torna-se cada vez menor a maturidade dos recursos internalizados. No limite, pode-se adotar a exigência do recolhimento em forma de reservas de 100% dos recursos de reduzida maturidade, diminuindo sensivelmente a exposição dos bancos ao risco de reversão dos fluxos de capital. Complementarmente, poder-se-ia impor impostos sobre os empréstimos externos, com o objetivo último de diminuir o influxo de capitais especulativos. A contrapartida destas medidas seria a criação de incentivos para canalizar fundos por vias alternativas, bem como a provável perda de eficiência na alocação dos recursos e um aumento do processo de desintermediação financeira.

Portanto, dados os riscos com os quais se deparam as autoridades quando da abundância inesperada de fluxos financeiros de curto prazo e caráter transitório, e os inúmeros *trade-offs* impostos por cada alternativa de política, as medidas intervencionistas têm se concentrado efetivamente em três níveis: em um primeiro, na busca de uma moderação do impacto dos fluxos sobre a taxa de câmbio através da compra de divisas (acúmulo de reservas) pelo Banco Central; em um segundo, mais profundo, na adoção de políticas de esterilização (operações de mercado aberto) para reduzir o impacto monetário do acúmulo de reservas decorrente da intervenção no primeiro nível; e, em um terceiro, na adoção de sobretaxas ou controles quantitativos para regular os ingressos de capital, influenciando assim a sua composição e o seu volume. O objetivo é estimular os fluxos cujo volume seja compatível com a capacidade interna de absorção da economia, canalizando-os para projetos de investimento produtivos e, ao mesmo tempo, desestimular a entrada de capital de curto prazo.

Em geral, dentro de um contexto de liberalização financeira, os instrumentos adotados têm-se direcionado com maior frequência para o primeiro e segundo níveis de intervenção - acúmulo de reservas e operações de *open market*, respectivamente. Dependendo da importância atribuída à necessidade de limitar a tendência à valorização da taxa de câmbio, as autoridades podem realizar diferentes intervenções nos mercados

de divisas. Além disso, dependendo do perfil da política monetária, ativo ou passivo, pode-se adotar diferentes graus de intervenção para regular a demanda agregada, com ou sem um controle efetivo dos níveis de taxas de juro no mercado doméstico. Com efeito, alguns países regulamentaram diretamente os fluxos de capital para influenciar sua composição, pondo-os mais alinhados com os próprios objetivos de desenvolvimento.

Intervenção não-esterilizada

O primeiro nível de intervenção aplica-se a países que buscam especialmente a estabilidade dos preços, ancorando-a em uma taxa cambial nominal fixa, e que se encontram dispostos a aceitar uma política monetária passiva. De acordo com os pressupostos desta alternativa, o Banco Central deve acumular reservas internacionais substanciais à medida em que compra divisas produzidas pelos ingressos de capital, sem esterilizar os efeitos monetários dessas operações.

De acordo com Bacha (1994), a não-esterilização dos efeitos monetários advindos da acumulação de divisas estrangeiras por parte do Banco Central pode ajudar a evitar uma apreciação da taxa de câmbio nominal, sendo de grande utilidade para restringir um possível diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional. Entretanto, esta opção pode resultar num aumento da base monetária doméstica além dos níveis previamente estabelecidos pelo Banco Central, contribuindo para a alimentação de pressões inflacionárias e para a apreciação da taxa de câmbio real.

Assim, dadas as limitações e *trade-offs* que caracterizam a opção pelo primeiro nível de intervenção, bem como a aceitação de uma política monetária passiva, uma parte substancial do sucesso dessa estratégia depende fundamentalmente da confiança dos agentes econômicos na capacidade das autoridades monetárias de manterem a taxa nominal de câmbio, e da expectativa de que as taxas nacionais de juros e de inflação converjam rapidamente para os níveis internacionais.

Complementarmente, Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones (1994) argumentam que o sucesso desta opção depende também da relação entre a taxa nominal de câmbio e a inflação. De acordo com suas palavras:

“Em face dos componentes inerciais da inflação e/ou defasagens no ajustamento das importações - que podem fazer com que a base monetária se expanda além dos níveis desejáveis ou que os preços dos produtos importáveis permaneçam altos -, o uso da taxa cambial como âncora para estabilizar os preços pode causar uma forte valorização em termos reais, um excesso crescente da demanda agregada e uma mudança na composição da produção desfavorável aos produtos comercializáveis. Uma aposta exagerada nessa abordagem de ataque à inflação é claramente uma estratégia de alto risco; se emergirem desequilíbrios importantes, as opções políticas freqüentemente se estreitam, limitando-se a uma grave recessão ou a medidas corretivas abruptas e desestabilizadoras” (DEVLIN, FRENCH-DAVIS, GRIFFITH-JONES, 1994, p.434).

Embora na prática os países tenham optado por diferentes combinações de políticas, podem ser destacados o Chile, em 1979/82, e a Argentina, nos anos 90, como os que chegaram mais perto da forma pura desta alternativa. O caso argentino é bastante ilustrativo. A inflação caiu radicalmente e a economia experimentou, nos primeiros anos, uma recuperação no investimento e na atividade econômica, embora o nível de desemprego tivesse se elevado. Porém, a valorização da taxa de câmbio, combinada com a liberalização das importações, contribuiu para uma acentuada deterioração da balança comercial e para um crescente déficit da conta corrente, enquanto as poupanças interna e nacional reduziram-se drasticamente. Como a atividade interna foi sustentada pelas poupanças externas, o comportamento da economia passou a depender fundamentalmente da sustentabilidade dos fluxos de capital, principalmente dos de curto prazo. Quando a credibilidade do modelo deu sinais claros de esgotamento e a manutenção da paridade cambial mostrou-se insustentável, a economia argentina colapsou.

Quanto à opção pelo terceiro nível de intervenção, isto é, a adoção de sobretaxas ou controles quantitativos para regular os ingressos de capital, influenciando assim a sua composição e o seu volume, a mesma foi preterida em função de um contexto de liberalização financeira presente nos mercados mundiais. Apesar desta política apresentar resultados num curto espaço de tempo, experiências passadas sugerem que o setor privado rapidamente encontra maneiras de burlar os controles quantitativos e sobretaxas impostos. Conforme Bacha (1994), a efetividade dos controles de capital

depende do tamanho dos ganhos esperados (futuros) em se burlando estes controles, da habilidade para fugir dos mesmos sem ser detectado e dos custos de ser detectado. Além do mais, a habilidade dos residentes para escapar dos controles quantitativos de capital irá, via de regra, depender de disposições governamentais que regulamentem a possibilidade de conversão das operações com divisas estrangeiras para transações em conta corrente. Esta é a razão pela qual a maioria dos países que reivindicam o estabelecimento da conversibilidade destas operações, consideram de importância a criação de mecanismos que minimizem as discussões burocráticas e os custos administrativos que envolvem o preenchimento de documentos para a obtenção de licença para operar com divisas estrangeiras, de forma a tornar as transações neste mercado razoavelmente competitivas.

Assim, a adoção de controles seletivos de capital pode ser um meio efetivo de limitar a pressão especulativa no curto prazo, mas ela logo interfere com a normalidade do comércio e das finanças. Além disso, em função da crescente sofisticação dos mercados financeiros, os “vazamentos” forçarão as autoridades a montar uma rede cada vez mais ampla de controles administrativos. Ademais, a expectativa de que o país possivelmente venha a usar controles de capital durante uma crise, restringindo, portanto, a capacidade dos investidores de ajustar as suas posições de carteira, pode influenciar o custo e a disponibilidade de recursos externos durante os períodos normais.

Adicionalmente às restrições apontadas acima, Almeida Filho (1999) enumera uma série de riscos e limitações presentes na introdução de controles de capital e taxação de divisas estrangeiras. Em primeiro lugar, destaca-se a possibilidade da criação de um mercado de licenças (grifo do autor) para transações permitidas mas restritas, facilitando o suborno, a corrupção e o uso de influência política, o que pode ser interpretado como a capacidade de o setor privado rapidamente encontrar formas de burlar os controles e a taxação de capital, conforme mencionado anteriormente.

Em segundo lugar, dadas as características dos rendimentos em títulos domésticos, a adoção de controles de capital pode impor limites à diversificação de *portfólios* e assim inviabilizar a administração dos riscos inerentes ao financiamento de investimentos em projetos de larga escala.

Em terceiro lugar, controles de capital não acrescentam credibilidade à política econômica, quando constituem tentativa de adiar reformas nas relações com o exterior. A falta de credibilidade das reformas levaria à substituição de moedas e à fuga de capitais, capazes de desencadear uma crise no balanço de pagamentos, desvalorização cambial e inflação, tornando sem efeito a opção por esta alternativa.

Em quarto lugar, o grau de liberdade para ações autônomas das autoridades monetárias domésticas sobre a taxa de juro interna é restrito em mercados financeiros integrados. De acordo com esta colocação, tem-se que:

“Ao longo do tempo, à medida que os agentes econômicos aprendem a contornar controles de capital, o peso das condições nos mercados financeiros externos sobre as taxas de juro domésticas aumenta em relação às condições no mercado monetário doméstico. Se a taxa cambial não é sustentável e se os diferenciais de juros forem amplos, uma vez formada a expectativa de um amplo ajuste cambial, ainda que o governo introduza sucessivas restrições na tentativa de manter o mesmo nível de controle, movimentos em larga escala são difíceis de ser impedidos” (ALMEIDA FILHO, 1999, p.A-3).

Por fim, como medidas complementares ao primeiro e terceiro níveis de intervenção, há sugestões no sentido de que as autoridades responsáveis pela condução da política econômica podem ajudar a proteger o setor exportador de uma provável apreciação da taxa de câmbio real, decorrente de um inesperado e expressivo influxo de recursos externos, através da combinação de uma política de subsídios às exportações e de taxaço das importações. Porém, o efetivo resultado desta política combinada requer a existência de uma clara sintonia entre as medidas temporárias de política comercial e a intensidade e direção dos fluxos de capital de curto prazo o que, devido a sua incerteza, torna esta alternativa impraticável. Como alternativa para evitar a sobrevalorização da taxa de câmbio provocada pelos influxos de capital, poderiam ser aceleradas as medidas de liberalização das importações, mas, neste caso, as autoridades precisariam estar convencidas de que os capitais de curto prazo vieram para ficar, ou, de que, enquanto não houvesse a consolidação da capacidade potencial do setor exportador, os mesmos pudessem ser utilizados para sustentar choques internos quando do esgotamento destes fluxos.

Em suma, qualquer que seja a política ou a combinação de políticas adotada com vista a reduzir os impactos negativos de um inesperado e expressivo volume de recursos financeiros externos de curto prazo, as economias recipiendárias, a fim de colher os benefícios dos influxos de capital, devem ter presente o acompanhamento do setor externo e avaliar as alternativas disponíveis para mudanças, de forma a detectar e administrar perturbações bem como compatibilizar os objetivos da política econômica com os interesses dos fluxos financeiros.

Intervenção esterilizada

Esta abordagem envolve a esterilização dos efeitos monetários da acumulação de reservas durante a expansão dos ingressos de capital, isto é, a troca, no mercado aberto, de divisas por títulos, em vez de moeda. O objetivo é isolar o estoque de moeda das grandes flutuações oriundas da mobilidade do capital estrangeiro. Esse tipo de esterilização, se eficaz, evita que as taxas internas de juros reais caiam, limitando a expansão da demanda agregada.

A opção pelo segundo nível de intervenção foi a preferida por países que deixaram para trás uma conjuntura recessiva: manter uma política monetária ativa e, ao mesmo tempo, uma posição mais cautelosa com relação aos ingressos de capital. Da mesma forma, esta opção sugere uma preocupação com o desenvolvimento sustentado do setor de bens comercializáveis e com a canalização do capital estrangeiro para poupanças e investimentos.

Quando comparada às outras alternativas, a esterilização apresenta a vantagem de ser implementada em pouco tempo e de permitir um prazo para que os governos analisem as causas prováveis dos influxos e a continuidade ou não dos mesmos antes da formulação de políticas de longo prazo. Assim, a esterilização pode impedir uma ampliação do déficit em transações correntes, ao mesmo tempo que a acumulação de reservas permite ao país proteger-se de uma reversão dos ingressos de capital.

Em uma economia financeiramente aberta, o equilíbrio da conta de capital exige $r = (r^* + \rho)$ onde r^* representa a taxa de juros internacional e ρ o risco atribuído ao país, sendo $\rho = d\rho^e + \rho$, onde $d\rho^e$ denota a expectativa de desvalorização cambial e ρ

o risco associado a outros fatores, como déficit público, dificuldades do setor financeiro local, instabilidade política, etc. Por exemplo, em regimes de câmbio fixo, à medida em que a âncora cambial mostra-se sustentável, $d\pi^e$ cai rapidamente, mas a taxa de juros doméstica não. De um lado, isto se deve a uma escolha de política do governo que, por meio das operações de esterilização, mantém r alta como meio de controlar a demanda agregada. A insistência na esterilização, porém, é uma medida ineficaz porque, ao sustentar $r > (r^* + \pi)$, mantém a atratividade do país para o capital externo, repondo sistematicamente o problema.

Por outro lado, a rigidez de r à baixa deve-se também (a médio prazo) à rigidez de π a baixa – o que, em parte, é consequência da própria política de esterilização.

Dependendo da existência de um mercado líquido para títulos do governo, a esterilização, segundo Almeida Filho (1999), pode aumentar o estoque de dívida pública em poder de investidores privados. Em consequência, para manter títulos públicos, os investidores podem demandar maior rentabilidade. Assim, embora possa ser utilizada para limitar o aumento da base monetária provocado pelos ingressos de capital, a esterilização é um instrumento de curto prazo, uma vez que, ao aumentar a oferta de títulos, traz consigo o risco de ampliação da dívida pública e da elevação das taxas de juros domésticas, a qual atrai capital externo, com risco elevado de reversão. Desta forma, tem-se que o direcionamento dos recursos externos para a compra de títulos públicos, com a consequente elevação dos juros, faz com que a opção por esta política, no médio e longo prazo, acabe privando a economia dos benefícios da entrada de capital, ou seja, de aumentos no investimento doméstico e do crescimento.

Em verdade, a freqüente venda de títulos públicos eleva as despesas financeiras do governo, criando (ou ampliando) déficits que passam a exigir novas colocações de títulos. Este círculo vicioso deve ser evitado em qualquer economia e mais ainda naquelas de estabilização recente em que, face à precocidade e às incertezas da estabilização, à cultura inflacionária e à tendência ao crescimento, têm que operar com juros relativamente altos. Nessas condições, a insistência na esterilização deteriora a situação financeira do setor público, elevando π , comprometendo a credibilidade do *mix*

de política econômica que sustenta o programa de estabilização e expondo o país a ataques especulativos.

Semelhante preocupação está presente na análise de Bacha (1994). Conforme este autor, em economias que estão fazendo pleno uso de sua capacidade produtiva, a esterilização tem as vantagens de ajudar a controlar a demanda agregada e evitar maior valorização da taxa de câmbio real. Porém, em persistindo o diferencial entre as taxas de juros, os ingressos de capital continuarão a ser estimulados, resultando em maior necessidade de esterilização; ao mesmo tempo, a intervenção esterilizada pode ser uma fonte de déficits fiscais, já que o Banco Central estará colocando papéis no mercado interno a taxas de juros mais altas que as obtidas sobre suas reservas internacionais aplicadas nos mercados financeiros do exterior. Ou seja, quando se tornam muito altos os custos da esterilização, isto é, os prejuízos acarretados pela emissão de títulos com taxas de juros altas e pelo investimento em ativos externos com taxas de juros mais baixas, a opção por esta alternativa, por meio de operações de mercado aberto, mantém sob pressão as taxas de juros internas, perpetuando as condições que primeiro atraíram os ingressos de capital. Isto impede que a economia se beneficie destes ingressos, limitando o seu impacto no investimento interno e no crescimento econômico.

O grau de esterilização depende, além do diferencial entre juros domésticos e externos, de variáveis como o volume de reservas e a situação da conta de transações correntes. Assim, déficits em transações correntes que refletem uma elevação do consumo privado, em prejuízo dos investimentos, podem conduzir a mais esterilização. Por outro lado, se, dado um diferencial entre os juros domésticos e externos, existir a expectativa de uma depreciação cambial futura, o capital pode ser aplicado em ativos líquidos e caracterizar-se por alta sensibilidade a qualquer mudança no câmbio. Assumindo-se estes riscos, tem-se que:

“Se o crescimento na oferta de moeda decorrente do influxo de capital não pode ser contido apenas pela esterilização, uma alternativa é recorrer ao ajuste no câmbio. Nesse caso, alguns países latino-americanos optaram por mudanças no câmbio ou pela ampliação nas bandas nominais de flutuação cambial, impondo aos investidores externos maior risco cambial. Os ajustes cambiais lançam incerteza sobre os rendimentos em moeda externa e podem moderar a entrada de capital” (ALMEIDA FILHO, 1999, p.A-3).

A intervenção esterilizada, portanto, não é livre de problemas. As dificuldades se apresentam com mais força quando a flexibilidade do sistema fiscal é excessivamente pequena para que as autoridades econômicas nacionais possam usar essa política para compensar choques internos e externos, ainda que haja a possibilidade de recorrer a ajustes cambiais. O que ocorre nesses casos, é que os outros instrumentos de política são sobrecarregados; de fato, as autoridades precisam confiar somente nos instrumentos monetários e cambiais para controlar a demanda agregada ou para estimular a economia. Um sistema fiscal mais flexível permitiria uma melhor combinação de políticas e taxas de juros e de câmbio mais estáveis.

Na ausência de uma política fiscal flexível, Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-Jones (1994) defendem a idéia de que os problemas decorrentes da opção pela intervenção esterilizada se agravam, salientando o dilema com que se defrontam as autoridades econômicas quando tentam controlar simultaneamente a taxa real de juros (como instrumento monetário para implementação de políticas de estabilização) e a taxa real de câmbio (como instrumento de política comercial para promoção do crescimento do setor exportador). Segundo os autores:

“Se a taxa de juros consistente com o objetivo de debelar a inflação - esterilizando os efeitos monetários e acumulando reservas - for mais alta que a taxa internacional ajustada às expectativas de desvalorização, os ingressos de capital continuarão a exercer pressão para valorização da taxa real de câmbio, prejudicando assim o objetivo de competitividade do setor de comercializáveis. De modo inverso, se se permitir que a taxa interna de juros caia, ambos os objetivos serão frustrados, já que gastos mais altos induzidos pelas taxas de juros mais baixas pressionarão os preços e conduzirão também a uma valorização real do câmbio” (DEVLIN, FFRENCH-DAVIS, GRIFFITH-JONES, 1994, p.435 e 436).

É por essa razão que, na prática, a alternativa de intervenção esterilizada tem sido combinada com outras medidas de política: *a)* políticas adicionais do primeiro nível, para influenciar o mercado de divisas, tais como o encorajamento dos investimentos intensivos em bens de capital e insumos importados e a criação de mecanismos que estimulem aumentos de produtividade capazes de compensar a valorização da taxa cambial; *b)* do segundo nível, para regular a demanda agregada

através de outros mecanismos além do controle da taxa de juros, como por exemplo a introdução de mecanismos de regulação dos sistemas financeiros para evitar distorções quanto à administração dos recursos ingressantes e a imposição de disciplina fiscal, evitando pressões excessivas sobre a demanda; *c)* do terceiro nível, para modificar o volume e a composição dos fluxos de capital, seja diretamente, através de restrições ao capital de curto prazo, como a exigência de reservas, sem juros, sobre os depósitos bancários ou outros créditos do exterior, de um período mínimo de maturidade ou da regulação da participação do capital estrangeiro no mercado de ações, seja indiretamente, gerando incerteza sobre a taxa de câmbio para os investidores de curto prazo (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993).

Em suma, conforme já dito anteriormente, qualquer que seja a política ou a combinação de políticas adotada para regular o comportamento dos fluxos de curto prazo, deve-se buscar compatibilizar os pressupostos do desenvolvimento com os interesses destes fluxos, de forma a aproveitar da melhor maneira possível os benefícios presentes nesta fonte de recursos.

CONCLUSÃO

O retorno de capitais privados à América Latina no início da década passada representou, sem dúvida, um ponto de inflexão na tendência de restrição observada desde a moratória mexicana de 1982. Igualmente, pôs fim à restrição imposta pelo serviço da dívida externa aos programas de investimentos da região, visto que tal restrição apresentava uma natureza dual: por um lado, limitava o crescimento do produto ao impor uma restrição de divisas sobre o volume de importações essenciais, resultado conjunto da interrupção dos empréstimos voluntários e da queda nas receitas de exportação face à conjuntura recessiva presente nos países industrializados no início dos anos 80; e, por outro, restringia seriamente a capacidade de acumulação de capital da região, uma vez que se aprofundava a mudança repentina da posição de tomadora líquida de recursos para a de transferidora de renda aos credores externos.

Neste contexto, a perda da capacidade de investimento por parte do Estado e a menor disponibilidade de poupança pública face à transferência de recursos ao exterior, acabaram influenciando negativamente a taxa de investimento nestas economias e, por consequência, a de poupança. O raciocínio é o de que uma elevada taxa de formação bruta de capital fixo sustenta o crescimento acelerado que, em círculo virtuoso, cria a poupança para continuar financiando novas inversões. A partir da retração do investimento público, com efeitos negativos sobre o nível de investimento privado, e da ausência de um aumento compensatório na eficiência do capital instalado, a transferência de recursos limitou ainda mais o crescimento do produto.

Os anos 90 pareciam ter posto fim à severa restrição cambial dos anos 80, visto que se intensificou sobremaneira os fluxos financeiros dirigidos aos chamados mercados emergentes. Porém, nunca é demais lembrar que a existência de externalidades e de outras imperfeições nos mercados internacionais de capitais deu origem, entre outras coisas, a ciclos freqüentes de abundância e escassez de recursos e a crises sistêmicas, que resultaram no desaparecimento dos fluxos financeiros outrora vistos como potencialmente permanentes.

Da mesma forma que a volatilidade foi característica marcante nos influxos absorvidos, houve um ceticismo quanto à eficácia das políticas domésticas que visaram a diminuir este comportamento, enfatizando que as mesmas só tiveram algum resultado no curto prazo. Neste sentido, ao Chile, na América Latina, e à Malásia, no continente asiático, foram atribuídos o melhor manejo macroeconômico dos influxos de capitais.

A estratégia de política econômica baseou-se em ambos os casos na adoção de vários instrumentos de política, e não apenas em um só. Logo no início dos influxos, esses países reagiram como se os mesmos fossem temporários e não permitiram a valorização do câmbio nominal através de uma forte política de esterilização. À medida em que tornou-se clara a persistência dos capitais, a estratégia mudou, permitindo alguma valorização nominal. Para moderar o efeito sobre o câmbio real e evitar um superaquecimento da economia doméstica, procedeu-se um corte nos gastos do governo. Além disso, para tentar arrefecer a entrada de capitais e forçar um alongamento das maturidades dos investimentos, aumentou-se o grau de flexibilidade cambial e impuseram-se algumas medidas de controle quantitativo.

Em lado oposto, o modelo de manejo incorreto foi, não surpreendentemente, o seguido pelo México. O “*policy mix*” consistiu em persistentes esterilizações (o que manteve as taxas de juros de curto prazo num nível elevado), pesadas intervenções no mercado de câmbio e total ausência de controles dos movimentos de capital de curto prazo. Olhando-se em retrospecto, talvez a severidade da crise mexicana na primeira metade da década passada pudesse ter sido suavizada se os influxos tivessem sido menores, a sua maturidade tivesse sido mais longa, e os movimentos não tivessem sido acompanhados por uma diminuição pronunciada na poupança doméstica.

Desta forma, é aconselhável que os governos tomem algum cuidado no que se refere a ingressos de capital, de modo a promover uma consistência de seus montantes agregados com a estabilidade macroeconômica, o investimento e o crescimento baseado na competitividade internacional. Se o volume e/ou a composição dos fluxos de capital forem inconsistentes com esses parâmetros, mais cedo ou mais tarde sua sustentabilidade poderá ser ameaçada, tornando necessário o apelo a ajustes socialmente dispendiosos.

A bem da verdade, os *policymakers* têm a sua disposição medidas contracíclicas (política monetária, flexibilidade da taxa de câmbio nominal e política fiscal), políticas de ordem estrutural (políticas comerciais, regulação e supervisão bancária) e controles de capital (incluindo medidas restritivas de fluxos e refluxos). Entretanto, não existe uma receita única de política que possa contemplar, isoladamente, a melhor e mais sustentável opção para lidar com influxos de capital. O sucesso das respostas das políticas tem variado nos mais distintos países, não tendo se resumido a um único instrumento. Vários fatores determinam a resposta mais adequada de política, incluindo as experiências de cada país em lidar com pressões inflacionárias, o estágio de abertura da economia às trocas internacionais, o estado em que se encontram as contas públicas, o tamanho e a liquidez dos mercados de títulos, a saúde dos bancos domésticos, a flexibilidade da política fiscal e a qualidade da estrutura de regulação e supervisão do setor financeiro.

Assim, uma cuidadosa seqüência de políticas apropriadas é de fundamental importância para minimizar os riscos associados aos influxos de capital. Como mencionado acima, respostas adequadas de política usam instrumentos monetários nos períodos iniciais. Entretanto, à medida em que os influxos persistem e os custos associados aos diferentes tipos de esterilização tornam-se pronunciados, os países começam a confiar em alguma flexibilidade da taxa de câmbio nominal. Em muitos casos, os custos atrelados à apreciação da taxa de câmbio real poderão ser minimizados pela imposição de controles de capital para moderar o volume de recursos e alongar suas maturidades. A conquista de uma maior maturidade nos prazos dos recursos internalizados não deixa de ser um feito importante dos controles de capital, uma vez que, não raro, à baixa maturidade dos capitais estão associados fatores como volatilidade e maior probabilidade de reversão.

Em termos de política fiscal, uma contração pode representar um papel benéfico como instrumento de estabilização de curto prazo, ao passo que uma postura fiscal conservadora desempenha papel central em países que estão passando por processos de maior integração financeira. Isto porque, durante períodos de integração financeira, a direção e a magnitude dos fluxos de capital tornam-se mais sensíveis à percepção dos investidores quanto à solvência do setor público doméstico. Além do mais, durante períodos de acentuada volatilidade nos influxos, “apertos” preventivos na política fiscal podem ajudar a isolar receitas e despesas de possíveis alterações produzidas por choques externos, tornando inimputável a estrutura do orçamento doméstico. Adicionalmente, mesmo que a postura fiscal tenha que ser “apertada” posteriormente como resposta a aumentos indesejados e maior volatilidade dos capitais, os ajustes requeridos serão menores se o governo tiver preventivamente consolidado sua posição fiscal. Isto irá evitar que o governo tenha de fazer mudanças bruscas de política em sua programação de gastos, o que poderia dificultar o alcance prévio de objetivos econômicos e sociais.

Uma vez que os fluxos financeiros podem afetar e serem afetados pelas variáveis macroeconômicas, os governos das economias recipiendárias deveriam evitar situações em que os ingressos de capital produzissem distorções significativas nos indicadores-chave macroeconômicos, como os juros, a taxa de câmbio real, o endividamento, o consumo e o investimento, bem como o uso dos recursos como principal instrumento para atingir metas rígidas para uma única variável econômica, especialmente durante um período prolongado de tempo. Um caso bastante ilustrativo desta situação foram os programas de estabilização implementados na América Latina onde, para se reduzirem as elevadas taxas de inflação, invariavelmente optou-se pela valorização da taxa de câmbio. Ao adotar-se esta política, colocou-se outras variáveis importantes em desequilíbrio, vindo a afetar o próprio instrumento utilizado inicialmente – os ingressos de capital.

O fato desses ingressos não serem sempre consistentes com os objetivos de estabilidade macroeconômica, crescimento sustentável e justiça social, justificam um certo grau de administração por parte do governo, direta ou indireta, de modo a influenciar o seu volume e a sua composição. Em períodos de recursos escassos e tensões financeiras nas relações com o exterior, haveria justificativa para se procurarem

modos específicos de atrair fluxos de capital e para se erigirem certas barreiras à sua saída. O inverso seria aplicável quando houvesse uma abundância óbvia de capital nos mercados, evitando-se potenciais desequilíbrios nas variáveis macroeconômicas.

Há, de fato, vários modos de se administrarem os fluxos financeiros. Quanto mais premente a necessidade de controle e quanto menos desenvolvidas forem as políticas fiscal e monetária, tanto mais provável será a justificativa para o uso de regulamentações diretas de certos tipos de fluxo, mesmo que temporariamente. Porém, elas devem ser ponderadas com relação aos benefícios sociais globais em termos de estabilidade macroeconômica, investimento e crescimento, de modo a viabilizar o alcance dessas metas.

A administração dos fluxos de capital implica alguns custos. Ainda assim, a experiência tem mostrado que deixar sempre o mercado determinar o volume e a composição desses fluxos pode também implicar em custos, e estes podem ser muito maiores. Ou seja, a reorganização dos sistemas financeiros deve dar prioridade à canalização de recursos para a poupança e o investimento, permitindo que haja uma maior eficiência quando da transformação dos recursos mobilizados em capital real. Por isso, a inter-relação entre o sistema financeiro e as poupanças nacionais e os processos de investimento, assim como entre o sistema financeiro nacional e os mercados externos, também merece cuidadosa atenção, onde a preocupação com os riscos associados aos mercados financeiros, como a geração de "bolhas" especulativas, implica a necessidade de que sejam introduzidos mecanismos reguladores e de supervisão para assegurar a estabilidade das instituições e dos agentes que atuam nos mercados de capital. Só assim será possível garantir que o volume e a composição dos fluxos sejam consistentes com a estabilidade macroeconômica.

Independentemente da reorganização dos sistemas financeiros e de uma melhora nas relações dos mercados interno e externo de capitais, há necessidade de que as economias recipiendárias consolidem os seus processos de estabilização. Para tanto, é indispensável que estas economias ampliem as suas taxas de poupança doméstica; mantenham - ou implementem a disciplina fiscal, através da reorientação do gasto público, principalmente em direção às políticas sociais; implementem uma reforma nos sistemas fiscal e tributário, de modo a, no mínimo, equilibrar receitas e despesas

públicas; fortaleçam o sistema bancário e, principalmente, estimulem o direcionamento dos recursos às atividades produtivas; aumentem os gastos em infra-estrutura social básica, como educação, saúde e habitação, entre outras. Estas reformas não podem mais ser adiadas, visto estar mais do que comprovado que contar com capitais voláteis, além de produzir complicações na administração das políticas fiscal e monetária, impõe à sociedade um ajuste socialmente dispendioso quando da fuga desses recursos.

A plena conscientização destas necessidades se reforça quando se tem presente que a entrada de capitais no início dos anos 90, refletiu mais a ocorrência de condições externas favoráveis - retração da demanda por fundos para investimento nos países desenvolvidos, em função da estagnação econômica em várias economias industrializadas, e substancial redução nas taxas de juros sobre aplicações financeiras denominadas em dólares - que propriamente avanços na política econômica regional. Na verdade, apesar da globalização, o peso dos mercados internos continua fundamental. Na economia mundial, a demanda interna dos países absorve cerca de 80% da produção e gera 90% dos empregos. A poupança doméstica financia mais de 95% da formação de capital. Mesmo no terreno financeiro, a globalização é muito mais limitada do que sustentam os seus defensores. A maior parte da poupança fica nos países de origem, e muito do capital que se move internacionalmente está buscando ganhos temporários. Ou seja, apenas a retomada do investimento econômico em bases nacionais permitirá absorver capitais externos de forma produtiva.

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA FILHO, Aristides de. Respostas adequadas ao influxo de capitais. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 20 dez.1999, p.A-3.

BACCHETTA, Philippe, WINCOOP, Eric Van. Capital flows to emerging markets: liberalization, overshooting, and volatility. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 6530, p.1-24, apr.1998.

BACHA, Edmar. Latin America's reentry into private financial markets: domestic and internacional policy issues. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, 48(2), p.443-62, out./dez. 1994.

BAER, Mônica. Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. **Novos Estudos CEBRAP**. São Paulo, n.42, p.99-112, jul. 1995.

BIKHCHANDANI, Sushil, SHARMA, Sunil. Herd behavior in financial markets: a review. **IMF Working Paper**. International Monetary Fund, Washington, DC, p.1-32, mar.2000.

BLANCHARD, Olivier, WATSON, Mark. Bubbles, rational expectations and financial markets. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 945, p. 1-27, jul.1982.

BORENSZTEIN, Eduardo, GELOS, Gaston. Are foreign investors in emerging market economies a panic-prone herd ? **Finance & Development**, Washington, DC: IMF, v.38, n.4, p.1-7, dez.2001.

CABALLERO, Ricardo J., KRISHNAMURTHY, Arvind. International liquidity management: sterilization policy in illiquid financial markets. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 7740, p.1-40, jun.2000.

CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. **IMF Staff Papers**, Washington, DC, v.40, n.1, p.108-51, mar.1993.

CALVO, Guillermo. Capital markets and the exchange rate: with special reference to the dollarization debate in Latin America. **University of Maryland**, p.1-66, apr.2000.

CANUTO, Otaviano, LAPLANE, Mariano Francisco. Especulação e instabilidade na globalização financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas: v.5, p.31-60, dez. 1995.

CANUTO, Otaviano. **Fluxos de capital, crise e recuperação na Coréia**. Departamento de Economia da UNICAMP, SP, p.1-19, jun.2000. (Série Textos para Discussão).

CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés. Financial fragility and the exchange rate regime. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 6469, p.1-40, mar.1998.

_____. Financial crises in emerging markets: a canonical model. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 6606, p.1-37, jun.1998.

CLAESSENS, Stijn, GOOPTU, Sudarshan. Os países em desenvolvimento conseguirão manter os ingressos de capital externo? **Finanças e Desenvolvimento**, Washington: FMI, v.14, n. 3, p.62-5, set. 1994.

COLLYNS, Charles et al. Private market financing for developing countries. **IMF Working Paper**, nº 65. Washington, DC: International Monetary Fund, dec. 1992. 24p..

CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo, ROUBINI, Nouriel. What caused the asian currency and financial crisis ? **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 6833, p.1-51, dec.1998.

COUTINHO, Luciano, BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas: v.7, p.129-54, dez. 1996.

CURADO, Marcelo L., PORCILE, Gabriel. **Crises cambiais na América Latina: uma abordagem estruturalista**. Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná, PR, 2001, p. 1-18. (Série Textos para Discussão).

CURADO, Marcelo L., CANUTO, Otaviano. **Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina**. Departamento de Economia da UNICAMP, SP, p.1-19, jul. 2001. (Série Textos para Discussão).

DADUSH, Uri, BRAHMBHATT, Milan. Antecipando-se à reversão dos fluxos de capital. **Finanças e Desenvolvimento**, Washington: FMI, v.19, n. 4, p.3-5, dez. 1995.

DEVLIN, Robert, FFRENCH-DAVIS, Ricardo, GRIFFITH-JONES, Stephany. Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro: IPEA, v.24, n.3, p.411-44, dez. 1994.

DOOLEY, Michael P. A Model of crises in emerging markets. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 6300, p.1-32, dec.1997.

EDWARDS, Sebastian. How effective are capital controls ? **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 7413, p. 1-41, nov.1999.

_____. Capital mobility and economic performance: are emerging economies different ? **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 8076, p. 1-34, jan.2001.

_____. Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 8529, p.1-47, oct.2001.

EL-ERIAN, Mohamed A. Financiamento voluntário de mercado para a América Latina. **Finanças e Desenvolvimento**, Washington: FMI, v.12, n.1, p. 38-41, mar. 1992.

_____. Restoration of access to voluntary capital market financing: the recent Latin American experience. **IMF Staff Papers**, Washington, DC, v.39, n.1, p.175-94, mar. 1992.

EQUIPE TÉCNICA DO DEPARTAMENTO DE PESQUISA DO FMI. Sustentabilidade do fluxo de capitais e ataques especulativos à moeda. **Finanças e Desenvolvimento**, Washington: FMI, v.17, n.4, p. 8-11, dez. 1997.

FLOOD, Robert, MARION, Nancy. Perspective on the recent currency crises literature. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 6380, p.1-66, jan.1998.

FRENKEL, Roberto. Capital market liberalization and economic performance in Latin America., Centro de Investigaciones en Economía, Palermo, BA, n.7, p.3-15, 1998 (**Serie de Documentos de Economía**).

GHOSH, Atish R., WOLF, Holger C. How many monies ? A genetic approach to finding optimum currency areas. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 4805, p. 1-41, jul.1994.

GOLDENSTEIN, Lídia, LEME, M. Carolina da Silva. Mobilidade de capital, âncoras nominais e estabilização. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.161-77, jun. 1995.

GOLDFAJN, Ilan. **The swings in capital flows and the brazilian crisis**. Departamento de Economia da PUC-RJ, p.1-39, abril, 2000. (Série Textos para Discussão, n. 422).

GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, jul.1995. 61p. (Texto para Discussão, n. 338).

HAQUE, Nadeem Ul, MATHIESON, Donald, SHARMA, Sunil. Causas dos ingressos de capital e políticas para lidar com eles. **Finanças e Desenvolvimento**, Washington: FMI, v.24, n. 1, p.3-6, mar. 1997.

HERMANN, Jennifer. Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade de capital: alcance, limites e soluções. **Estado e Economia**, São Paulo: v.29, n.4, p. 475-511, out.-dez. 1999.

HERNÁNDEZ, Leonardo, RUDOLPH, Heinz. Sustainability of private capital flows to developing countries: is a generalized reversal likely ? **Policy Research Working Paper**. The World Bank, International Economics Department, n.1518, p.1-22, oct.1995.

JOHNSTON, R. Barry. Sequencing capital account liberalizations and financial sector reform. **IMF Paper on Policy Analysis and Assessment**, Monetary and Exchange Affairs Department, Washington, DC, p.1-26, jul.1998.

JOHNSTON, R. Barry, TAMIRISA, Natalia T. Why do countries use capital controls ? **IMF Working Paper**, Monetary and Exchange Affairs Department, Washington, DC, p.1-37, dec.1998.

KLEIN, Michael, OLIVEI, Giovanni. Capital account liberalization, financial depth and economic growth. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 7384, p. 1-47, oct.1999.

KREGEL, Jan A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas: v.7, p.29-49, dez. 1996.

KRUGMAN, Paul. **Balance sheets, the transfer problem, and financial crises: a paper in honor of Robert Flood**. Massachusetts Institute of Technology, 1999, p. 1-23.

KRUGMAN, Paul R., OBSTFELD, Maurice. **Economia Internacional: Teoria e Política**. São Paulo: Makron Books, 2001. 797p.

LICHA, Antônio Luis. **Volatilidade de capitais de curto prazo em países emergentes**. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2000, p. 1-17. (Série Textos para Discussão).

LÓPEZ-MEJÍA, Alejandro. Large capital inflows: causes, consequences, and policy responses. **Finance & Development**, Washington, DC: IMF, v.34, n. 3, p.28-31, sept. 1999.

MEYER, Arno. Apoio financeiro externo e estabilização econômica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.13, n.1, p.135-48, jan./mar. 1993.

MISHKIN, F.S. Lessons from the asian crisis. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 7102, p.1-36, apr.1999.

_____. Prudential supervision: why is it important and what are the issues ? **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 7926, p.1-36, sep.2000.

_____. Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 8087, p.1-42, jan.2001.

MISHRA, Deepak, MODY, Ashoka, MURSHID, Antu Panini. Private capital flows and growth. **Finance & Development**, Washington, DC: IMF, v.38, n.2, p.1-7, jun.2001.

OBSTFELD, Maurice. The logic of currency crises. **NBER Working Paper Series**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, n. 4640, p.1-64, feb.1994.

PASTORE, Affonso Celso, PINOTTI, Maria Cristina. Globalização, fluxos de capitais e regimes cambiais: reflexões sobre o Brasil. **Estado e Economia**, São Paulo, 30(1), p.5-26, jan./mar. 2000.

RICCI, Luca A. A model of an optimum currency area. **IMF Working Paper**, Research Department, Washington, DC, p. 1-41, jun.1997.

RIGOLON, Francisco, GIAMBIAGI, Fabio. Áreas monetárias ótimas: teoria, unificação monetária europeia e aplicações para o Mercosul. **Economia Aplicada**, São Paulo: FEA/USP/FIPE, v.3, n.1, p.79-107, jan.-mar.1999.

SAYAD, João. Dólares como pernilongos. **Folha de São Paulo**. São Paulo, 17 set.1995, p.2-4.

SCHADLER, Susan. Maior volume de ingressos de capital: isso é bom ou ruim? **Finanças e Desenvolvimento**, Washington: FMI, v.12, n.1, p.20-3, mar.1994.

WILLIAMSON, John. **A economia aberta e a economia mundial**: um texto de economia internacional. Rio de Janeiro: Campus, 1996. 394 p.

WILLIAMSON, John, MAHAR, Molly. A survey of financial liberalization. **Essays In International Finance**, Department Of Economics, Princeton, NJ, p.1-70, nov.1998.