



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**POLÍTICAS CAMBIAL E MONETÁRIA: OS DILEMAS
ENFRENTADOS POR PAÍSES EMISSORES
DE MOEDA PERIFÉRICAS**

Bruno Martarello De Conti

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas – área de concentração: Teoria Econômica, sob a orientação da Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates.

*Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por **Bruno Martarello de Conti** em 16/02/2011 e orientado pela Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates.*

CPG, 16 / 02 / 2011

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

Campinas, 2011

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

C767d Conti, Bruno Martarello de.
Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas/ Bruno Martarello de Conti. – Campinas, SP: [s.n.], 2011.

Orientador : Daniela Magalhães Prates.

Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Liquidez internacional. 2. Fluxo de capitais. 3. Taxa de câmbio.
4. Taxa de juros. 5. Política econômica. I. Prates, Daniela Magalhães. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia . III. Título.

11-030-BIE

Título em Inglês: Exchange rate and monetary policies: the dilemmas faced by peripheral currencies' countries

Keywords : International liquidity ; Capital flows, Exchange rate ; Interest rate ; Economic policy

Área de concentração : Teoria Econômica

Titulação : Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora : Profª. Dra. Daniela Magalhães Prates

Prof. Dr. Dominique Plihon

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Prof. Dr. André Moreira Cunha

Prof. Dr. Robert Guttman

Data da defesa: 16-02-2011

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Tese de Doutorado

Aluno: BRUNO MARTARELLO DE CONTI

**“Políticas Cambial e Monetária: os Dilemas Enfrentados
por Países Emissores de Moeda Periféricas”**

Defendida em 16 / 02 / 2011

COMISSÃO JULGADORA



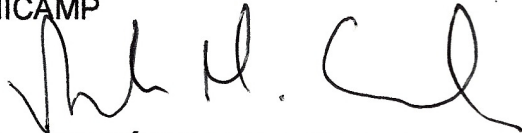
Prof. Dra. DANIELA MAGALHÃES PRATES
Orientadora – IE / UNICAMP



Prof. Dr. DOMINIQUE PLIHON
Université Paris XIII



Prof. Dr. RICARDO DE MEDEIROS CARNEIRO
IE / UNICAMP



Prof. Dr. ANDRÉ MOREIRA CUNHA
UFRGS



Prof. Dr. ROBERT GUTTMANN
Hofstra University

*Para meus pais,
Alexandre e Clícia*

Agradecimentos

A jornada de elaboração de uma tese é extremamente extensa. Extensa no período compreendido entre a preparação do projeto inicial e o momento do ponto final. Extensa nas dificuldades e obstáculos envolvidos em todo o processo. Extensa na quantidade de livros e artigos lidos, no número de páginas escritas e gráficos elaborados. Extensa na multiplicidade de sentimentos gerados, passando do desespero da tarefa aparentemente interminável à prazerosa sensação do dever cumprido. E extensa no número de pessoas que – voluntária ou acidentalmente – participam de todo o processo. No caso específico desta tese, o grupo de pessoas que colaboraram, das mais diversas maneiras, é imenso, já que ao longo desses quatro anos me mudei três vezes de cidade, agregando incessantemente pessoas ao círculo daqueles que me aconselharam, me corrigiram, me apoiaram ou simplesmente estiveram ao meu lado. Aos amigos de Campinas, Paris e Rio de Janeiro, devo meu mais sincero “obrigado” e, apesar do risco quase certo de cair em omissões importantes, mencionarei nominalmente parte dessas pessoas.

Em primeiro lugar, agradeço imensamente aos meus dois orientadores: Daniela Magalhães Prates e Dominique Plihon. Se este trabalho tem algum mérito, a eles deve ser imputado. A orientação coletiva é ainda mais exigente, mas Daniela e Dominique conseguiram sincronizar suas idéias e recomendações e, com interesse e dedicação, são os principais responsáveis pelo encaminhamento e conclusão desta tese.

Apesar de a orientação formal ter cabido a apenas duas pessoas, foram muitos os professores que me ajudaram nesse processo. Agradeço a Ricardo Carneiro, André Biancareli, Robert Guttman, André Cunha, André Orléan, Maryse Farhi, Jacques Mazier, Bruno Jetin, Marcos Antonio Cintra e Pierre Bérthaud pela atenta leitura deste trabalho ou de artigos que o precederam, pelas valiosas críticas e pelas discussões que tivemos. Agradeço, ainda, a Antonio Carlos Macedo e Silva, Cláudio Hamilton dos Santos, David Dequech, Ricardo Carneiro, Wilson Cano, Júlio Sérgio Gomes de Almeida, José Carlos de Souza Braga, Robert Boyer, Robert Guttman e André Orléan pelas disciplinas que com eles cursei durante o doutoramento. A Mariano Laplane e Damien Besancenot, diretores, respectivamente, do Instituto de Economia da Unicamp e do *Centre d'Économie de l'Université Paris-Nord*, pela oportunidade que me foi dada de realizar este trabalho no âmbito de uma co-tutela de tese.

Agradeço pelo grande privilégio de ter participado, desde a graduação, do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon), do IE/Unicamp, espaço de ricos debates, onde aprendi a maior parte daquilo que hoje sei sobre Economia.

Além dos professores, muitos colegas tiveram participação essencial nesse processo de doutoramento. Pelas discussões relativas à tese, pelos estudos coletivos ou – não menos importante – pela companhia no bandeirão de cada dia, agradeço a Pedro Rossi, Juan Ernesto, Gustavo Aggio, Antonio Carlos Diegues Jr, Rodrigo Orair, Eduardo Angeli, Marco Antonio Rocha, Fabrício Leite, Lucas Teixeira, Jaim Jr, Fernando D’Angelo, Lídia Ruppert, Luciana Seabra, Guilherme Mello, Diego, Luciano Mattos, Clara Marinho, Lucas Vitarque, Daniela Vaz, Daniela Alfredo, José Eustáquio Vieira, Lucas Ferraz, Jamel Saadaoui, Jean-Baptiste Gossé, Cyriac Guillaumin, Vincent Duwicquet e Rafael Cagnin.

Nas pessoas de Eckhard Hein e Luiz Carlos Bresser-Pereira, agradeço à oportunidade que tive de participar das *Summer Schools “Keynesian Macroeconomics and European Economic Policies”* e *“Latin American Advanced Programme on Rethinking Macro and Development Economics”*. Agradeço também aos colegas que participaram desses cursos, em especial a Till Van Treck, Jordan Melmiès, Antonio Gil, Petra Dünhaupt e Fernanda Cardoso.

Agradeço aos alunos e professores da Facamp pela oportunidade que tive de dar aulas por lá. Em especial, a Rodrigo Sabbatini e José Augusto Ruas, responsáveis, à época, pela coordenação do curso de Economia. Agradeço também aos professores que ministraram semanalmente palestras e seminários de formação do corpo docente. Especialmente, a João Manuel Cardoso de Mello e Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.

Agradeço a todos os colegas do BNDES e, em especial, aos da Seagri, ambiente agradável de trabalho e onde tenho aprendido muito. Agradeço nominalmente a William Saab, Eriksom Lima, Guilherme Maia, Geraldo Smith, Paula Fogacci, Rodrigo César, Rodrigo Simão, Francisco Lima, Gustavo Rechdan, Raquel Leotte, Fábio Roitman, Flávia Gonçalves, Carla Soares e Marilva de Carvalho.

Gostaria de expressar também minha gratidão pelos funcionários do Instituto de Economia da Unicamp e do *Centre d’Économie de l’Université Paris-Nord*, em especial, a Eliana, Mário, Alex, Cida, Fátima, Tony, Bel, Rudi, Alemão, Daniel, Marinete, Regina, Ademir, Chantal Miry e Chantale Darin.

Aproveito para agradecer também a Janete, Ida, Bete e Antonio pelo auxílio prestado nas atividades domésticas, sem o qual não teria sido possível chegar ao fim desta tese.

Agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), pelas bolsas de estudos que me foram concedidas. Ainda em âmbito institucional, agradeço à *Cité Internationale Universitaire de Paris* e, notadamente, à *Fondation Victor Lyon*, que me alojou durante o ano e meio em que vivi em Paris.

No âmbito pessoal, a lista das pessoas a quem devo agradecer é imensa, já que muitos estiveram ao meu lado ao longo destes quatro anos.

Em Campinas, agradeço primeiramente a Juan Ernesto, Adrián Fernandez, Gabriel Junqueira, Rodrigo Orair, Pedro Rossi, Fernando D'Angelo, Jaim Jr e Diego, companheiros de teto, que fizeram da República do Apolo um espaço de descontração, trocas de idéias, risadas, festas, futevôlei, sinuca, churrascos e – até – de estudo. Agradeço também à Saudosa Clotilde, que nos proporcionava shows exclusivos a cada quarta-feira, quando ensaiava em casa. Agradeço, ainda, aos amigos Fernando Casado, Fernando Paiva, Carolina Baltar, Camila Bernardes e Matheus Lima. Um agradecimento especial a Patrícia Villén, que acompanhou de perto a reta final dessa jornada, me dando todo o apoio necessário.

Em Paris, agradeço enormemente a todos os amigos que moraram (ou orbitaram) na *Cité Universitaire* e com quem compartilhei momentos fantásticos e inesquecíveis. Em especial, a Leonardo Nunes, Rafael Cagnin, Thais Arza, Lívia Salaro, Michelle O'Connel, Clara Lins, Clara Moura, Michelle Hallack, Marion Carion, Mariana D'Acri, Mauro Castelo Branco, Lucas Melgaço, Fabrizio Botta, Joaquim Sumarroca, Donat Elondou, José Luiz Chaves, Maria Grecu, Jordi Creus, Jérôme Lange, Carlo Simoncelli, Jimmy Jemes, M. Miyagii, Imane Abdelkhalek, Dario Zilli, Tommaso Giuntini, Cesar Valencia, Kunal Tolani, Christina Papista, Margarida Pereira, Sofia Teixeira, Sara Garrido, Lisinka Bark, Rossella Biamonti, Myrtouli, Abhinav Srivastava, Eliane Larroza, Martina, Leena Anto, Alexandre Guimarães, Eduardo Faria, Florence Salanouve, Delia-Maria Moise, Gustavo Graticelli, Sara Tonello, Helena Dias, Angélica Szucko, Olivier Teboul, Maurício Sabadini, Gláucia Figueiredo, Rodrigo Bulamah, Marina Galvanese e Jérôme Fautrai.

No Rio de Janeiro, além dos já mencionados colegas do BNDES, agradeço também a Frederico Valente, Luiza Sidonio, Pedro Marques, Marcela Freitas, Ana Paula Deodoro, Márcio Onodera, Martin Ingouville, Thais Oliveira, Pedro Henrique Rosado, Guilherme Tinoco, Tiago Toledo, Diego Nyko, Alexandre Lautenschlager, Márcia Teani e Carolina Jorge.

Por fim, agradeço a minha família: a meus tios Walter, Leilah, Henrique, Lúcia, Pedro, Norton, Ana Paula, Paulo, Flávia e Rosa; a meus primos Clarisse, Marina, Joana, Rafael, André, Pedro, Vicente, Luiza e Camila; a minhas avós Elza e Tamar.

A meu irmão Hugo, meu grande amigo, companheiro, colega e confidente. Esse doutorado me proporcionou coisas incríveis e uma das mais importantes foi certamente a possibilidade de voltar a morar com ele, ainda que por apenas um ano.

A meus pais Alexandre e Clícia, pelo apoio e amor incondicionais. A eles dedico esta tese, como forma de expressar-lhes toda minha admiração e gratidão.

“Fare una tesi significa divertirsi e la tesi è come il maiale, non se butta via niente [...]. Se avrete fatto la tesi con gusto, vi verrà la voglia di continuare. Di solito mentre si lavora a una tesi si pensa solo al momento in cui si sarà finito: si sognano le vacanze che seguiranno. Ma se il lavoro è stato fatto bene il fenomeno normale, dopo la tesi, è l'insorgere di una gran frenesia di lavoro. Si vogliono approfondire tutti i punti che si erano tralasciati, si vogliono inseguire le idee che ci erano venute in mente ma che avevamo dovuto espungere, si vogliono leggere altri libri, scrivere dei saggi. E questo è segno anche che siete ormai vittima di una coazione a ricercare, un poco come il Chaplin di Tempi moderni che continuava a serrare bulloni anche dopo il lavoro: e dovrete fare un sforzo per frenare.”

Umberto Eco

Resumo

Países periféricos apresentam especificidades na dinâmica de suas taxas de câmbio e juros e na condução de sua política econômica que nem sempre são consideradas pela teoria econômica ortodoxa. Defende-se nesta tese que as ditas especificidades decorrem preponderantemente de uma assimetria característica da configuração econômica global, a assimetria monetária. O Sistema Monetário Internacional é hierarquizado, segundo a capacidade das moedas nacionais de exercerem suas funções clássicas em âmbito internacional. De acordo com o exercício (ou não exercício) de suas funções no cenário internacional, as moedas são (ou não) detentoras do que se chama nesta tese de “liquidez da divisa”. E a liquidez internacional das moedas tem influência direta sobre as características de sua demanda. No caso das moedas periféricas (ilíquidas em âmbito internacional) essa demanda exige um prêmio pela iliquidez da moeda (ou do ativo denominado nessa moeda), que determina uma taxa de juros mais elevada do que aquela verificada nos países centrais. Adicionalmente, essa demanda apresenta uma maior sensibilidade ao estado de confiança dos agentes globais (ou à preferência internacional pela liquidez), influenciando o grau de estabilidade dos fluxos de capitais que se dirigem a esses países. Sendo instáveis, esses fluxos exercem uma pressão que tende a aumentar a volatilidade das taxas de câmbio dos respectivos países e, em função da importância dessa taxa para a economia nacional, a engendrar importantes problemas para o manejo da política econômica.

Palavras-chave: Moedas periféricas, liquidez internacional, fluxos de capitais, taxa de câmbio, taxa de juros, política econômica.

Abstract

Peripheral countries have a specific dynamics on their exchange and interest rates and on the conduction of their economic policy that are sometimes not considered by orthodox economic theory. This thesis proposes that these specificities originate mainly from an asymmetry that characterizes global economic configuration, the monetary asymmetry. The International Monetary System is hierarchised according to the ability of each national currency to fulfil classical money functions in the international sphere. Actually, it is the use (or non use) of a currency at the supranational level that determines if it possesses (or not) what is named in this thesis the “foreign exchange liquidity”. And the liquidity of a currency or an asset denominated on this currency settles the characteristics of the demand for it. For peripheral currencies, this demand requires a prime for the illiquidity (in the international arena) of the currency (or asset), determining that their interest rates are usually higher than the ones verified in the central countries. Additionally, this demand have a higher sensibility to the global agents’ confidence level (or to the “international liquidity preference”), influencing the stability of the capital that flows to these countries. Being unstable, these flows create a pressure over the exchange rates volatility, bringing about important difficulties on the conduction of national economic policies due to the centrality of these rates to the peripheral countries.

Key-words: *Peripheral currencies, international liquidity, capital flows, exchange rate, interest rate, economic policy.*

Sumário

Introdução.....	1
Capítulo I: O Sistema Monetário Internacional e seu caráter hierarquizado.....	9
I.1 Introdução.....	11
I.2 O uso internacional das moedas	13
I.2.i) <i>As funções da moeda em âmbito internacional</i>	13
I.2.ii) <i>As imbricações e contradições entre as diferentes funções monetárias</i>	17
I.3 O caráter hierarquizado do atual Sistema Monetário Internacional	20
I.3.i) <i>Função meio de pagamento – Uso privado</i>	21
I.3.ii) <i>Função meio de pagamento – Uso público</i>	27
I.3.iii) <i>Função unidade de conta – Uso privado</i>	28
I.3.iv) <i>Função unidade de conta – Uso público</i>	32
I.3.v) <i>Função reserva de valor – Uso privado</i>	34
I.3.vi) <i>Função reserva de valor – Uso público</i>	43
I.3.vii) <i>A hierarquia monetária explicitada</i>	44
I.4 Determinantes do uso internacional das moedas.....	49
I.4.i) <i>Tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial</i>	52
I.4.ii) <i>Poder geopolítico</i>	59
I.4.iii) <i>Voluntarismo político</i>	63
I.4.iv) <i>Instituições fortes e/ou favoráveis</i>	65
I.4.v) <i>Política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos</i>	70
I.4.iv) <i>Considerações finais sobre os determinantes do uso internacional das moedas</i>	73
I.5 Considerações finais.....	76
Capítulo II: A dinâmica das taxas de câmbio e juros nos países centrais e periféricos	79
II.1 Introdução	81
II.2 Análise empírica da dinâmica cambial em países centrais e periféricos	87
II.2.i <i>Série histórica das taxas de câmbio</i>	87
II.2.ii <i>Variações cambiais diárias</i>	95
II.2.iii <i>Volatilidade cambial</i>	99
II.2.iv <i>Histogramas das variações cambiais diárias</i>	109
II.2.v <i>A amplitude das variações cambiais</i>	121
II.3 Análise das taxas de juros e reservas nos países selecionados	137
II.3.i <i>Taxas de juros: patamar</i>	138
II.3.ii <i>Taxas de juros: volatilidade</i>	141
II.3.iii <i>Reservas internacionais</i>	145
II.3.iv <i>Volatilidade relativa</i>	148
II.4 Considerações finais	150
II.5 Anexos	157
II.5.i <i>Taxas de juros reais</i>	157
II.5.ii <i>Coeficiente de variação das variações mensais das taxas de juros</i>	160

Capítulo III: A hierarquia monetária e suas implicações sobre as taxas de câmbio e juros e sobre a política econômica dos países periféricos	161
III.1 Introdução	163
III.2 O uso e a liquidez da moeda em âmbito internacional	164
III.3 Ausência de liquidez da divisa e patamar das taxas de juros	176
III.4 Ausência de liquidez da divisa e volatilidade das taxas de câmbio e juros	183
III.5 Considerações finais	190
Considerações finais	193
Referências bibliográficas	201

Introdução

A crise financeira que eclodiu em 2007 a partir do mercado imobiliário estadunidense teve impactos sobre a economia global e, igualmente, sobre as discussões econômicas conduzidas nas esferas acadêmicas e governamentais mundiais. Em uma entrevista ao jornal britânico *Financial Times* em 28 de setembro de 2010, Guido Mantega, o Ministro da Fazenda do Brasil, declarou que o mundo vive atualmente sob uma “guerra das moedas” (“*currency war*”). A declaração repercutiu na mídia internacional e os encontros do Fundo Monetário Internacional e do G20 que ocorreram em seguida tiveram essa questão no centro dos debates. Mas o que é essa “guerra das moedas”? Trata-se de um evento inédito na economia mundial? O que se pode apreender dessa discussão?

Quando Mantega abordou a guerra das moedas, ele fazia referência notadamente ao conflito entre os Estados Unidos e a China com relação a suas taxas de câmbio¹. Contudo, as discussões relativas às taxas de câmbio não são o único dilema da dita “guerra”. Há três particularidades da moeda, cuja compreensão é absolutamente crucial para o estudo da economia capitalista e que fazem com que a guerra das moedas seja mais abrangente do que fazem crer análises mais superficiais: i) a moeda é um instrumento central de poder²; ii) a moeda possui duas facetas, uma interna (relativa aos bens nacionais) e outra externa (relativa às demais moedas nacionais); iii) a moeda possui o grau máximo de liquidez³.

Esses pontos fazem com que o estudo da moeda – e, principalmente, da moeda em âmbito internacional – seja bastante complexo, mas extremamente interessante, além de central para a compreensão da dinâmica econômica internacional. Justifica-se, portanto, uma pesquisa aprofundada sobre a interação das moedas no cenário internacional e de seus efeitos sobre as finanças globais e as economias nacionais.

Essa interação entre as moedas realiza-se sob a égide do Sistema Monetário Internacional (SMI), a saber, o conjunto das instituições responsáveis por esses intercâmbios monetários e as normas que os regulamentam. Ao longo da história, o SMI tem sido constantemente alterado, como resultado das mudanças na economia mundial e também, numa relação de bi-causalidade, como catalisador dessas mudanças. Entretanto, o que quer que aconteça ao SMI, a primeira das particularidades supracitadas da moeda

¹ As autoridades monetárias estadunidenses fazem um esforço para depreciar sua moeda, visando à redução do déficit do país em conta corrente. O governo chinês, em contrapartida, mantém a paridade do renminbi em relação ao dólar, com o objetivo de sustentar uma taxa de câmbio competitiva.

² Para análises sobre a relação entre moeda e poder, ver Aglietta & Orléan (1984) e Fiori & Tavares (1997).

³ Para maiores detalhes, ver Keynes (1936).

continua evidente e é absolutamente central para a determinação das características do sistema vigente. Como antecipado, a moeda é um instrumento de poder. Mais ainda: moeda é poder. Por um lado, se o emissor de uma moeda é poderoso em sua relação com os outros agentes da economia, terá condições de estimular, de alguma maneira, o uso de sua moeda por esses outros agentes; por outro lado, quanto mais essa moeda for utilizada, maior será o poder de seu emissor, numa espécie de círculo virtuoso (ou vicioso...). As distintas formas que assumiu o SMI ao longo do tempo são a prova incontestável dessa asserção. No que diz respeito às regras e instituições (as características formais do SMI), mas também ao arranjo tácito das moedas à sombra desse sistema. Inicialmente, deve-se destacar que as moedas nacionais não são todas usadas em âmbito internacional. Em segundo lugar, é notório que mesmo entre as moedas que possuem um uso internacional, algumas delas possuem uma importância maior do que as demais. Em geral, pode-se inclusive atribuir a uma dessas moedas o papel de moeda-chave do sistema. Nota-se, assim, que o SMI é sempre hierarquizado, ainda que essa hierarquia seja mutável ao longo do tempo⁴.

Nos séculos XII e XIII, os Países Baixos tinham uma posição central na economia mundial, sobretudo no que concerne ao comércio internacional, de forma que o guilden holandês era a moeda mais importante do SMI. No século XIX e início do XX, o Reino Unido foi o centro econômico global e a libra esterlina tornou-se a principal moeda da economia mundial. Após as duas grandes guerras do século XX, os Estados Unidos já estavam consolidados como a principal potência mundial e o dólar passou a ocupar a posição central do SMI, lugar que ocupa até hoje. Esses processos de modificação do SMI são muito lentos e bastante interessantes, já que refletem e reforçam (simultaneamente) as correlações de poder entre os países. Na outra extremidade do espectro, estão os países cujas moedas não são usadas em escala internacional (a maioria dos países do mundo).

Vê-se, portanto, que a “guerra das moedas” diz respeito também – dentre outras coisas – ao uso internacional das moedas. Não foi por acaso que numerosas autoridades nacionais⁵ declararam recentemente seu desejo de reduzir a utilização internacional do

⁴ Belluzzo & Almeida (2002) destacam que o SMI teve sempre um caráter hierarquizado.

⁵ E.g Nicolas Sarkozy (presidente da França), Guido Mantega (Ministro da Fazenda do Brasil) e Zhou Xiaochuan (presidente do Banco Central chinês).

dólar ou de erigir uma moeda supranacional⁶. Há inclusive autores que defendem que a crise financeira iniciada em 2007 foi consequência da hegemonia do dólar, que permitiu o endividamento exacerbado das famílias e setor público estadunidenses e causou os desequilíbrios globais verificados⁷.

A segunda particularidade da moeda, mencionada acima, diz respeito à dupla face de seu valor, a saber, a interna e a externa. Para os negócios internacionais, sua face externa é evidentemente a mais importante e ela se refere à taxa de câmbio em relação às outras moedas. Vê-se, assim, que a questão levantada por Mantega é efetivamente importante, dentre outras coisas, porque as taxas de câmbio são um elemento essencial para a determinação da competitividade externa de cada país. No período entre-guerras, as desvalorizações cambiais competitivas foram freqüentes, num esforço dos países para recuperar os níveis pretéritos de crescimento econômico⁸. Essas desvalorizações recorrentes e disseminadas contribuem para o aumento da volatilidade cambial dos países. Assim, a guerra das moedas relaciona-se também ao nível e à volatilidade das taxas de câmbio.

Por fim, a terceira particularidade da moeda mencionada acima diz respeito a seu grau de liquidez. Como proposto por Keynes (1936), a moeda é o ativo líquido por definição de uma economia nacional. Para a detenção de outros ativos financeiros, os agentes exigem um prêmio para compensar a iliquidez do ativo; esse prêmio é a taxa de juros que remunera o ativo. Quando transacionadas em âmbito internacional, as distintas moedas nacionais (e os títulos denominados nessas moedas) possuem também diferentes graus de liquidez, de forma que as taxas de juros que lhes são imputadas são também diferentes, refletindo essa diferença de liquidez. A abertura financeira crescente determina que as taxas de juros dos distintos países sejam cada vez mais conectadas e, ademais, calculadas em relação ao ativo mais líquido da economia mundial. Assim, os países possuem diferentes taxas de juros para seus títulos e também diferentes graus de autonomia para a condução de sua política monetária. Se um país central muda sua taxa básica de

⁶ Um documento recente da UNCTAD defende o uso dos Direitos Especiais de Saque (DES) como a moeda reserva do mundo (Unctad, 2009).

⁷ E.g. Stevens (2009, p. 7): *“the global currency asymmetry between reserve currency nations and non-reserve currency nations has played an important part in the global imbalances that confront the contemporary financial system”*.

⁸ Para maiores detalhes, ver Kenwood & Lougheed (1992).

juros, pode forçar outros países a seguirem-no. Nota-se, então, que a guerra de moedas toca também a questão das taxas de juros e da política monetária conduzidas em cada país.

Conseqüentemente, a “guerra das moedas”, em sua essência, não é apenas uma guerra cambial, como poderia supor uma análise mais simplista. A guerra das moedas diz respeito, na verdade, aos três pontos discutidos acima, quais sejam: i) o uso internacional das moedas e a configuração do SMI; ii) as taxas de câmbio dos distintos países; iii) as taxas de juros dos títulos denominados nas distintas moedas e a autonomia das políticas monetárias nacionais.

Nesta tese, serão estudados justamente esses três aspectos, num esforço por estabelecer a conexão entre eles. Retoma-se, assim, a hipótese de que a configuração do SMI, mais especificamente, o uso internacional das moedas, possui importantes implicações sobre a dinâmica das taxas de câmbio e de juros dos distintos países do globo e, em decorrência, sobre suas políticas econômicas (Carneiro, 1999 e 2008; Prates, 2002). Entende-se que esses autores estabeleceram de forma apropriada as hipóteses e as pistas de pesquisa, mas que os elos lógicos que explicam as relações supramencionadas podem ser trabalhados de forma mais aprofundada. Em especial, propõe-se a necessidade de inclusão na análise de um elemento crucial para uma boa compreensão da dinâmica observada, a saber, a questão da liquidez das moedas em âmbito internacional.

A metodologia usada neste trabalho contempla a avaliação de dados empíricos sobre o uso internacional das moedas e a dinâmica das taxas de câmbio e juros e, igualmente, uma análise teórico-abstrata consagrada à explicação das constatações empíricas. Para tanto, trabalhou-se com dois grupos distintos de países: os centrais e os periféricos⁹. Essa divisão é feita segundo o modo de inserção desses países no capitalismo e as características daí decorrentes. Os países periféricos possuem fragilidade financeira e monetária, sistema produtivo heterogêneo, dependência tecnológica acentuada e são de certa maneira subordinados, do ponto de vista político e militar¹⁰. No grupo dos países periféricos, faz-se

⁹ Quando um autor ou instituição multilateral que usa os termos “países emergentes” ou “países em desenvolvimento” é citado, mantém-se em geral o termo usado pelo autor.

¹⁰ Caracterização baseada nos estudos da CEPAL (para maiores detalhes, ver Cepal, 1998) e em Cardoso de Mello (1998).

ainda a divisão entre os países latino-americanos e os asiáticos. O período analisado vai de julho de 1994 a dezembro de 2009¹¹.

O objetivo final desta tese é perceber as especificidades da dinâmica das taxas de câmbio e juros dos países periféricos e as causas dessas especificidades. Compreendendo as reais razões dessa dinâmica particular, pode-se contemplar mais claramente quais são os problemas que esses países podem enfrentar diretamente, por meio de políticas econômicas nacionais, e quais são aqueles que estão mais relacionados à organização do SMI. Espera-se assim contribuir à formulação de uma agenda alternativa de política econômica, que otimize os esforços que conduzem ao objetivo maior, o desenvolvimento econômico.

A tese é estruturada em três capítulos, além desta introdução e das considerações finais. O capítulo I trata do SMI atual. Inicialmente, é feita uma análise teórica das funções da moeda em âmbito internacional, suas imbricações e contradições. Em seguida, são analisados dados empíricos com o intuito de perceber quais são as moedas usadas atualmente em nível internacional para cada uma das funções monetárias. Enfim, é feita uma discussão sobre os determinantes do uso internacional das moedas.

No capítulo II, passa-se a uma análise empírica das taxas de câmbio e juros dos países centrais e periféricos. Inicia-se com a avaliação das taxas de câmbio, a partir de numerosas variáveis: a trajetória de médio/longo prazo das taxas de câmbio, suas variações diárias, a volatilidade mensal de suas variações diárias e suas amplitudes diárias. Prossegue-se, então, com a análise das taxas de juros dos distintos grupos de países, com foco sobre a questão de seu nível e volatilidade. É feita, ao fim, uma breve análise das reservas internacionais, tentando identificar os países que intervêm em seus mercados cambiais.

Uma vez tendo sido feitas as análises empíricas do uso internacional das moedas e da dinâmica das taxas de câmbio e de juros dos países centrais e periféricos, passa-se, no capítulo III, a uma discussão teórica sobre a relação lógica entre as constatações efetuadas nos capítulos precedentes. Há inicialmente uma discussão sobre o uso e a liquidez das moedas no cenário internacional. Em seguida, passa-se à avaliação das implicações da

¹¹ Em 1º de julho de 1994, foi promulgado no Brasil o Plano Real. Apesar dos estudos comparativos, a tese tem como objetivo maior o estudo da economia brasileira, por isso a escolha dessa periodização. Ademais, a existência no Brasil de taxas de inflação extremamente elevadas – debeladas justamente em julho de 1994 – dificultaria as análises comparativas.

liquidez – ou iliquidez – internacional das moedas sobre o nível das taxas de juros e, depois, sobre a volatilidade das taxas de câmbio e de juros.

Algumas considerações finais concluem a tese.

Capítulo I

O Sistema Monetário Internacional e seu caráter hierarquizado

I.1 Introdução

De acordo com a análise de Aglietta (1986), a economia mundial nunca teve uma moeda internacional, entendida pelo autor como uma moeda emitida e gerida por uma instituição supranacional, para ser utilizada em âmbito global. Mas, ainda que não se possa falar propriamente de uma moeda internacional, os intercâmbios globais estão associados ao uso internacional de certas moedas nacionais. Entretanto, se todas as moedas fossem utilizadas no cenário internacional, a situação seria caótica e ineficaz, já que “a moeda tem a natureza de um bem coletivo e sua utilidade aumenta com o aumento do número de pessoas que a utilizam”¹² (De Grauwe, 1999). Se todos os países exigissem o uso de sua própria moeda para os intercâmbios internacionais, haveria, evidentemente, uma incompatibilidade. Assim, da mesma maneira que uma moeda facilita as trocas em escala nacional, no cenário mundial a escolha de uma (ou algumas) moeda(s) de referência foi essencial para o desenvolvimento dos intercâmbios globais. Segundo Krugman (1991, p. 165) “*international economic activity, like domestic activity, requires the use of money, and the same forces that lead to convergence on a single domestic money lead the world to converge on a limited number of international monies*”¹³. Portanto, se de um lado os intercâmbios internacionais poderiam engendrar um espaço monetário internacional fracionado, já que as diversas moedas nacionais tendem a adquirir um uso internacional, o que se nota por outro lado é que essa tendência é superada por outra força maior (de ordem política e econômica) que determina que somente algumas moedas sejam utilizadas em âmbito internacional¹⁴. Ao fim, erige-se uma estrutura hierarquizada entre essas moedas, visto que elas não desempenham o mesmo papel no cenário mundial (já que apenas algumas delas possuem um uso internacional).

Algumas moedas, portanto, ainda que emitidas com o propósito precípuo de serem utilizadas no interior de um determinado país, transpõem as fronteiras nacionais e adquirem

¹² Tradução livre do autor. Ao longo de toda a tese, as citações em francês foram traduzidas de forma livre pelo autor e aquelas em inglês foram mantidas conforme o original.

¹³ Na realidade, essas “forças que conduzem à convergência em uma única moeda” não são exatamente as mesmas em âmbito interno ou externo, como se verá ao longo do capítulo. A principal diferença é que no âmbito doméstico o Estado possui o monopólio da força e a prerrogativa de imposição de sua moeda de emissão, enquanto na esfera internacional isso não ocorre. De qualquer forma, o ponto destacado pela citação de Krugman é o fato de que as externalidades positivas geradas pelo uso de uma única moeda são verificadas também em âmbito internacional.

¹⁴ Cf. Aglietta (1979).

uso internacional. Esse uso internacional das moedas (e, conseqüentemente, as transações monetárias em âmbito supranacional) é pautado pelo conjunto de regras que determina o modo de funcionamento do Sistema Monetário Internacional (SMI), a saber, os regimes cambiais vigentes, a infra-estrutura concernente (sobretudo os mercados cambiais) e as instituições envolvidas (bancos centrais, Fundo Monetário Internacional, etc.). De acordo com Guillaumin & Plihon (2008, p. 3), os três principais objetivos do SMI são: i) assegurar o intercâmbio e a circulação das moedas em âmbito internacional, de acordo com os regimes cambiais e as regras de convertibilidade das moedas; ii) permitir o ajuste dos balanços de pagamentos, principalmente no que diz respeito aos desequilíbrios externos; e iii) assegurar a liquidez internacional, fornecendo à economia mundial a moeda necessária para os intercâmbios internacionais.

Prates (2002) propõe que os três eixos básicos de um SMI são o regime cambial, o grau de mobilidade de capitais e a forma da moeda internacional. No período em que a economia mundial era regulada pelo Acordo de Bretton Woods (BW) – 1945 a 1971/73 –, havia regras claras e impostas a todos os países signatários com relação a esses três eixos, já que as taxas de câmbio deveriam ser fixas em relação ao ouro¹⁵; a moeda estadunidense ocupava, portanto, o papel de moeda-chave do sistema; e a mobilidade de capitais era restrita. Com o fim do Acordo, os países passaram a ter autonomia – ao menos do ponto de vista formal – para escolherem seu regime cambial e o grau de abertura de sua conta financeira¹⁶, de forma que não há mais um padrão único, como aquele verificado anteriormente¹⁷. Isso faz com que alguns autores denominem o SMI atual como um “não sistema” (e.g. Faugère & Voisin, 1993; Lago *et al.*, 2009¹⁸). Há uma característica do SMI,

¹⁵ As taxas de câmbio eram fixas, mas com cláusulas de ajustamento na eventualidade de desequilíbrios fundamentais no balanço de pagamentos dos países signatários. Após os ajustes nos primeiros anos do pós-guerra, contudo, elas foram praticamente fixas. Para maiores detalhes, ver Van der Wee (1987) ou Eichengreen (2000).

¹⁶ “Abertura financeira” refere-se à eliminação de barreiras à mobilidade dos fluxos financeiros através das fronteiras nacionais.

¹⁷ Na prática, existe uma pressão por parte dos países centrais e das instituições multilaterais defendendo a adoção de regimes de flutuação cambial e a abertura da conta financeira. A desobediência em relação a essas recomendações não significa, no entanto, sanções por parte do FMI, como ocorria na vigência de BW. Diante da crise internacional deflagrada pelos *subprimes*, inclusive, essa pressão pela abertura financeira foi bastante reduzida e as instituições multilaterais têm até admitido a possibilidade do uso de controles de capitais por parte dos ditos países emergentes (e.g. FMI, 2010).

¹⁸ “*The phrase ‘international monetary system’ (IMS) refers to the rules and institutions for international payments. Less abstractly, it refers to the currency/monetary regimes of countries, the rules for intervention if an exchange rate is fixed or managed in some way, and the institutions that back those rules if there is a*

contudo, que, apesar de algumas mudanças, continua sendo verificada após o fim do Acordo de BW: seu caráter hierarquizado. O dólar continua sendo a moeda-chave do sistema e a maioria das moedas nacionais não desempenha suas funções clássicas em âmbito internacional. Prates (2002) sugere que é justamente essa distinção entre as moedas que possuem e aquelas que não possuem uso internacional que define esse caráter hierarquizado do SMI.

O presente capítulo tem o intuito de analisar o SMI atual, notadamente sob essa ótica da hierarquia das moedas, suas causas e conseqüências. A seção I.2 analisa as funções da moedas em âmbito internacional, suas imbricações e contradições. Na seção I.3, são apresentadas as moedas que possuem hoje uso internacional, sob a perspectiva de cada uma das funções monetárias apresentadas na seção anterior. Em seguida (seção I.4), procura-se avaliar quais são os elementos que determinam as moedas que adquirem uso internacional. Seguem-se, então, algumas considerações finais.

I.2 O uso internacional das moedas

I.2.i) As funções da moeda em âmbito internacional

As três funções clássicas da moeda são as de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Em âmbito internacional, diversos autores trabalham com essas três funções, mas defendem a importância de se estabelecer, nas análises, uma diferenciação entre os usos privados e públicos da moeda (e.g. Cohen, 1971; Cooper, 1975; Krugman, 1991). Os autores justificam essa decomposição, alegando que os “atores oficiais” (e, principalmente, os Bancos Centrais) têm uma importância crucial para a compreensão da dinâmica que se estabelece. Essa demanda oficial tem, em geral, características distintas daquela proveniente dos agentes privados. Desta forma, as três funções da moeda são decompostas em seis, de forma a considerar separadamente os usos privados e públicos.

problem (through official credits, controls, or parity changes). With the world divided into a camp of major currencies that float freely and permit the free flow of capital, and another camp with varying degrees of control over exchange rates and cross-border flows, today's IMS is something of a 'non-system'" (Lago et al., 2009).

Assim, as funções da moeda no cenário internacional são: meio de pagamento/moeda veicular; moeda de denominação; moeda de investimento e financiamento; moeda de intervenção; moeda de referência (âncora); moeda reserva (tabela I.1)¹⁹.

Tabela I.1: As funções da moeda em âmbito internacional

Função	Uso privado	Uso público
Meio de pagamento	<i>Meio de pagamento / moeda veicular</i>	<i>Moeda de intervenção</i>
Unidade de conta	<i>Moeda de denominação</i>	<i>Moeda de referência (âncora)</i>
Reserva de valor	<i>Moeda de investimento e financiamento</i>	<i>Moeda reserva</i>

Fonte: Cohen (1971).

Essas funções estão completamente imbricadas, como será visto na subseção seguinte, mas é possível – e útil para a seqüência dos estudos – apresentá-las individualmente:

1) Usos privados:

(1. i) Meio de pagamento/Moeda veicular

O uso privado da moeda enquanto meio de pagamento é chamado por Krugman de “moeda veicular”. Para os pagamentos internacionais, as moedas não são todas aceitas e, na verdade, há apenas algumas que podem exercer essa função em escala global. Nos intercâmbios econômicos entre dois países desenvolvidos, existem estudos que mostram que geralmente a moeda do país exportador é a utilizada (Goldberg & Tille, 2005). Quando um país central realiza negócios com um país periférico, por sua vez, a moeda utilizada é sempre aquela do país central, seja ele o exportador, seja o importador. O padrão mais curioso é o observado nos intercâmbios entre dois países periféricos: como nenhum dos

¹⁹ Em inglês: *means of payment/vehicle currency ; price setting/invoice currency ; investment and finance currency ; intervention currency ; reference currency (anchor) ; reserve currency* (cf. Miotti *et al.* 2008).

dois considera que a moeda de seu parceiro comercial é uma moeda, já que ela não tem aceitação internacional, eles utilizarão como intermediária na operação uma moeda que desempenhe suas funções em âmbito internacional – geralmente o dólar – ainda que o país emissor dessa terceira moeda não tenha qualquer relação com o negócio. Krugman observa que para as operações interbancárias o dólar aparece quase sempre em pelo menos um dos lados da transação, independentemente da nacionalidade dos bancos envolvidos.

(1.ii) Moeda de denominação

Para as operações privadas, a lógica subjacente à escolha da unidade de conta é quase a mesma daquela que acaba de ser apresentada para os meios de pagamento; ou seja, a moeda na qual os preços são estabelecidos é, de maneira prioritária, aquela do país exportador ou da maior economia²⁰. Para as commodities, no entanto, cujo preço é cotado de maneira centralizada – para todo o mercado global – a moeda utilizada é o dólar. Para as transações financeiras, a moeda estadunidense é igualmente preponderante. Segundo Krugman (*op. cit.*, 177), há aí um componente arbitrário ou inercial: “*the dollar is used because it is used*”²¹; neste capítulo, haverá um esforço para explicar esse caráter arbitrário por meio da hierarquia do SMI.

(1. iii) Moeda de investimento e financiamento

Os agentes privados utilizam algumas moedas para preservar intertemporalmente o valor de seus ativos; certas moedas são mais procuradas do que outras para exercer essa função, mas nota-se também uma preocupação quanto à diversificação do risco entre diferentes moedas (Miotti *et al.*, 2008). Krugman (1991, p. 272) destaca o papel das posições bancárias para o cumprimento dessa função monetária.

²⁰ “Segundo a ‘lei de Grassman’ (do nome do economista sueco que estudou a estrutura do comércio exterior da Suécia em 1968), o comércio de bens manufaturados entre países desenvolvidos é denominado principalmente na moeda do país produtor. A denominação na moeda do país exportador lhe permite suprimir a incerteza sobre a taxa de margem de suas exportações, mas transfere essa incerteza ao volume da demanda estrangeira, que varia em função da taxa de câmbio bilateral entre os dois parceiros” (Pouville, 2006).

²¹ Existem inúmeras tentativas de explicação para essa opção de utilizar apenas uma moeda em certos mercados; entre as mais importantes, podemos citar a economia de escala, a teoria das redes (Aglietta & Deusy Fournier, 1994) e a teoria das convenções, a serem discutidas ao longo do capítulo.

2) Usos públicos:

(2.i) *Moeda de intervenção*

Krugman (*op. cit.*, p. 264) destaca que os Bancos Centrais nacionais também utilizam moedas estrangeiras como meio de pagamento em âmbito internacional, principalmente com o intuito de intervirem nos mercados de câmbio; dado que seu objetivo – em geral – não é o de realizar lucros, como é o caso para os agentes privados, esse uso deve ser tratado de maneira separada. O objetivo dos Bancos Centrais no que tange a essa função da moeda é, sobretudo, o de interferir nas condições de oferta e de demanda de divisas, seja para aumentar (reduzir) a liquidez disponível, seja para influenciar os movimentos das taxas de câmbio²².

(2.ii) *Moeda de referência (âncora)*

As autoridades monetárias – principalmente dos países periféricos – podem eleger uma moeda central à qual sua moeda nacional será ancorada. Vinculando sua moeda a essa unidade de conta de referência, os países periféricos tentam conter a volatilidade de suas taxas de câmbio, geralmente elevada no atual contexto de grande mobilidade de capitais²³.

(2.iii) *Moeda reserva*

As autoridades monetárias mantêm reservas cambiais, estando aptas a intervir nos mercados de câmbio quando necessário ou a ofertar moeda estrangeira em caso de escassez; adicionalmente, as reservas servem para a preservação do valor de seus ativos. Após as crises da década de 1990, muitos países periféricos apresentam uma “demanda precaucional” por reservas (cf. Cunha & Prates, 2008).

²² Vale destacar que o *clearing* dos mercados de câmbio está associado também à função reserva de valor, uso público. Como se verá na sub-seção I.2.ii, as funções monetárias são completamente imbricadas.

²³ A ancoragem da moeda a uma divisa internacional é menos freqüente hoje do que na época em que Krugman escreveu seu artigo, já que após as crises financeiras dos anos 1990, a maioria dos países periféricos adotou um regime de câmbio flexível. Entretanto, muitos países continuam tendo o dólar ou o euro como referência – ainda que menos rígida – para a trajetória de suas taxas de câmbio, como se verá na seção I.3.

1.2.ii) As imbricações e contradições entre as diferentes funções monetárias

Embora a definição das três funções da moeda seja importante do ponto de vista analítico, essas funções são completamente imbricadas, tornando necessária, para o prosseguimento dos estudos, a percepção destas inter-relações – sobretudo em âmbito internacional, onde o recorte analítico utilizado separa ainda o uso público do uso privado da moeda. Os canais de imbricação são inúmeros, sendo apresentados aqui somente os mais importantes, tendo por base o trabalho de Bénassy-Quéret *et al.* (1998).

Em primeiro lugar, quando uma moeda nacional está ancorada a uma moeda estrangeira, é absolutamente necessário que a autoridade monetária doméstica disponha de reservas da moeda em questão para ser capaz de intervir no mercado cambial na busca pela manutenção da paridade. Percebe-se, desde logo, que os três usos públicos da moeda em âmbito internacional, a saber, de moeda de intervenção, moeda de referência e moeda reserva estão completamente imbricados.

A ancoragem de uma moeda, no entanto, não tem influência apenas sobre seu uso público. A escolha de uma divisa de referência interfere também nos seus três usos privados, já que a estabilidade da taxa de câmbio estimula os agentes a denominarem as operações comerciais e financeiras na moeda de referência, a utilizá-la como moeda veicular e também a reterem ativos denominados nessa moeda.

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

O sentido da determinação, no entanto, não é unidirecional. Por exemplo, se uma moeda é preponderante na denominação das transações comerciais e financeiras de certo país, suas autoridades monetárias terão um grande incentivo para vincular sua moeda nacional a essa divisa, com o intuito de proteger a economia doméstica dos efeitos nefastos de uma flutuação cambial excessiva.

Ademais, a existência de títulos denominados em uma certa moeda – função unidade de conta –, ainda segundo Bénassy-Quéret *et al.* (*op. cit.*), estimula a expansão de seus outros usos privados, a saber, como meio de pagamento e reserva de valor.

Torna-se clara, portanto, a existência de uma grande rede de sinergias entre as três funções da moeda, seja em seus usos públicos ou privados, seja na relação entre essas duas esferas. Além disso, como antecipado acima, trata-se de um circuito de influências multidirecionais, uma vez que uma função pode ao mesmo tempo estimular e ser estimulada por outra função.

Para além dessa teia de relações de complementaridade entre as funções da moeda, há também um caráter de contradição entre elas. Como discutido por Keynes (1936), a função reserva de valor acaba se sobrepondo em relação às demais, sobretudo num contexto de capitalismo financeirizado. O entesouramento da moeda, defende o autor, inibe o exercício de suas demais funções, tornando-a uma unidade intrinsecamente contraditória.

Em âmbito internacional, essa contradição entre as funções da moeda continua válida, com a função reserva de valor se destacando sobre as demais. A diferença é que na cena internacional essa contradição interfere inclusive na escolha das moedas por parte dos agentes. Isso porque as questões patrimoniais ou de manutenção/valorização do estoque de riqueza são primordiais entre os critérios de escolha das moedas e, geralmente, essa lógica acaba se sobrepondo em relação àquelas que dizem respeito às outras funções da moeda. Essa racionalidade é clara para os agentes privados, mas tem sido adotada também – em alguma medida – pelo setor público, que vem se adequando paulatinamente à lógica privada de gestão de portfólios (Unctad, 2009).

Essa preponderância da função reserva de valor, potencializada por um ambiente de finanças liberalizadas, torna a aquisição e a posse das diferentes moedas sujeita a uma grande instabilidade, conforme se procurará mostrar no capítulo III desta tese. Como já mencionado, as moedas com uso internacional exercem, nesse âmbito, as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Na função reserva de valor, no entanto, duas óticas podem ser contempladas, de acordo com o referencial de valor que se considera.

Em primeiro lugar, pode-se considerar a manutenção intertemporal do valor da moeda com relação ao poder de compra em âmbito internacional; em segundo lugar, a manutenção de seu valor diante das outras moedas do SMI. Se uma moeda denomina a

maioria das transações internacionais – sendo, portanto, a moeda-chave do sistema –, a primeira ótica é mais facilmente contemplada, já que a moeda deve ser estável apenas em relação a si própria (o que depende somente de uma taxa de inflação moderada). A lógica de escolha da moeda subjacente à função reserva de valor coincide, portanto, com aquela referente às outras duas funções. Ou seja, convém que essa moeda seja mantida no portfólio, já que ela denomina a maioria das transações, é usada para os pagamentos e transfere valor do presente para o futuro – ao menos o valor referente ao poder de compra internacional²⁴.

No que diz respeito à segunda ótica de reserva de valor, relativa às demais moedas do SMI, surge a contradição entre as funções da moeda. Sob essa ótica, a manutenção do valor da moeda significaria a estabilidade de suas taxas de câmbio. Ainda sob o ponto de vista da moeda-chave: se ela está se desvalorizando em relação às demais moedas, mas é a moeda de denominação das transações e de efetivação dos pagamentos em âmbito internacional, um agente que mantenha o estoque que possui dessa moeda não sofrerá perdas sob o prisma das funções monetárias de meio de pagamento e unidade de conta. Entretanto, a manutenção desse estoque de moeda-chave passa a implicar perdas quando se incorpora à análise a função reserva de valor sob a ótica da paridade em relação a outras moedas. Isso ocorre, pois esse estoque passa a ter, segundo a lógica de valorização patrimonial, um “custo de oportunidade”. A função reserva de valor – sob a ótica de seu valor face às outras moedas – gera um estímulo, portanto, para a alocação dos recursos nas moedas que estão se valorizando, ainda que sob a perspectiva das demais funções o mais conveniente fosse para o agente em questão a manutenção do estoque que possui na moeda-chave.

A realocação do portfólio demonstra, assim, a preponderância da função reserva de valor sobre as demais. Contudo, essa realocação, que segue a lógica da valorização patrimonial, não é definitiva; havendo qualquer insegurança com relação à conjuntura internacional, os agentes realocarão seus recursos na moeda-chave, seguindo a lógica da liquidez²⁵. No atual contexto de mercados financeiros liberalizados, os intervalos entre esses dois momentos de realocação de portfólio (aquisição de moedas em valorização e retorno à moeda-chave) estão cada vez mais curtos. Inevitavelmente, essa dinâmica

²⁴ Determinado pelos preços dos bens transacionados em âmbito internacional, que são em grande parte cotados na moeda-chave.

²⁵ Essa dinâmica será estudada em profundidade no capítulo III desta tese.

contribui para a volatilidade dos fluxos de capitais e para a instabilidade das finanças internacionais.

Em suma, propõe-se que, apesar das imbricações verificadas entre as distintas funções da moeda em âmbito internacional, existe simultaneamente uma contradição entre a função reserva de valor – sob a ótica da paridade em relação às outras moedas – e as demais funções monetárias. Ou, alternativamente, pode-se vislumbrar a questão como uma contradição entre as duas facetas da função reserva de valor, uma delas conectada às demais funções monetárias e outra delas isolada, como um fim em si mesmo.

A contradição entre a função reserva de valor e as demais funções monetárias existe também em âmbito nacional, como proposto por Keynes e anunciado anteriormente. Na esfera internacional, porém, surge essa outra dimensão da reserva de valor, qual seja, em relação às outras moedas do globo; havendo duas referências de valor (por um lado, os bens e serviços denominados na moeda em questão; por outro lado, as demais moedas nacionais), fica determinada, então, uma contradição adicional, específica desse ambiente de coexistência de distintas moedas nacionais. Em âmbito nacional, a função meio de pagamento pode ser sobrepujada pela função reserva de valor, interferindo no processo de “circulação monetária”. Na esfera internacional, essa última função não apenas coloca aquela em segundo plano, como também determina que essa “reserva de valor” possa ser realizada em moedas estranhas ao país em questão, as moedas estrangeiras (ou títulos nelas denominados); a interferência no processo de gestão e circulação da moeda nacional é, portanto, ainda maior.

Tendo estudado as funções da moeda em âmbito internacional, passa-se na seção seguinte a uma análise empírica sobre as moedas que são atualmente utilizadas nessa esfera global.

I.3 O caráter hierarquizado do atual Sistema Monetário Internacional

Como anunciado acima, o desenvolvimento dos intercâmbios globais no contexto de ausência de uma moeda propriamente internacional esteve associado à aquisição de um uso internacional por parte das moedas nacionais. Entretanto, o benefício do uso de uma moeda provém de sua utilização pelos outros atores do mercado, tornando inviável que todas as

moedas nacionais sejam usadas em escala mundial²⁶. Nota-se, então, que a dinâmica subjacente ao uso internacional das moedas determina que se forme apenas um pequeno grupo de moedas que desempenham suas funções nessa escala. A presente seção tem o propósito de verificar quais são essas moedas.

Não existem dados consolidados para as seis funções da moeda discutidas na seção anterior. Assim, recorre-se aqui a dados de inúmeras fontes, na tentativa de delinear o quadro atual relativo ao uso das moedas nacionais em âmbito internacional. Inicialmente, são apresentadas todas as moedas disponíveis nos bancos de dados acessados, de modo a fornecer um panorama geral do atual SMI. Na seqüência da análise, porém, o foco recairá sobre um grupo menor de países e moedas, considerados representativos para o estudo que se faz.

1.3.i) Função meio de pagamento – Uso privado

Não há estatísticas específicas para o uso das moedas enquanto meio de pagamento em âmbito internacional. A análise dos mercados cambiais globais, entretanto, oferece uma idéia aproximada desse uso, já que as moedas mais transacionadas nos ditos mercados são, muito provavelmente, as mais usadas nesse âmbito para a função de meio de pagamento. Os dados divulgados trienalmente pelo *Bank of International Settlements* (BIS) e mostrados na tabela I.2 são eloqüentes, indicando que a quase totalidade das transações cambiais envolve o dólar – em abril de 2010, a moeda estadunidense teve participação de 84,9% no “giro”²⁷ cambial médio²⁸. Esse valor é expressivo porque o dólar é a moeda mais usada para os pagamentos internacionais (tanto de ordem comercial como financeira), mas também porque ele atua como a “moeda veicular” das transações internacionais; nesse papel, o dólar é utilizado meramente como a moeda intermediária de uma operação, ou

²⁶ Segundo a tradicional comparação, a moeda é como a linguagem, ou seja, ela só é útil se as outras pessoas também a utilizam.

²⁷ O termo em inglês é “*turnover*”.

²⁸ As análises desta tese baseiam-se no período compreendido entre julho de 1994 e dezembro de 2009. Visto, porém, que a pesquisa do BIS sobre mercados cambiais é trienal, optou-se por incluir os dados de abril de 2010, ao invés de interromper a análise em abril de 2007.

seja, o pagamento não é feito em dólar, nem tampouco a recepção dos recursos, mas o dólar viabiliza a troca entre as duas moedas que estão nas pontas da operação²⁹.

Num segundo patamar de importância nas transações monetárias internacionais, encontra-se o euro, que desde sua criação representa parcelas próximas a 40% das operações cambiais. Em seguida, encontram-se o yen, a libra esterlina, o dólar australiano, o franco suíço e o dólar canadense, todos com fatias do giro cambial superiores a 5%. Além deles, há uma série de outras moedas que são também transacionadas nos mercados cambiais globais, mas com importância reduzida face ao total das operações verificadas (tabela I.2).

²⁹ Se, por exemplo, uma empresa brasileira de um setor não-comercializável deseja importar bens de uma sul-coreana, ela deverá trocar os reais que possui por dólares e efetuar o pagamento, em dólares, a uma importadora. Essa empresa intermediária fará a conversão desses dólares por won e os entregará à empresa sul-coreana. Todas essas etapas são necessárias, pois o real não é aceito como moeda pela empresa sul-coreana e o won tampouco o é, sob a ótica da empresa brasileira.

Tabela I.2
Giro (turnover) nos mercados cambiais globais – participação das moedas
 Percentual da média diária, para os meses de abril

Moeda	1998	2001	2004	2007	2010
Dólar EUA	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9
Euro	...	37,9	37,4	37,0	39,1
Marco alemão	30,5	...	...	...	...
Franco francês	5,0	...	...	...	...
ECU e outras moedas da Zona Euro	16,8	...	...	...	...
Yen	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0
Libra Esterlina	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9
Dólar australiano	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6
Franco Suíço	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4
Dólar canadense	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3
Dólar Hong Kong	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4
Coroa sueca	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2
Dólar neozelandês	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6
Won coreano	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
Dólar Singapura	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4
Coroa norueguesa	0,2	1,5	1,4	2,1	1,3
Peso mexicano	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3
Rúpia indiana	0,1	0,2	0,3	0,7	0,9
Rublo russo	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9
Zloty polonês	0,1	0,5	0,4	0,8	0,8
Lira turca	...	0,0	0,1	0,2	0,7
Rand sul-africano	0,4	0,9	0,7	0,9	0,7
Real brasileiro	0,2	0,5	0,3	0,4	0,7
Coroa dinamarquesa	0,3	1,2	0,9	0,8	0,6
Dólar Taiwan	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5
Forint húngaro	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
Renminbi chinês	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3
Ringgit malaio	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
Baht tailandês	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Coroa tcheca	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Peso filipino	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Peso chileno	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Rúpia indonésia	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Shekel israelense	...	0,1	0,1	0,2	0,2
Peso colombiano	...	0,0	0,0	0,1	0,1
Riyal Arábia Saudita	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Outras moedas	8,9	6,6	6,6	7,7	5,3
Total	200	200	200	200	200

Fonte: *Foreign Exchange Triennial Survey/BIS* de 2001, 2004, 2007 e 2010. Elaboração própria.

Obs: visto que as transações cambiais envolvem duas moedas, o total é de 200%.

A tabela acima mostrou os percentuais do *turnover* no total das operações cambiais, incluindo, portanto, as operações realizadas no interior dos países emissores das moedas em questão. É interessante analisar, de maneira complementar, apenas as operações realizadas nos mercados chamados de *cross-border*, ou seja, externos ao país emissor da moeda. A análise específica dessas operações fornece uma idéia sobre o grau de internacionalização das moedas ou, dito de outra forma, do quanto elas são utilizadas – e, portanto, transacionadas – em âmbito internacional. Esses dados são mostrados na tabela I.3 e corroboram a percepção sobre a hegemonia do dólar enquanto meio de pagamento internacional, o destaque secundário do euro e a importância relativa de algumas outras moedas.

Tabela I.3
Giro (*turnover*) nos mercados cambiais globais *cross-border*
Médias diárias, em US\$ milhões

Moeda	2001	2004	2007	2010
Dólar EUA	599.943	959.424	1.552.539	2.106.951
Euro	270.559	433.506	727.770	973.224
Yen	145.722	201.689	316.909	460.102
Libra esterlina	82.918	170.484	262.436	302.851
Dólar australiano	26.259	55.591	121.524	186.486
Franco suíço	41.754	70.494	125.884	165.516
Dólar canadense	29.824	41.874	78.117	132.091
Dólar Hong Kong	12.414	19.172	56.382	61.668
Coroa sueca	6.058	8.158	16.376	61.218
Dólar neozelandês	4.863	11.292	37.362	40.828
Coroa norueguesa	12.000	19.078	49.286	36.299
Dólar Cingapura	586	2.784	5.237	34.839
Peso mexicano	5.783	13.120	23.677	32.519
Won coreano	2.425	6.456	12.285	21.757
Zloty polonês	4.740	5.269	14.198	21.240
Rand sul-africano	4.229	10.333	22.458	17.647
Lira turca	705	2.684	10.746	15.038
Rublo russo	1.282	4.781	7.257	14.740
Coroa dinamarquesa	9.137	11.222	14.283	13.467
Renminbi chinês	64	796	4.196	13.076
Rúpia indiana	160	692	5.119	12.672
Real brasileiro	492	771	4.075	11.966
Forint húngaro	35	2.803	5.729	10.988
Dólar Taiwan	724	1.280	2.135	7.538
Coroa tcheca	1.396	2.035	4.468	5.274
Rúpia indonésia	131	1.014	1.327	3.129
Peso filipino	59	197	1.112	2.726
Baht tailandês	323	1.220	3.559	2.560
Outras moedas	41.693	70.636	97.233	16.624

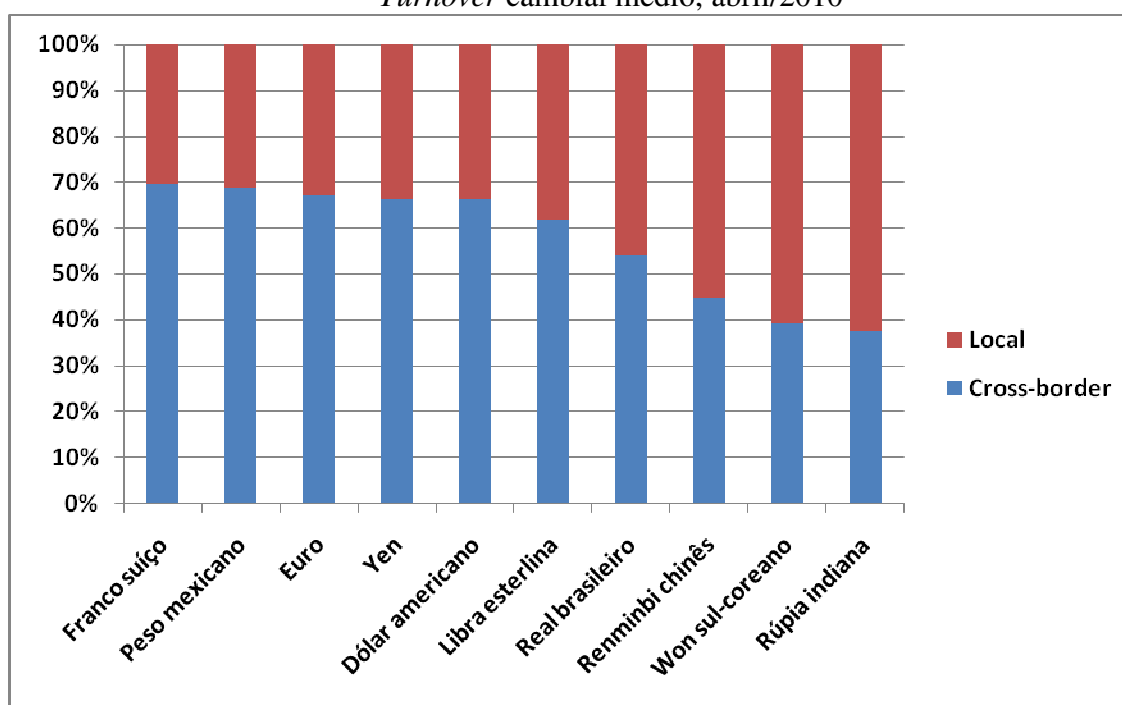
Fonte: *Foreign Exchange Triennial Survey/BIS* de 2001, 2004, 2007 e 2010. Elaboração própria.

Obs: O total do *turnover cross-border* refere-se à soma das operações *spot*, *outright forwards* e *foreign exchange swaps* realizadas em mercados *cross-border*. Os países estão ordenados segundo os valores de 2010.

Além dos dados acima, que mostram o volume de transações cambiais *cross-border* em números absolutos, é importante verificar também a relação entre as transações nos mercados locais e naqueles *cross-border*. Ao invés de se trabalhar com o conjunto de

moedas listado na tabela acima, optou-se por apresentar apenas as moedas consideradas mais representativas entre os países centrais, os latino-americanos e os asiáticos – dentre as moedas para as quais há dados disponíveis³⁰. É interessante notar que em alguns países as transações envolvendo suas moedas ocorrem preponderantemente nos mercados *cross-border*, enquanto em outros elas são feitas majoritariamente nos mercados cambiais locais, como mostra o gráfico I.1.

Gráfico I.1
Porcentagem das transações cambiais realizadas nos mercados local e *cross-border*.
Turnover cambial médio, abril/2010



Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do BIS (2010)

Nota-se um padrão claramente definido, com os países centrais contabilizando mais de 60% das transações cambiais de suas moedas em mercados *cross-border*, enquanto os periféricos têm a maior parte do *turnover* em mercados locais. A exceção é o México, já

³⁰ Como antecipado na introdução, opta nesta tese (e sobretudo no capítulo II) por trabalhar com três grupos de países: os centrais, os latino-americanos e os asiáticos. Foram então escolhidos, para cada grupo, alguns países considerados como representativos, quais sejam: i) Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Suíça e Zona Euro – ou Alemanha (países centrais); China, Índia, Coréia do Sul e Malásia (países asiáticos); Brasil, Argentina, México e Chile (países latino-americanos).

que a integração econômica (formal, mas também informal) com os Estados Unidos infla o intercâmbio de pesos no território estadunidense.

A partir do verificado nas tabelas acima, pode-se sugerir a existência de três situações distintas: i) os agentes de um determinado país realizam operações internacionais na moeda local; ii) os agentes realizam tais operações em uma moeda estrangeira, mas podem acessar os mercados cambiais *cross-border* para os intercâmbios cambiais necessários; iii) as operações são realizadas em uma moeda estrangeira e os agentes só conseguem trocá-la pela moeda nacional nos mercados locais. As três situações referem-se, respectivamente, a moedas que: i) são usadas como meio de pagamento em âmbito internacional; ii) não puderam ser usadas naquela operação específica como meio de pagamento, mas têm alguma função em âmbito internacional, já que são ofertadas e demandadas em volumes significativos nos mercados cambiais *cross-border*; e iii) não exercem suas funções em âmbito internacional e, por isso, não são – ou praticamente não são – transacionadas nos mercados cambiais *cross-border*.

Outros dados que revelam a importância do dólar como meio de pagamento internacional são fornecidos por Goldberg (2010) e apontam que 60% do estoque de dólar físico, ou seja, das cédulas de dólar existentes, circulam fora dos Estados Unidos (dados do FED para 2006). Em março de 2009, esse montante de cédulas de dólar circulando fora de seu país de emissão atingia US\$ 580 bilhões. É razoável supor que a maioria absoluta desse montante seja usada como meio de pagamento, já que a função reserva de valor é geralmente exercida por títulos e não por dólar físico.

1.3.ii) Função meio de pagamento – Uso público

Como mostram inúmeros estudos (e.g. Calvo & Reinhart, 2000), em diversos países as autoridades monetárias intervêm sobre os mercados cambiais para influenciar no processo de determinação da taxa de câmbio ou de sua trajetória. Na maioria dos países, a taxa de câmbio mais importante é aquela da moeda nacional contra o dólar, como será visto

na seção I.3.iv. Logo, a quase totalidade das intervenções sobre os mercados cambiais é feita por meio da compra ou venda de dólares³¹.

De acordo com um documento do BCE:

« The US dollar has a global reach as an anchor, reserve and intervention currency, playing a role in exchange rate policies of authorities on several continents, not only in the Western Hemisphere, but also in the CIS and – most importantly – in Asia. » (ECB, 2002).

I.3.iii) Função unidade de conta – Uso privado

Não só o pagamento, mas também a denominação das operações internacionais – sejam elas de ordem comercial seja financeira – é também realizada em um número reduzido de moedas nacionais. Não existem dados agregados para o total das operações mundiais, mas as tabelas abaixo mostram a participação das principais moedas na denominação das transações comerciais (tabela I.4) e da dívida externa (tabela I.5) de certos países.

A tabela I.4 mostra que as exportações e importações, tanto de países centrais como de periféricos, são denominadas em grande proporção nas moedas da tríade (dólar, euro ou yen). No caso dos Estados Unidos, dos países da zona Euro ou do Japão, é natural que suas transações comerciais sejam denominadas, em proporções consideráveis, na moeda que emitem, já que isso reduz o risco cambial envolvido nas operações³². Como mostra a tabela, a quase totalidade das transações comerciais internacionais dos Estados Unidos é denominada em dólar (95% das exportações e 85% das importações). Nos países da zona Euro, a hegemonia da moeda local é menor, mas ainda assim existente: na França, Espanha e Portugal, cerca de metade das transações comerciais externas à zona Euro são denominadas em euro. No Japão, cerca de um terço das exportações e um quarto das importações são denominadas em yen, mostrando uma participação ainda relevante da

³¹ As funções meio de pagamento e unidade de conta, uso público, são completamente imbricadas, já que as intervenções feitas sobre os mercados cambiais pelas autoridades monetárias de um país são, evidentemente, na moeda que eles têm como referência para sua taxa de câmbio. Assim, para evitar repetições, os dados em questão serão mostrados apenas na sub-seção I.3.iv. Ademais, o *clearing* dos mercados cambiais está associado também à função reserva de valor, uso público, como destacado anteriormente.

³² Sob a ótica dos agentes nacionais dos países em questão. Ao importador, portanto, cabe o risco cambial.

moeda nacional, mas já menor do que aquela do dólar, que denomina uma parcela muito maior das exportações e importações japonesas.

Com relação aos demais países asiáticos apresentados na tabela, nota-se uma participação extremamente expressiva do dólar estadunidense na denominação de suas transações comerciais internacionais. Somando-se à participação do yen, chega-se a 92% das exportações sul-coreanas 74,8% das malaias e 92,2% das tailandesas, com proporções semelhantes para as importações. Fica claro, portanto, que um percentual bastante reduzido do comércio internacional desses países é denominado nas respectivas moedas nacionais³³. Não foram encontrados dados para a América Latina, mas o quadro seria seguramente semelhante³⁴, revelando a incapacidade dessas moedas emitidas em países periféricos de exercerem, em âmbito internacional, a função privada de unidade de conta.

Tabela I.4
Moedas de denominação do comércio internacional (%)
Anos selecionados

Moeda	Exportações			Importações		
	US\$	Euro	Yen	US\$	Euro	Yen
EUA¹	95	-	-	85	-	-
Alemanha²	32,3*/18,1	45,9*/70,5	0	37,9*/21,2	45,5*/73,0	0,0*/0,0
Reino Unido³	29	15	-	38	10	-
França²	34,2*/21,2	55,8*/71,6	-	43,2*/25,0	48,6*/70,0	-
Bélgica²	31,9*	54,2*	0,5*	33,5*	54,2*	1,5*
Grécia²	71*	24,1*	0,2*	62,0*	30,7*	1,0*
Portugal²	33,4*	48,1*	0,4*	34,5*	57,8*	0,9*
Espanha²	32,8*	58,1*	0,6*	39,5*	54,7*	0,8*
Japão³	52,4	-	36,1	70,7	-	23,5
Coréia do Sul³	84,9	-	7,1	88,2	-	9,8
Malásia⁴	66	-	6,8	66	-	6,8
Tailândia⁴	83,9	-	8,2	83,9	-	8,2
Austrália²	67,9	1,4	1	50,1	8,7	4

Fonte: Goldberg & Tille (2005). Últimos dados disponíveis: ¹ = 2003; ² = 2002; ³ = 2001; ⁴ = 1996.

*Transações externas à zona Euro. Obs: o traço (-) indica informações não disponíveis.

³³ Até mesmo porque os valores aqui apresentados não contabilizam o percentual do comércio desses países denominado em euro – em função da inexistência de dados.

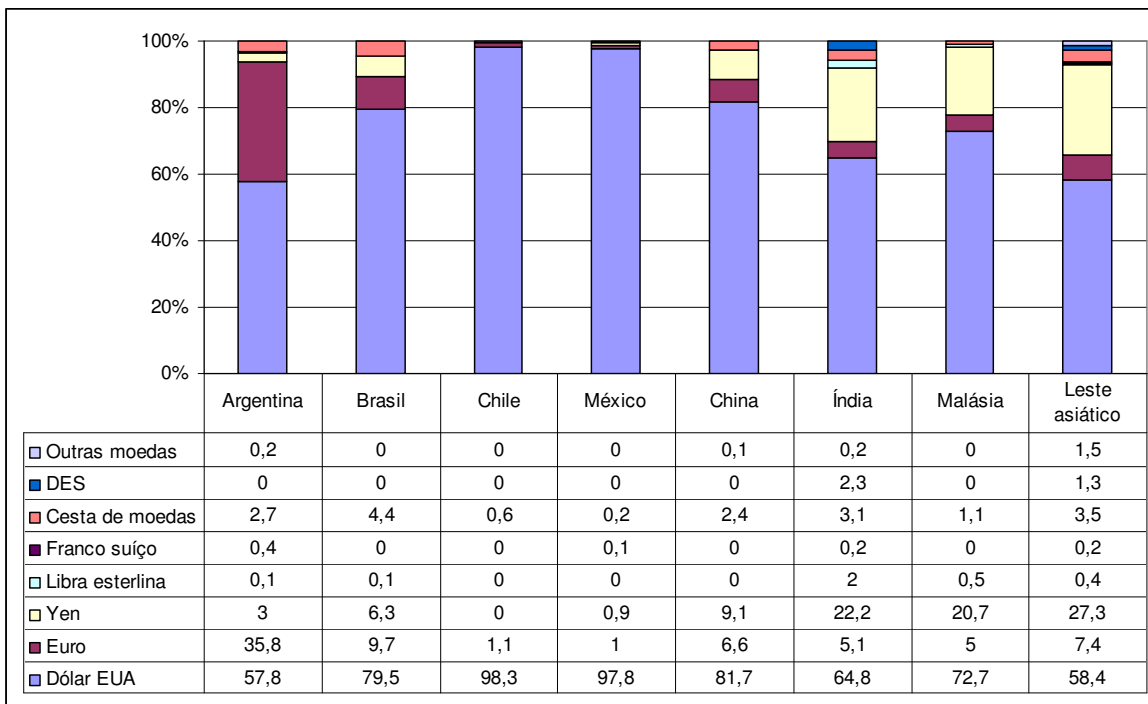
³⁴ Goldberg & Tille (2005) mostra que para a Europa do leste, por exemplo, o quadro é bastante semelhante ao verificado nos países asiáticos. Ademais, afirmam os autores, o comércio externo da América Latina com os Estados Unidos é quase inteiramente denominado em dólar.

Segundo Goldberg & Tille (2005), há duas razões principais para que as exportações de um país sejam denominadas em dólar: i) as exportações são para os Estados Unidos; ii) as exportações são de bens homogêneos, que possuem, portanto, uma grande elasticidade-preço da demanda. Nesse último caso, se as exportações de certo país são denominadas em sua própria moeda, uma variação ínfima de sua taxa de câmbio fará com que a demanda internacional por seus bens diminua enormemente. Isso estimula um comportamento coletivo por parte dos produtores, que denominam seus produtos numa moeda comum, a “moeda veicular”; essa moeda é quase sempre o dólar.

Complementando a análise sobre o uso privado das moedas enquanto unidade de conta em âmbito internacional, vale observar também a participação das distintas moedas na denominação da dívida externa. Diferentemente dos dados sobre comércio internacional, esses dados sobre composição da dívida externa são sistematizados pelo Banco Mundial e divulgados de forma atualizada para uma série de países periféricos. Dentre os países para os quais os dados são disponíveis, foram escolhidos para a análise os quatro países latino-americanos e os quatro asiáticos julgados mais representativos.

O gráfico I.2 mostra que, à semelhança do que ocorre no comércio internacional, o dólar é a moeda mais usada na denominação da dívida externa dos países periféricos. No México e no Chile, cerca de 98% da dívida externa são denominados na moeda estadunidense. No Brasil e na China, este percentual está em torno de 80%. Na Argentina, o fim do *currency board* – que determinava uma paridade fixa para a taxa de câmbio entre o peso e o dólar – e a crise de 2002 fizeram com que a dívida dolarizada passasse a ser evitada; o que se vê, no entanto, é que ela não passou a ser contratada na moeda local, mas foi substituída pela dívida em euro, que hoje representa mais de um terço do total. Na Índia, Malásia e no chamado Leste Asiático (onde o país mais significativo é a Coreia do Sul), além da dívida em dólar, há uma parcela expressiva denominada em yen.

Gráfico I.2
Composição da dívida externa
2008



Fonte: Elaboração própria, com dados do Banco Mundial.

Nota-se, destarte, que uma vez mais as moedas da tríade são – de longe – as mais utilizadas enquanto unidade de conta, com a libra esterlina e o franco suíço ocupando um lugar bastante minoritário. As demais moedas, mesmo somadas, têm uso absolutamente marginal e apenas no Leste Asiático chegam a ultrapassar 1%.

No total dos países do mundo, essa preponderância do dólar é um pouco menor, mas ainda grande: do estoque de empréstimos internacionais³⁵ em dezembro de 2009, 53,9% eram denominados em dólar; 20,3% em euro; 2,2% em yen; e 23,6% em outras moedas (ECB, 2010).

É evidente que se pudessem denominar – mesmo que parcialmente – seu comércio internacional e sua dívida externa em moeda nacional, os países periféricos o fariam, reduzindo o problema de *currency mismatch*³⁶ (ou seja, descasamento de moeda) e

³⁵ *Outstanding international loan – all cross border loans.*

³⁶ O *currency mismatch* (ou descasamento monetário) refere-se aos problemas decorrentes da posse de passivos e ativos denominados em moeda distintas. Basicamente, o risco de depreciação da moeda que denomina o ativo, em relação àquela que denomina o passivo. Para maiores detalhes sobre a literatura concernente, ver Biancareli (2007).

facilitando de forma geral o cálculo econômico e a capacidade de honrar seus compromissos. Se não o fazem, é porque suas moedas não são reconhecidas, em âmbito internacional, enquanto unidades de conta, revelando uma vez mais o caráter hierarquizado do SMI.

Além dos dados recém apresentados sobre a denominação do comércio internacional e da dívida externa, outros dados informativos sobre o uso das moedas enquanto unidade de conta ao setor privado são aqueles referentes à moeda de denominação dos títulos emitidos internacionalmente (*bônus, notes, commercial papers*, etc.). Como visto na seção I.2, entretanto, as funções da moeda estão completamente imbricadas e esses dados sobre os títulos dizem respeito também à função reserva de valor, já que um agente privado, quando escolhe um título para compor seu portfólio, está no fundo escolhendo em que moeda deseja preservar sua riqueza, ou seja, transferir valor do presente para o futuro. É bem verdade que alguns títulos são denominados em uma moeda e pagos em outra moeda, de forma que a moeda de denominação do título exerce unicamente a função de unidade de conta. Quando, porém, a denominação e os pagamentos são feitos em uma mesma moeda, ela está exercendo simultaneamente as três funções clássicas da moeda. Opta-se nesta tese por analisar os títulos sob a ótica da função monetária de reserva de valor, entendendo que a dinâmica da procura por esses títulos é fortemente pautada pela lógica da preservação e valorização da riqueza, como se explicará adiante³⁷.

I.3.iv) Função unidade de conta – Uso público

Durante a vigência do Acordo de Bretton Woods, a cotação do dólar era fixa em relação ao ouro e as moedas dos demais países signatários tinham taxas de câmbio fixas em relação ao dólar, podendo variar apenas no interior de estreitas margens de flutuação (1%) ou mediante autorização do Fundo Monetário Internacional (no caso de desequilíbrios

³⁷ Krugman (1991) associa a função unidade de conta, uso privado, à denominação do comércio internacional e dos empréstimos internacionais; e a função reserva de valor, uso privado, aos ativos que compõem o portfólio dos agentes internacionais. O BIS se refere aos *bônus* internacionais como indicadores do desempenho internacional da função monetária de reserva de valor: “*In the international bond market, the dollar and the euro stand more nearly equal in importance as stores of value: 45% for the dollar and 32% for the euro at the end of 2008, according to data from the BIS and ECB*” (BIS, 2010, p. 57). Da mesma forma, Goldberg (2010, p. 5) avalia as moedas de emissão dos títulos considerando-as como *financing currencies*, ou seja, reservas de valor em seu uso privado.

fundamentais no Balanço de Pagamentos). Conseqüentemente, as taxas de câmbio de todos os países signatários eram relativamente fixas entre si. Em 1971, porém, as autoridades monetárias estadunidenses determinaram que fosse abandonada a paridade do dólar em relação ao ouro, iniciando um processo que conduziria ao fim do regime internacional de taxas de câmbio fixas, em 1973³⁸.

O desmonte de Bretton Woods significou o fim da obrigatoriedade dos regimes de câmbio fixo, mas os países podiam, por conta própria, buscar a estabilidade cambial, mesmo que de maneira menos rígida que outrora. Nas décadas seguintes, portanto, inúmeros países do globo alternaram seus regimes cambiais, com momentos de maior flexibilidade e momentos de defesa das paridades. Poucos são os países, porém, que negligenciam em absoluto essa movimentação das taxas de câmbio, já que os efeitos de uma variabilidade cambial excessiva são nocivos à economia doméstica. Esses efeitos serão discutidos no capítulo II, mas vale antecipar alguns: *pass-through* da taxa de câmbio aos preços, problemas decorrentes do *currency mismatch*, redução da confiabilidade dos cálculos econômicos de médio e longo e prazos, etc. Destarte, grande parte das autoridades monetárias nacionais continuou atenta aos movimentos cambiais, elegendo uma moeda internacional como uma âncora rígida ou simplesmente como uma referência para evitar os movimentos excessivos da taxa de câmbio³⁹.

De acordo com o *Annual Report on Exchange Arrangements 2009*, publicação anual do Fundo Monetário internacional, cerca de 60% dos países possuem atualmente regimes cambiais que contêm algum tipo de controle cambial (*currency board, conventional peg, stabilized arrangement, crawling peg, horizontal bands* ou *other managed*)⁴⁰. Mas, tendo em vista que o arcabouço atual não mantém fixa toda a multiplicidade de taxas de câmbio do globo – como em Bretton Woods –, é preciso eleger as moedas em relação às quais deve haver algum tipo de controle das variações cambiais. Uma vez mais, as moedas eleitas são, quase que exclusivamente, o dólar e o euro, moedas de referência, respectivamente, de um pouco menos de dois terços e de aproximadamente um terço dos países que possuem

³⁸ Para maiores detalhes, ver Eichengreen (2000), Faugère & Voisin (1993).

³⁹ Cf. Calvo & Reinhart (2000), Miotti *et al.* (2008), dentre outros. Blanchard *et al.* (2010) também destaca a tentativa da maioria dos países emergentes de intervir na trajetória de suas taxas de câmbio. Aglietta & Landry (2007, p. 144) radicaliza o argumento, afirmando que nenhum país emergente permite que sua taxa de câmbio seja determinada meramente pelos mecanismos de mercado.

⁴⁰ Vale destacar que esse número é subestimado, já que muitos países declaram possuir regimes de taxas de câmbio flutuantes, mas perseguem implicitamente paridades pré-definidas.

regimes de administração cambial (Cartapanis, 2009; Bertuch-Samuels & Ramlogan, 2007)⁴¹. A ancoragem ao euro é encontrada em alguns países europeus exteriores à Zona Euro (sobretudo aqueles que podem aderir à união monetária no futuro) e em algumas ex-colônias francesas na África; a ancoragem ao dólar é mais disseminada, sendo verificada na América Latina, na Ásia, no Oriente Médio e na África⁴².

Os estudos que tentam avaliar o uso do dólar como moeda de referência para as taxas de câmbio apresentam cifras divergentes, principalmente em função da escolha de considerar na análise os regimes cambiais *de facto* ou aqueles *de jure*. Segundo Goldberg (2010), de um total de 207 países avaliados em 2007, 104 tinham o dólar como moeda de referência. Tendo em vista a representatividade do grupo de países avaliados, pode-se dizer, de acordo com esse estudo, que cerca da metade dos países do globo possuem o dólar como moeda de referência para as variações de suas taxas de câmbio. Apesar das diferenças entre os estudos, torna-se claro, então, que a função de unidade de conta em sua dimensão pública é exercida, em âmbito internacional, preponderantemente pelo dólar e, em um segundo nível de importância, pelo euro.

1.3.v) Função reserva de valor – Uso privado

Por fim, chega-se à função monetária de reserva de valor. Em que moeda os agentes privados internacionais estocam sua riqueza? Em que moeda realizam investimentos? Os investidores internacionais costumam buscar a diversificação de seus portfólios no que diz respeito aos ativos adquiridos e mantidos, aos mercados em que atuam e também às moedas nacionais em questão. Esperar-se-ia, portanto, uma participação mais pulverizada das diversas moedas nacionais no exercício internacional da função reserva de valor. Não é, entretanto, o que se observa na prática, já que são poucas as moedas utilizadas para essa função, semelhantemente ao verificado com as demais funções monetárias.

A globalização financeira, segundo Bourguinat (1995), assenta-se basicamente sobre três pilares, chamados pelo autor de “os três Ds”: i) desregulamentação; ii)

⁴¹ Inúmeros estudos mostram a tentativa de alguns países de balizarem o movimento de suas taxas de câmbio diante do dólar e do euro. Algumas referências são Calvo & Reinhart (2001) e Miotti *et al.* (2008).

⁴² É normal também que se busque estabilidade cambial com relação aos principais parceiros econômicos. Em muitos casos, porém, eles são Estados Unidos, zona Euro, ou ainda países cuja taxa de câmbio está atrelada ao dólar ou ao euro, reforçando essa tendência.

descompartimentalização; iii) desintermediação. Esses três processos abriram imensas possibilidades aos agentes privados na escolha da alocação de sua riqueza, já que facilitam o investimento no exterior e em mercados outrora pouco acessados. Na tentativa de perceber quais são as moedas que exercem atualmente a função de reserva de valor em âmbito internacional (em sua dimensão privada), opta-se aqui por analisar, portanto, três mercados internacionais, a saber, o bancário, o de títulos e o de derivativos.

1) Mercado internacional bancário

Os bancos trabalham de forma crescente em âmbito internacional, possuindo muitas vezes um número expressivo de operações no exterior. Mesmo em âmbito local, possuem uma parte de seus ativos e passivos denominados em moedas estrangeiras.

A tabela I.5 mostra a composição das posições bancárias no exterior, no que diz respeito a suas moedas de denominação. Como se pode ver, a maioria dos ativos e passivos bancários no exterior é em dólar ou euro. Em um segundo nível, vê-se um percentual razoável em yen, libra esterlina e – minoritariamente – franco suíço.

Tabela I.5
Ativos e passivos bancários no exterior
Posição em Dezembro 2009

Moeda de denominação	Moeda estrangeira		Moeda local	
	Ativo %	Passivo %	Ativo %	Passivo %
Dólar EUA	57,2	58,9	22,1	27,6
Euro	22,3	20,5	63,4	54,3
Libra esterlina	5,9	5,6	6,1	9,1
Yen	2,9	3,8	4,6	2,9
Franco suíço	2,1	2,4	0,8	0,8
Outras	9,7	8,9	3,0	5,2
Total	100	100	100	100

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados de BIS (2010c).

Nota: a referência para a definição de “moeda local” e “moeda estrangeira” é o país de localização do banco em questão.

Nos ativos e passivos em moeda local, a preponderância do euro se deve, provavelmente, à contabilização como “posições bancárias no exterior” de ativos e passivos

de países da Zona Euro em outros países da própria Zona Euro. Quando se consideram apenas as posições no exterior em uma moeda estrangeira, constata-se mais uma vez a hegemonia do dólar.

Mesmo em âmbito local, os bancos possuem uma parte de suas posições denominada em moedas estrangeiras. Excluindo os ativos e passivos denominados em moeda nacional e considerando-se apenas as posições bancárias denominadas em moeda estrangeira, nota-se que o dólar é mais uma vez a moeda mais utilizada. Em seguida, aparece o euro e, um patamar abaixo, o franco suíço, o yen e a libra esterlina (tabela I.6).

Tabela I.6
Ativos e passivos bancários locais, em moeda estrangeira
Posição em Dezembro 2009

Moeda de denominação	Ativo %	Passivo %
Dólar EUA	48,5	51,9
Euro	29,8	25,3
Franco suíço	7,2	3,5
Yen	4,2	3,4
Libra esterlina	4,0	4,1
Outras	6,2	11,7
Total	100	100

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados de BIS (2010c)

2) Mercado internacional de títulos⁴³

a) Mercado monetário

No caso dos *commercial papers* e outros instrumentos monetários notam-se patamares bem delimitados: o euro e o dólar são as moedas mais usadas, seguidas – de longe – pela libra esterlina e, um nível abaixo, por franco suíço e yen (tabela I.7).

⁴³ Como destacado anteriormente, a moeda de denominação dos títulos pode também exercer a função de unidade de conta, de forma que a análise que se segue reflete também, em certa medida, o uso relativo a essa função.

Tabela I.7
Instrumentos do mercado monetário⁴⁴
Montante verificado em dezembro de 2009

Moeda	US\$ bilhões
Euro	443
Dólar EUA	320,1
Libra esterlina	99,1
Franco suíço	20,8
Yen	16,9
Dólar australiano	10,0
Dólar Hong Kong	9,2
Dólar neozelandês	2,4
Zloty polonês	1,9
Dólar Cingapura	1,8
Coroa sueca	1,7
Rublo russo	1,1
Dólar canadense	1,0
Coroa norueguesa	0,8
Coroa dinamarquesa	0,2
Rand sul-africano	0,2
Outras	0,9
Total	932,2

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados de BIS (2010c)

Na tabela I.8 são mostradas as participações percentuais de cada moeda, isolando-se os *commercial papers* dos demais instrumentos monetários. Nota-se que a preponderância do euro, verificada na tabela acima, deve-se aos *commercial papers*, já que mais da metade deles é denominada nessa moeda.

⁴⁴ Majoritariamente *commercial papers*.

Tabela I.8
Instrumentos do mercado monetário
 Percentual denominado em cada moeda (dez/09)

Moeda	<i>Commercial paper</i>	Outros instrumentos
Euro	51,2%	41,0%
Dólar EUA	29,2%	43,6%
Libra esterlina	13,5%	5,5%
Franco suíço	2,5%	1,8%
Yen	0,7%	3,9%
Outras	2,9%	4,1%
Total	100%	100%

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados de BIS (2010c).

b) Mercado de capitais

O estoque verificado ao fim de 2009 de *bônus* e *notes* internacionais revela um padrão semelhante ao do mercado monetário, com o euro ocupando o primeiro lugar, com quase a metade da participação, e o dólar logo em seguida, com pouco mais de um terço do montante (tabela I.9). A libra esterlina também desponta como uma moeda importante na denominação de tais títulos e uma proporção razoável do total é composta ainda por yen, franco suíço, dólar canadense e dólar australiano. O restante das moedas, como se vê, tem participação bastante reduzida no mercado internacional de *bônus* e *notes*.

Tabela I.9
Bônus e *notes* internacionais
Montante verificado em dezembro/2009

Moeda	US\$ bilhões
Euro	12.382,5
Dólar EUA	9.428,3
Libra esterlina	2.144,6
Yen	693,6
Franco suíço	365,6
Dólar canadense	307
Dólar australiano	266,5
Coroa sueca	69,1
Dólar Hong Kong	60,6
Coroa norueguesa	53,7
Dólar neozelandês	41,9
Rand sul-africano	37,7
Dólar Cingapura	29,3
Coroa tcheca	18,4
Rublo russo	13,3
Zloty polonês	12,6
Coroa dinamarquesa	5,2
Baht tailandês	3,6
Dólar Taiwan	1,6
Peso argentino	0,7
Total	26071,3

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados de BIS (2010c)

As informações divulgadas trimestralmente pelo BIS a respeito do mercado internacional de capitais fornece dados apenas para o conjunto de moedas constantes da tabela acima. Uma publicação de 2006, no entanto, permite análises mais específicas para as moedas do conjunto de países chamado pelo BIS de “emergentes” e, ainda, uma desagregação das moedas sobre as quais recai o foco desta tese. Os dados em questão demonstram claramente o caráter absolutamente marginal das moedas de países periféricos no mercado internacional de capitais. Os bônus e *notes* internacionais denominados em moedas emitidas por países emergentes representavam, em 2006, apenas 0,58% do estoque

total (tabela I.10). Para efeitos de comparação, destaca-se que o franco suíço, sozinho, representava à época 1,44% dos ditos títulos⁴⁵.

Tabela I.10
Bônus e *notes* internacionais
Montante verificado em dezembro/2006

Grupo	País	US\$ bi	%
Países centrais	Euro	8.304,0	47,28
	Dólar	6.401,1	36,45
	Libra esterlina	1.448,4	8,25
	Yen	486,4	2,77
	Franco suíço	253,6	1,44
Países latino-americanos	Peso argentino	0,8	0,00
	Real brasileiro	10,7	0,06
	Peso chileno	0,2	0,00
	Peso mexicano	9,9	0,06
Países asiáticos	Renminbi chinês	1,7	0,01
	Rúpia indiana	0,1	0,00
	Won sul-coreano	1,2	0,01
	Ringgit malaio	1,4	0,01
Total dos emergentes		102,1	0,58
Total		17.561,6	100,00

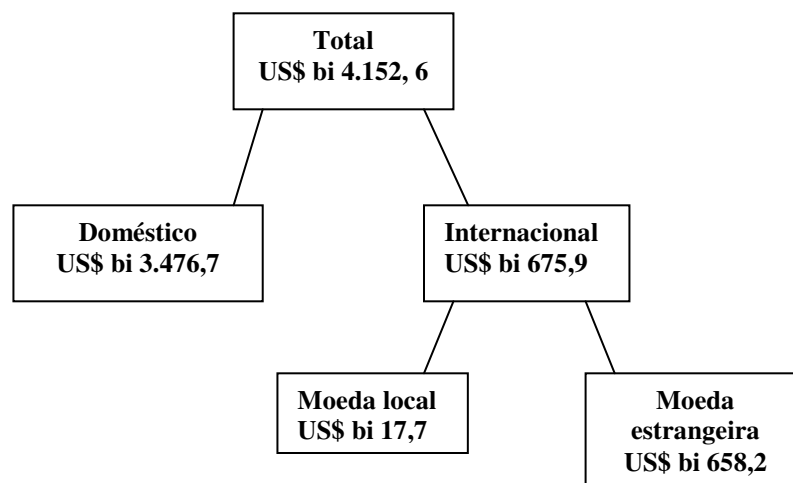
Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados de BIS (2007a; 2007b)

Isso ocorre, porque os ditos países emergentes emitem volumes menores de bônus e *notes* do que os países centrais, mas também – e aí está o ponto crucial – porque encontram dificuldades para emití-los em suas moedas nacionais, que não são aceitas pela maior parte dos agentes internacionais⁴⁶. Dados do BIS para 2006 mostram que do estoque de bônus e *notes* emitidos por residentes de países emergentes nos mercados internacionais, apenas 2,6% eram nas respectivas moedas nacionais, enquanto 97,4% eram em moedas estrangeiras (figura I.1).

⁴⁵ Vale destacar que após essa publicação do BIS, Brasil e Colômbia lograram um aumento moderado da emissão de títulos denominados em suas moedas nacionais no mercado internacional (sobretudo em 2007 e 2010). Em relação ao estoque total de bônus e *notes*, no entanto, esses títulos emitidos em moedas nacionais continuam extremamente marginais.

⁴⁶ Eichengreen *et al.* (2003).

Figura I.1
Bônus e *notes* emitidos por residentes de países emergentes
(estoque ao fim de 2006)⁴⁷



Fonte: BIS (2007a)

c) Mercado de derivativos

No mercado internacional de derivativos, nota-se a mesma heterogeneidade no que diz respeito ao uso das diferentes moedas nacionais, seja nos derivativos cambiais, seja nos de juros. Como revela a tabela I.11, a quase totalidade do estoque de derivativos cambiais envolve o dólar estadunidense. Em ordem decrescente de importância, aparecem euro, yen, libra esterlina, franco suíço, dólar australiano, dólar canadense e coroa sueca.

⁴⁷ Nesta figura estão apenas os bônus e *notes* emitidos por residentes dos países emergentes, por isso a diferença em relação ao total verificado na tabela acima.

Tabela I.11
Estoque de derivativos cambiais “over the counter”⁴⁸
 Dezembro de 2009

Moeda	US\$ bi	Percentual
Dólar EUA	40.921	83,2%
Euro	20.364	41,4%
Yen	11.238	22,8%
Libra esterlina	5.929	12,1%
Franco suíço	3.106	6,3%
Dólar australiano	2.325	4,7%
Dólar canadense	1.858	3,8%
Coroa sueca	1.309	2,7%
Dólar Hong Kong	297	0,6%
Coroa norueguesa	238	0,5%
Coroa dinamarquesa	213	0,4%
Dólar neozelandês	11	0,0%
Baht tailandês	2	0,0%
Outros	10.582	21,5%
Total	49196	200,0%

Fonte: BIS (2010)

Nos derivativos de juros, a participação do euro é ligeiramente superior àquela do dólar estadunidense (ver tabela I.12). De qualquer forma, a concentração em algumas poucas moedas é ainda maior do que a verificada nos derivativos cambiais, já que 92,8% do estoque é composto por apenas quatro moedas (dólar, euro, yen e libra esterlina) – a despeito do crescimento recente dos mercados de derivativos nos países periféricos.

⁴⁸ A soma é 200%, pois os derivativos cambiais envolvem duas moedas na operação.

Tabela I.12
Estoque de derivativos de juros “over the counter”
 Dezembro de 2009

Moeda	US\$ bi	Percentual
Euro	175.727	39,1%
Dólar EUA	153.358	34,1%
Yen	53.853	12,0%
Libra esterlina	34.256	7,6%
Franco suíço	4.807	1,1%
Coroa sueca	4.696	1,0%
Dólar canadense	3.427	0,8%
Dólar australiano	2.379	0,5%
Coroa norueguesa	789	0,2%
Dólar Hong Kong	406	0,1%
Coroa dinamarquesa	306	0,1%
Dólar neozelandês	135	0,0%
Outros	15.653	3,5%
Total	449.793	100,0%

Fonte: BIS (2010)

O estudo dos mercados bancário, de títulos e de derivativos deixa claro, portanto, quais são as moedas escolhidas pelos agentes privados para exercerem, em âmbito internacional, a função de reserva de valor: dólar e euro são as moedas mais utilizadas, com o primeiro lugar variando de acordo com o mercado ou o ativo em questão; yen e libra esterlina se alternam na terceira e quarta posições; franco suíço apresenta sistematicamente uma proporção não desprezível; dólar australiano, dólar canadense e coroa sueca têm também participação razoável em alguns mercados, embora bastante minoritária.

I.3.vi) Função reserva de valor – Uso público

Assim como os agentes privados, os agentes públicos também utilizam a moeda enquanto reserva de valor. Acumulam, então, reservas internacionais, utilizadas basicamente para transferir valor do presente para o futuro. Tais reservas servem, assim, para compensar eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos e para possibilitar intervenções nos mercados cambiais (seja para reduzir a volatilidade cambial, seja no esforço por determinar um patamar adequado para a taxa de câmbio). Como visto na seção I.2, muitos países periférico, após as crises dos anos 1990, possuem uma “demanda

precaucional” por reservas internacionais. Uma pequena parcela dessas reservas constitui-se de ouro e de Direitos Especiais de Saque (DES) – a moeda contábil do FMI –, sendo o grosso dela denominado em moedas nacionais. Como mostra a tabela I.13, a moeda mais utilizada como reserva cambial é o dólar, cuja participação no estoque total continua sendo superior a 60%, apesar da queda verificada nos últimos anos. O euro é a segunda moeda mais usada para esta função, representando hoje pouco mais de um quarto das reservas oficiais de câmbio. Por características regionais ou de grau de integração econômica com Reino Unido e Japão, a libra esterlina e o yen também são mantidos como reservas por algumas autoridades monetárias. As demais moedas nacionais, mesmo somadas, não constituem fração representativa desse estoque de reservas.

Tabela I.13
Composição das reservas oficiais de câmbio
% das reservas divulgadas

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2009
Dólar EUA	59,0	65,2	71,0	71,5	65,9	66,9	64,1	62,2
Euro	-	-	1,8	19,2	25,2	24,0	26,3	27,3
Libra esterlina	2,1	2,6	2,9	2,7	2,8	3,6	4,7	4,3
Marco alemão	15,8	14,5	-	-	-	-	-	-
Franco francês	2,4	1,4	-	-	-	-	-	-
Yen	6,8	5,8	6,4	0,5	3,9	3,6	2,9	3,0
Franco suíço	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
Guilder holandês	0,3	0,4	-	-	-	-	-	-
ECUs	8,5	6,1	-	-	-	-	-	-
Outras divisas*	4,8	3,8	1,6	1,3	2,0	1,7	1,8	3,1

* Sobretudo: dólar australiano, dólar de Hong Kong e coroa dinamarquesa

Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do COFER/FMI

Percebe-se, portanto, que apesar da lógica privada ser diferente da lógica pública no que diz respeito à constituição do portfólio que transferirá valor intertemporalmente, as moedas escolhidas como ativos são basicamente as mesmas.

I.3.vii) A hierarquia monetária explicitada

Os dados mostrados ao longo da seção revelam, portanto, que nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional e que mesmo entre aquelas que o são, sua importância

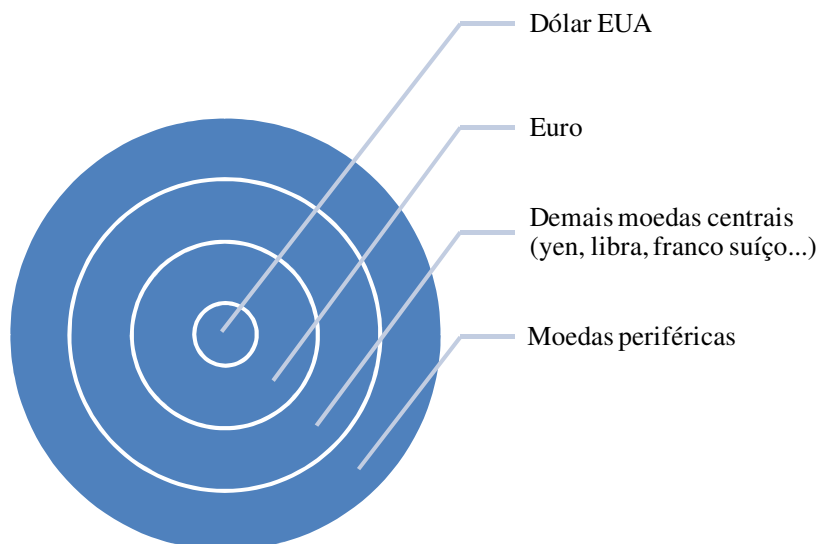
relativa é bastante heterogênea. Não há dúvidas de que apesar das mudanças recentes no SMI, derivadas essencialmente do surgimento do euro, o dólar continua sendo a moeda mais utilizada na esfera internacional (sobretudo nas funções de meio de pagamento; unidade de conta, uso público; e reserva de valor, uso público); Aglietta & Landry (2007, p. 144) propõe, inclusive, que o SMI atual pode ser caracterizado como um “semi-padrão dólar”. Em seguida, posiciona-se o euro, com importância crescente desde sua criação, sobretudo no exercício privado das funções reserva de valor e unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o yen, a libra esterlina e – um pouco abaixo – o franco suíço, o dólar canadense e o dólar australiano, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além dessas, percebe-se que outras moedas podem eventualmente apresentar uso internacional, mas em caráter absolutamente marginal (ou mesmo excepcional).

Cohen (1998)⁴⁹, Prates (2002), Carneiro (2002), dentre outros, propõem que justamente em função da capacidade ou incapacidade de exercerem suas funções em âmbito internacional⁵⁰, as diferentes moedas nacionais podem ser ordenadas, explicitando o caráter hierarquizado do SMI. Com base nos dados analisados acima, propõe-se que o SMI atual apresenta a seguinte hierarquia:

⁴⁹ Cohen (1998) propõe que a hierarquia monetária não reflete apenas a capacidade de exercício das funções clássicas da moeda, mas também o “domínio” ou “influência” que exercem em cada região (“*authoritative domain*”).

⁵⁰ Cohen (1998) sugere que a hierarquização do SMI deve levar em conta a capacidade das moedas de exercerem suas funções em âmbito internacional, mas também na esfera nacional, já que algumas moedas frágeis deixam de fazê-lo – sobretudo no que diz respeito à função reserva de valor. Essa consideração é certamente importante, até mesmo porque o grupo das moedas periféricas é bastante heterogêneo, mas foge ao escopo desta tese, que procura avaliar apenas o uso internacional das moedas.

Figura I.2
A hierarquia do atual SMI



Fonte: Elaboração própria, baseada em Prates (2002) e Carneiro (2002).

De acordo com essa classificação, portanto, são estabelecidos quatro elos no SMI atual: i) ao centro, o *dólar*, a moeda-chave do sistema; ii) a seguir, o *euro*, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas ainda sem atingir o *status* do dólar; iii) em um terceiro elo, as demais *moedas centrais*, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; iv) por fim, o grupo que se denomina aqui como de *moedas periféricas*, a saber, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional – a não ser em caráter excepcional⁵¹.

⁵¹ Prates (2002) e Carneiro (2002) propõem a divisão do SMI em três grupos de moedas, de acordo com o desempenho de suas funções clássicas em âmbito internacional. No centro está o dólar; em um segundo nível, se encontram as moedas que exercem algumas de suas funções em âmbito internacional, mas com menor importância (as moedas chamadas pelos autores de “convertíveis”); e, enfim, as moedas ditas “inconvertíveis”, que não desempenham nenhuma de suas funções em âmbito internacional. Para evitar ambigüidades, não são utilizados, nesta tese, os termos “convertibilidade”/“inconvertibilidade” no sentido utilizado por esses autores, embora a idéia geral seja a mesma, a saber, que a hierarquia das moedas é determinada pelo desempenho de suas funções em âmbito internacional. Além disso, esses autores colocam o euro no grupo de “moedas convertíveis”, enquanto nesta tese optou-se por diferenciá-lo das demais moedas centrais, em função da importância de seu uso no cenário internacional, notadamente nas funções reserva de valor e unidade conta, uso privado. Uma análise mais detalhada poderia ter dividido o grupo das “moedas periféricas” em sub-grupos, já que há algumas moedas que possuem um uso regional, ou seja, nos países vizinhos ao país de emissão. Contudo, esse uso regional é ainda marginal e não cria diferenças expressivas na demanda por essas moedas e na dinâmica das taxas de câmbio e juros dos países periféricos, não sendo importantes, portanto, para os objetivos desta tese.

Com relação ao euro, algumas considerações suplementares podem ser feitas, permitindo assim o anúncio de certas proposições. Nos anos seguintes ao seu nascimento, a moeda européia rapidamente conquistou uma grande importância no cenário internacional, até mesmo maior que aquela constatada anteriormente pelo conjunto das moedas que ele veio a substituir. Desde 2003, no entanto, a posição do euro no SMI se tornou estável, num patamar ainda inferior àquele ocupado pelo dólar. O BCE calcula um “*summary indicator of the international role of the euro*” que corrobora essa evidência, já que o índice aumentou entre 1999 e 2003 e, desde então, tem apresentado oscilações, mas sempre em torno de um nível determinado (ECB, 2010). Essa posição secundária do euro pode ser analisada sob duas óticas diferentes e complementares: a ótica territorial e a ótica das funções desempenhadas. Sob a primeira ótica, até mesmo o BCE reconhece que a influência do euro é efetivamente grande apenas na Europa e em alguns países africanos; o dólar, por sua vez, é utilizado em escala planetária (Cartapanis, 2009). Sob a segunda ótica, constatou-se nesta seção que o euro conquistou uma grande importância em algumas das funções monetárias, mas não em outras⁵².

Mas por que esse fenômeno é verificado? Por que o euro adquiriu importância acentuada para algumas das funções da moeda e não para outras? Como se percebeu nesta seção, a função reserva de valor, em seu uso privado, é aquela na qual o euro conquistou uma importância expressiva, às vezes superior até mesmo à do dólar⁵³. Pode-se supor daí que o dólar não exerce mais a função de reserva de valor da maneira que exercia anteriormente? Não exatamente. Visto que o dólar é ainda a moeda que denomina e paga a maioria das transações internacionais (como mostrado na seção I.3) e a inflação dos preços em dólar não tem sido expressiva nos últimos anos, ele mantém seu poder de “transferir valor para o futuro”. Contudo, os agentes privados querem, evidentemente, preservar o valor de sua riqueza, mas querem também valorizar essa riqueza. Dado que o euro apareceu no cenário internacional como uma moeda segura, líquida e, além de tudo, que oferecia um rendimento maior que aquele do dólar (em função das taxas de juros e das variações cambiais), ele tornou-se rapidamente uma moeda importante no que diz respeito à função

⁵² Pode-se dizer, então, que o dólar é uma moeda mais “completa” em âmbito internacional.

⁵³ No que diz respeito aos fluxos, não aos estoques.

reserva de valor, uso privado⁵⁴. Durante uma grande parte da primeira década do ano 2000, a manutenção do dólar (ou de títulos em dólares) nos portfólios, ainda que não significassem exatamente uma perda de valor, significavam um “custo de oportunidade” para os agentes. Retorna-se, aqui, à questão discutida na sub-seção I.2.ii sobre a contradição entre a função reserva de valor e as outras funções monetárias. Do ponto de vista das funções unidade de conta e meio de pagamento, foi (e é) sempre conveniente, para a maioria dos agentes internacionais, deter dólares, já que é a moeda mais utilizada para a denominação e o pagamento das operações internacionais. Mas quando a lógica é de valorização da riqueza, os agentes decidem, por vezes, demandar outras moedas⁵⁵.

Em decorrência, a demanda pelas moedas para o desempenho da função reserva de valor é aquela que sofre as alterações mais frequentes, como indicado em BIS (2010a), Kenen (2002⁵⁶) e Pouvelle (2006) e corroborado pela constatação que acaba de ser feita sobre a importância rapidamente adquirida pelo euro para o desempenho dessa função⁵⁷. Para as funções meio de pagamento e unidade de conta, por sua vez, a inércia é maior⁵⁸. Segundo Tavlas (2005), isso evidencia a contradição supracitada entre a função reserva de valor e as outras funções monetárias. É verdade, mas é possível ir até mesmo um pouco além dessa proposição. Se uma moeda é demandada em função do rendimento que ela oferece, ela não é demandada exatamente enquanto uma moeda, mas sim enquanto um ativo financeiro⁵⁹. Assim, essa demanda é submetida a uma lógica distinta daquela que determina a demanda de uma moeda enquanto moeda (ou seja, uma demanda que vislumbre efetivamente o desempenho de uma das funções monetárias⁶⁰). Essa heterogeneidade na dinâmica observada quanto ao uso das moedas em suas diferentes funções revela, então, a contradição entre as funções da moeda, mas também uma contradição ligada à dupla natureza da moeda, qual seja, da moeda enquanto moeda e da

⁵⁴ Vale lembrar também que os agentes privados possuem normalmente uma lógica de diversificação de portfólio

⁵⁵ Essa questão da demanda por diferentes moedas em função do *trade-off* rendimento vs. liquidez será tratada no capítulo III da tese.

⁵⁶ *Apud* Helleiner (2009).

⁵⁷ É importante perceber, porém, que apesar dessas transformações, a função reserva de valor continua a ser desempenhada exclusivamente pelas moedas centrais.

⁵⁸ De acordo com BIS (2010a) a inércia é maior na função meio de pagamento, porque as redes de externalidades são mais importantes para essa função do que para as outras.

⁵⁹ É evidente que o resultado é o mesmo, a saber, a demanda da moeda-ativo, mas a lógica subjacente à escolha monetária é diferente e, para os estudos conduzidos nesta tese, essa distinção é importante.

⁶⁰ A valorização do valor não é exatamente uma função da moeda, mas sim do capital financeiro.

moeda enquanto ativo financeiro. Essas questões serão retomadas de maneira detalhada no capítulo III.

Por enquanto, tendo sido feita a apresentação da hierarquia monetária, resta uma questão: quais são os determinantes dessa hierarquia? A seção seguinte procurará analisar as possíveis razões para a determinação da capacidade (ou incapacidade) das moedas nacionais exercerem suas funções em âmbito internacional.

I.4 Determinantes do uso internacional das moedas

Em uma economia nacional, a moeda é geralmente imposta pelo Estado, segundo a lógica do *fiat money*⁶¹. Gozando de soberania sobre o território nacional, o Estado emite a moeda, determina por lei sua aceitação e as regras de seu curso, realiza pagamentos e recolhe taxas, multas e impostos nessa moeda. Para as transações internacionais, por sua vez, nenhuma moeda é explicitamente imposta, até mesmo porque inexistente a figura de um Estado supranacional com tal alçada de poder. Desse modo, as diversas moedas nacionais são – ao menos potencialmente – passíveis de utilização internacional.

A seção I.3 mostrou, todavia, que são poucas as moedas que exercem suas funções clássicas em âmbito internacional, caracterizando um SMI nitidamente hierarquizado. Se, por um lado, essa hierarquia fica clara, por outro lado, os motivos por trás da escolha das moedas utilizadas para os negócios mundiais não são tão evidentes e são encontradas diferentes tentativas de explicação para essa determinação. Faz-se necessário, assim, avançar na investigação, com o intuito de apreender as razões que capacitam certas moedas – e não outras – ao exercício internacional de suas funções. Não há na literatura uma resposta consensual para essa indagação e a presente seção procura contribuir com as discussões concernentes⁶².

⁶¹ Embora essa seja uma proposição aceita por boa parte dos economistas (e.g. Knapp, 1905; Lerner, 1943; Goodhart, 1998), ela não é consensual. Orléan (2002) questiona o papel criador da moeda pelo Estado, sugerindo que ele pode contribuir para a consolidação de uma moeda, mas que sua ação não é nem necessária, nem suficiente para essa criação monetária. Para uma análise sobre a teoria cartalista da moeda, ver Aggio & Rocha (2009).

⁶² Apesar de não haver consenso, são inúmeros os trabalhos que – direta ou indiretamente – abordam a questão, tais como: Aglietta & Deusy-Fournier (1994); Aleksander & Cec (2009); Belluzzo (1997); Bénassy-Quéré & Deusy-Fournier (1994); Bérthaud (2008); Bordo *et al.* (2005); Bourguinat (1999); Cohen (1998 e 2000); Eichengreen *et al.* (2005); Guillaumin & Plihon (2008); Hayek (1976); Herr (2005); Krugman (1991); Lago *et al.* (2009); Lindert (1969); Miotti *et al.* (2008); Prates (2002).

A leitura dos autores que procuram explicar os determinantes do uso internacional das moedas revela a existência de uma divergência fundamental e pouco explicitada no debate: a capacidade de uma moeda de exercer suas funções em âmbito internacional é determinada primordialmente pelo lado da oferta ou da demanda? Dito de outra forma: são os países emissores das moedas que as tornam moedas internacionais ou são os agentes internacionais que escolhem as moedas que exercem suas funções nesse cenário?

Cohen (1998) sugere que mesmo em âmbito nacional, a soberania do Estado na emissão e controle da moeda é dividida com o mercado, pois é nele que são definidas as características da demanda pela moeda. Como em outro mercado qualquer – diz o autor – a interação entre oferta e demanda é determinante. Quando trata do cenário internacional, o autor dá igualmente um grande destaque – embora não exclusivo – às questões ligadas à demanda pelas moedas, dizendo que a internacionalização de uma moeda é fruto de uma competição de mercado que se configura como um processo seletivo darwiniano guiado pelo lado da demanda. Na mesma linha, Krugman (1991) argumenta que as moedas que adquirem uso internacional não obtêm esse *status* por imposição, mas como resultado de processos coordenados pela “mão invisível” dos mercados e ratificados – mais do que guiados – pelos acordos internacionais. Eichengreen *et al.* (2005) entende que a determinação das moedas de denominação dos ativos é fruto da escolha dos investidores internacionais, mediante análises da relação custo-benefício da diversificação dos portfólios⁶³; fica novamente sugerido que determinação é dada pela demanda. Tavlas (1998, p. 47) é mais radical no argumento e afirma que “*the choice of international currencies is mainly a market-driven process*”.

Outros autores, porém, tratam da dita “competição entre moedas” dando ênfase maior ao “lado da oferta” na determinação das moedas que possuem um uso internacional, ou seja, à interação entre os países emissores das tais moedas. Bénassy-Quéré & Deusy-Fournier (1994) defendem que não é o mercado que define quais as moedas que adquirem o *status* de internacionais, mas sim uma conjugação de fatores históricos e institucionais. Já Aglietta & Deusy-Fournier (1994) sugere que a estrutura hierarquizada do SMI tem como grande determinante a relação de forças entre os Estados Nacionais e não meramente a livre

⁶³ O trabalho de Eichengreen não diz respeito ao exercício internacional de todas funções da moeda, mas se restringe ao estudo do que chama de “*original sin*”, a saber, a incapacidade de certos países de emitirem dívida externa em sua própria moeda (cf. Eichengreen *et al.*, 2003 e 2005).

escolha de mercado por parte dos agentes internacionais. Belluzzo (1997) vai além, sugerindo que a hegemonia do dólar é imposta pelos Estados Unidos mediante o poder de financiamento de atividades no exterior. Nas palavras do autor, “os bancos da economia dominante impõem naturalmente a moeda de sua emissão aos demais protagonistas ‘soberanos’ do mercado” (*op. cit.*, p. 162). Reforçando a idéia, afirma ainda que “[o]s Estados Unidos usufruindo de seu poder militar e financeiro dão-se ao luxo de impor a dominância de sua moeda” (*op. cit.*, p. 187).

O presente trabalho compartilha da visão do segundo grupo de autores, entendendo que são as características dos países emissores das distintas moedas e a correlação de forças entre essas nações que devem ser encaradas como preponderantes na determinação do uso internacional das moedas. Isso não significa, evidentemente, que a ótica da demanda deva ser ignorada, que a dinâmica de mercado seja inexistente ou que a escolha dos agentes internacionais seja irrelevante⁶⁴. O que se pretende relativizar aqui é a soberania dos agentes nessa escolha. A demanda dos agentes internacionais pelas distintas moedas não é *ad hoc* ou fruto de preferências subjetivas, mas condicionada pelas características já instituídas do SMI. De acordo com Aglietta & Landry (2007), “a alteração das preferências coletivas no domínio da escolha da moeda internacional é completamente dominado pelo político”⁶⁵. Os agentes têm liberdade na escolha entre as diversas moedas enquanto *ativos internacionais*, mas não das moedas enquanto *moedas internacionais*⁶⁶. Explicando: os agentes escolhem livremente os ativos e, portanto, também, as moedas que comporão seu portfólio, segundo a lógica que melhor lhes convier. Podem, inclusive, escolher as moedas chamadas aqui de “periféricas” – ou os ativos nela denominados –, em função da alta rentabilidade que geralmente oferecem. Se, em contrapartida, precisam valer-se das funções clássicas da moeda em âmbito internacional, devem escolher uma moeda que já tenha uso internacional. A moeda, como se vê, é um importante instrumento de dominação e a autonomia dos agentes privados na escolha monetária é muito limitada. A dinâmica

⁶⁴ Vale destacar, por exemplo, a importância das convenções que se formam a respeito de uma moeda e que determinam comportamentos coletivos que, no médio ou longo prazo, podem sim ter influência – pelo lado da demanda – sobre o uso internacional das moedas.

⁶⁵ Vale notar que os autores tratam das preferências *coletivas* (e não *individuais*) dos agentes, pois são elas que realmente importam à determinação do uso internacional das moedas.

⁶⁶ De acordo com Keynes (1936), uma moeda possui liquidez máxima (l), custo de carregamento nulo (c) e rendimento igualmente nulo (r). Os ativos financeiros, por sua vez, possuem liquidez mais reduzida, custo de carregamento positivo e rendimento também positivo.

subjacente à escolha da moeda, portanto, não é a causa da hierarquia monetária, mas sim o seu sintoma⁶⁷. Dito de outra forma, não são os agentes privados que escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas, como ser verã – é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional.

Volta-se, então, à pergunta original: o que determina esse uso? Como já antecipado, as análises são bastante distintas, mas se recorre aqui aos pontos mais freqüentemente apresentados na explicação da determinação do uso da moeda, no intuito de aceitá-los ou refutá-los. São eles: tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial; poder geopolítico; voluntarismo político; instituições fortes e/ou favoráveis; política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos. Serão analisados os mesmos países selecionados na seção anterior, representativos dos três grupos que se quer observar (países centrais, asiáticos e latino-americanos). São eles: Estados Unidos, Reino Unido, Zona Euro (ou Alemanha), Suíça, China, Coréia do Sul, Índia, Malásia, Argentina, Brasil, Chile e México.

1.4.i) Tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial

A própria razão de existência das moedas determina que seu uso dependa das externalidades positivas geradas pela quantidade de atores que a utilizam. Dito de outra forma, a utilidade de uma moeda é estreitamente relacionada às economias de rede e de escala que ela determina: i) economia de rede: quanto maior a rede de atores presentes no mercado que utilizam certa moeda, maior o estímulo para que novos atores a utilizem também, em função das facilidades de intercâmbio e da redução da incerteza; ii) economia de escala: quanto mais volumosas forem as trocas realizadas em certa moeda, mais baixos serão os custos de transação das operações.

Dada essa percepção, um ponto praticamente consensual entre os autores é o de que o tamanho da economia nacional emissora de uma determinada moeda é importante na

⁶⁷ E as características ligadas à demanda pelas diferentes moedas servem de canal para que a hierarquia tenha implicações sobre as taxas de câmbio, de juros e sobre a política econômica dos países periféricos, como se verá no capítulo III.

determinação de seu uso internacional⁶⁸. Não poderia ser diferente, já que o montante de moeda de uma economia guarda relação com seu tamanho e, em geral, quanto maior a economia, mais volumosos os recursos que transaciona com o resto do mundo⁶⁹, como se verá nas tabelas I.14 e I.15. Flandreau & Jobst (2009, p. 662) ousam até mesmo afirmar que no que diz respeito ao uso internacional das moedas, “*size is everything*”. Mesmo não concordando com essa atribuição exclusiva de causalidade, é nítido que há uma relação estreita entre o tamanho de uma economia e o uso de sua moeda em âmbito internacional.

A tabela I.14 mostra que, em geral, os países cujas moedas desempenham suas funções em âmbito internacional têm de fato PIBs maiores que os demais. O PIB estadunidense representa cerca de um quarto do PIB mundial e isso é seguramente um dos principais fatores explicativos do papel que desempenha o dólar enquanto moeda-chave do SMI. A soma dos PIBs dos países da Zona Euro alcança um valor comparável ao dos Estados Unidos, explicando o fortalecimento do uso da moeda europeia em âmbito internacional e, igualmente, a diferença verificada em relação à importância que tinham isoladamente as moedas nacionais europeias que o euro veio a substituir. O euro tem como *background* as economias alemã, francesa, italiana, entre outras, e isso certamente acentua seu uso internacional. Japão e Reino Unido também possuem PIBs bastante grandes, contribuindo para que suas moedas sejam utilizadas no cenário internacional.

⁶⁸ “*For better or worse – and opinions differ on this – the choice of which language and which currency is made not on merit, or moral worth, but on size*” (Kindleberger, 1967 *apud* Flandreau & Jobst, 2009).

⁶⁹ O volume de recursos que uma economia nacional transaciona com o restante do mundo não depende apenas do tamanho da economia em questão, mas também de sua integração com a economia mundial, como se verá abaixo.

Tabela I.14
PIB de países selecionados, 2009
(em preços correntes)

País	PIB US\$ bi
EUA	14.256,3
Japão	5.068,1
China	4.909,0
Alemanha	3.352,7
Reino Unido	2.183,6
Brasil	1.574,0
Índia	1.236,0
México	874,9
Coréia do Sul	832,5
Suíça	494,6
Argentina	310,1
Malásia	191,5
Chile	161,8

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do WEO/FMI

As exceções ao padrão são a China, que obteve em 2009 o terceiro maior PIB do mundo, mas continua tendo uma moeda que não é usada em âmbito internacional – ao menos não de forma expressiva; e a Suíça, que apesar de não ter um PIB muito grande, emite uma moeda com uso internacional. A análise que se segue até o fim da seção ajudará a explicar o porquê dessas exceções.

No entanto, é bom que se destaque que possuir um PIB grande não é condição suficiente para que um país emita uma moeda com uso internacional. O país em questão, por maior que seja seu PIB, pode estar economicamente isolado do restante do mundo, de forma que sua moeda só tenha uso em âmbito nacional. Faz-se necessário, portanto, analisar também o grau de integração econômica dos diversos países com o restante do mundo, seja sob a ótica comercial, seja sob a ótica financeira.

A análise dessa integração econômica, contudo, não deve ser feita (como se faz usualmente) com base no grau de abertura comercial e financeira dos diversos países, já que o relevante para o estudo em curso não é quanto cada uma das economias nacionais está integrada com o mundo, mas sim quanto o mundo recebe (envia) de recursos para (d)essa economia. Se uma economia é bastante integrada com o mundo, mas é pequena, a

probabilidade de que sua moeda adquira uso internacional é menor do que aquela de uma economia com graus de abertura comercial e financeira mais reduzidos, mas com importantes dimensões. O que realmente importa, portanto, é o volume total de recursos negociados por esse país com o restante do mundo, ou seja, a dimensão da “rede de transações”,⁷⁰ do país emissor da moeda com o resto do mundo.

Na tabela I.15 são apresentadas as correntes de comércio dos países selecionados, que mostram um padrão bastante semelhante ao verificado com os PIBs. A Zona Euro apresenta uma corrente de comércio extremamente grande, mas que inclui as exportações e importações internas à própria zona monetária, não interferindo, portanto, no uso da moeda por países que não os próprios participantes da união monetária. Ainda assim, o percentual de seu comércio que é exterior à zona Euro é também relevante e, sobretudo nas transações com o Leste Europeu e com as ex-colônias africanas, o Euro é largamente utilizado. Os Estados Unidos também possuem uma corrente de comércio bastante significativa, “exportando” de certa forma o uso do dólar, junto com seus produtos (como se viu na seção I.3). Japão e Reino Unido possuem correntes de comércio menores, mas ainda significativas e, principalmente nas órbitas regionais, isso incita o uso das respectivas moedas nacionais. China e Suíça são novamente as exceções ao padrão, mas pode-se assim mesmo aceitar a proposição de Flandreau & Jobst (2009, p. 662) de que “*money and trade are complements*”.

⁷⁰ Expressão de Helleiner (2008); na versão original “*transactional networks*”.

Tabela I.15
Corrente de comércio de países selecionados
 2009

País	US\$ bilhões preços correntes
Zona Euro	11.111,3
EUA	4.349,1
Alemanha	3.261,8
China	2.814,6
Japão	1.773,1
Reino Unido	1.601,8
Coréia do Sul	1.029,6
Índia	662,5
México	643,7
Suíça	583,4
Brasil	448,6
Malásia	408,8
Argentina	149,7
Chile	146,2

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do WEO/FMI

Obs: a corrente de comércio é calculada como a soma dos módulos das exportações e importações.

No que diz respeito aos fluxos de ordem financeira (ver tabela I.16), o padrão se repete e os comentários feitos acima são igualmente válidos. A única diferença relevante refere-se ao posicionamento da China, servindo como uma nova pista de porque o renminbi não é uma moeda com uso internacional: apesar do tamanho da economia chinesa e da importância de seu comércio externo, trata-se de uma economia ainda relativamente fechada e extremamente regulada do ponto de vista financeiro. A Suíça, por sua vez, apesar do tamanho diminuto de sua economia, possui uma corrente financeira relativamente grande, sobretudo em função do papel de centralidade que ocupa o sistema bancário suíço na economia mundial⁷¹.

⁷¹ Embora o PIB americano em 2009 tenha sido quase trinta vezes maior do que o suíço, as posições bancárias americanas, em dezembro do mesmo ano, eram apenas três vezes superiores às suíças (conforme dados do Anexo Estatístico de BIS 2010). Além disso, as operações cambiais na Suíça são extremamente concentradas, com apenas dois bancos sendo responsáveis por 75% do *turnover* cambial diário (dados do BIS para abril de 2010), o que confere grande poder a esses bancos.

Tabela I.16
“Corrente financeira” de países selecionados
 2009⁷²

País	US\$ bilhões preços correntes
Zona Euro	3.081,0
EUA¹	1.984,0
Reino Unido	1.688,2
Japão	1.227,0
Suíça	250,5
China	230,6
Coréia do Sul	168,6
Brasil	131,2
Índia	107,3
Chile	62,7
Malásia	57,4
México	55,7
Argentina	17,3

Obs: Calculada como a soma dos módulos da entrada e saída de capitais pela conta financeira (composta por: investimento direto estrangeiro; investimento de portfólio; outros investimentos; derivativos)

¹ Dado subestimado, já que só contabilizou a posição líquida dos derivativos (único dado disponível) e não a soma dos módulos das posições ativa e passiva.

Fonte: Elaboração própria, baseada nos dados do IFS/FMI

Associada a essa integração financeira internacional e à dimensão da economia nacional está outro elemento importante para a determinação do uso de uma moeda em escala mundial, a saber, o tamanho e a profundidade do mercado financeiro doméstico. De fato, para que uma moeda adquira uso internacional, é preciso que o mercado financeiro do país em questão seja capaz de absorver e prover de maneira ordenada os fluxos de capitais resultantes dessa internacionalização monetária. Os maiores mercados financeiros do mundo, medidos com base no estoque de ativos financeiros (ações, títulos de dívida – públicos e privados – e depósitos bancários) encontrados no país são os de Estados Unidos, Zona Euro, Japão e Reino Unido, como mostra a tabela I.17.

⁷² Para Índia e Malásia, os dados apresentados são de 2008, últimos dados disponíveis.

Tabela I.17
Mercados financeiros
2006

	Tamanho (US\$ trilhões)	Profundidade (% PIB)
EUA	56,1	424
Zona Euro	37,6	356
Japão	19,5	446
Reino Unido	10	422
China	8,1	307
Ásia emergente	4,3	250
América Latina	4,2	159
Índia	1,8	202

Fonte: McKinsey (2008).

A tabela I.17 mostra ainda a profundidade financeira dos países, calculada como a razão entre o estoque de ativos financeiros e o PIB de cada país (ou região). Nota-se que os países com mercados financeiros mais profundos são EUA, Japão e Reino Unido. Dentre as regiões analisadas, a América Latina é aquela que apresenta o menor resultado.

A hegemonia financeira dos Estados Unidos, constatada acima, é certamente um elemento central na explicação do *status* do dólar como moeda-chave do sistema⁷³. Entretanto, essa hegemonia não foi construída isoladamente, mas é consequência do tamanho da economia americana, de sua integração com a economia mundial e do poder geopolítico dos Estados Unidos, que será tratado na sub-seção seguinte. Tentativas de construção de um mercado financeiro grande e profundo que desconsiderem esses outros aspectos (ou pré-requisitos) podem ser contraproducentes, como se mostrará no capítulo III.

Nota-se, assim, que o tamanho da economia nacional e sua integração com o restante do mundo parecem de fato interferir na determinação do uso internacional das moedas, apesar de se verificar que China e Suíça fogem, de certa forma, ao padrão. A China possui uma economia grande e bastante integrada com o restante do mundo (ao menos do ponto de vista comercial), mas sua moeda não é utilizada de forma expressiva em âmbito internacional; trata-se, no entanto, de uma questão de escolha política, como se verá

⁷³ Além do tamanho e da profundidade, o “formato” do mercado financeiro também é importante para o assunto em pauta – notadamente o grau de abertura e liberalização dos mercados financeiros. Esse ponto será discutido na seção I.4.iv, quando da avaliação das características institucionais dos distintos países e economias.

na sub-seção I.4.iii. A Suíça, em contraste, não possui uma economia extremamente grande, mas sua moeda desempenha algumas funções em âmbito internacional; isso se deve ao papel do sistema bancário suíço, tido historicamente como uma praça segura e um dos mais importantes paraísos fiscais do mundo.

I.4.ii) Poder geopolítico

Outro aspecto destacado por alguns autores como um dos fatores determinantes do uso internacional das moedas é o poder que detêm os diversos países no cenário político mundial, ligado ao seu modo de inserção no capitalismo internacional (e.g. Prates, 2002; Brunhoff, 2005; Herr, 2006; Aglietta & Deussy-Fournier, 1994; Helleiner, 2008)⁷⁴. Strange (1996, p. 17) define poder como “a capacidade de uma pessoa ou de um grupo de pessoas de influir sobre o estado das coisas de tal maneira que suas preferências tenham prioridade sobre as preferências dos demais”. As relações geopolíticas são claramente relações de poder e evidenciam uma hierarquia, com alguns países que conseguem – parafraseando Strange – colocar suas preferências acima das preferências dos demais. No que diz respeito às questões monetárias, portanto, os países mais poderosos podem impor aos demais o uso de suas moedas, ainda que, diferentemente do que ocorre em âmbito nacional, essa imposição seja feita de maneira implícita. O poder geopolítico pode estimular o uso de certa moeda de duas maneiras: de maneira direta, principalmente por meio da confiança depositada pelos agentes sobre uma moeda emitida por um Estado poderoso; ou de maneira indireta, a saber, por meio dos efeitos desse poder geopolítico sobre as variáveis econômicas importantes para esse uso (a dimensão da rede de transações do país, as características do mercado financeiro, etc)⁷⁵.

Lindert (1969) sugere que essas influências geopolíticas podem ocorrer nas relações bilaterais entre os países, mas também mediante a força das nações mais poderosas sobre as instituições multilaterais. O caso paradigmático é o do Acordo de Bretton Woods – que expandiu e consolidou a hegemonia do dólar no SMI –, mas outras formas de influência também podem ser elencadas. Foi comum durante parte do século passado, por exemplo –

⁷⁴ Contrariamente a esses autores, Krugman (1991, p. 165) propõe que o uso internacional de uma moeda é meramente uma questão econômica: “*The future of the United States monetary system is largely a political question; the future of international role of the dollar is largely an economic one*”.

⁷⁵ Helleiner (2008) também faz essa distinção entre os efeitos diretos e indiretos das questões de ordem política sobre o uso internacional das moedas, mas de uma maneira diferente dessa aqui apresentada.

diz o autor –, que as nações credoras exercessem influência não apenas sobre a composição das reservas internacionais das nações devedoras, mas também das instituições oficiais. E assim por diante.

O poder geopolítico de cada país não é algo mensurável, mas não há muitas dúvidas sobre quais são os países mais poderosos em âmbito internacional. A tabela abaixo apresenta alguns grupos políticos internacionais que apenas expressam esse senso comum.

Tabela I.18
Participação em grupos políticos internacionais

G7	Conselho de segurança da ONU	OTAN	OCDE	G20
EUA Reino Unido Alemanha Japão	EUA Reino Unido China	EUA Reino Unido Alemanha	EUA Reino Unido Alemanha Japão Suíça Coréia do Sul México Chile	EUA Reino Unido Alemanha Japão Suíça Coréia do Sul México China Índia Brasil Argentina

Fonte: Elaboração própria.

Outro indício do poder geopolítico dos países pode ser dado pelo poder de voto que detêm na Assembléia de Governadores (*Board of Governors*) do FMI, a autoridade decisória máxima da instituição. Esse poder de voto está associado à cota de Direitos Especiais de Saque (DES) que possuem depositados no Fundo e revela nitidamente a supremacia dos países centrais sobre os periféricos, como mostra a tabela I.19⁷⁶. Não por acaso, os chamados países emergentes têm pleiteado junto ao órgão um aumento dessas cotas, de maneira a ampliarem seu percentual de votos⁷⁷.

⁷⁶ Os únicos países que fogem ao padrão são, novamente, China e Suíça.

⁷⁷ Em 15 de dezembro de 2010, a Assembléia de Governadores do FMI aprovou um pacote de reformas que envolve o aumento das quotas dos países emergentes e, portanto, do poder de voto desse grupo de países (estipula-se que esse aumento será de ao menos 5 p.p). O objetivo é que essas reformas sejam concluídas até outubro de 2012 (FMI, 2010).

Tabela I.19
Cotas e poder de voto no Fundo Monetário Internacional
 Em dezembro de 2010

		Cotas (DES milhões)	Votos (% do total)
Países centrais	EUA	37.149	16,74
	Alemanha	13.008	5,87
	Japão	13.313	6,01
	Reino Unido	10.739	4,85
	Suíça	3.459	1,57
Países latino-americanos	Argentina	2.117	0,96
	Brasil	3.036	1,38
	Chile	856	0,4
	México	3.153	1,43
Países asiáticos	China	8.090	3,65
	Coréia do Sul	2.927	1,33
	Índia	4.158	1,88
	Malásia	1.487	0,68
Total		217.434	100

Fonte: FMI. Elaboração própria

Por fim, é importante destacar que o poder geopolítico guarda também relação com o poder militar dos distintos países. Embora os governos nacionais não detenham – como ocorre em âmbito nacional – o “monopólio da força” na esfera internacional, essa capacidade militar indubitavelmente interfere na correlação de forças entre os países. Os *rankings* relativos a esse poder militar nacional não são exatamente coincidentes, mas colocam quase sempre os Estados Unidos em primeiro lugar e a China em segundo. Levando em conta o tamanho do exército (homens, armas e veículos) e tecnologias dominadas (dentre outros critérios), uma consultoria especializada estabeleceu o *ranking* mostrado na tabela abaixo.

Tabela I.20
Poder militar

Posição	País
1°	EUA
2°	China
4°	Índia
5°	Reino Unido
7°	Alemanha
8°	Brasil
9°	Japão
12°	Coréia do Sul
19°	México
33°	Argentina

Fonte: *Global Fire Power*

Fica claro, portanto, que os Estados Unidos seguem sendo, inquestionavelmente, o país mais influente no cenário político internacional. As nações que compõem a Zona Euro – notadamente Alemanha e França – são também atores de peso nas decisões geopolíticas internacionais, mas há uma questão essencial que deve ser destacada: a Zona Euro não tem um governo central, o que reduz a força do euro. Ainda que o Banco Central Europeu seja o responsável único pela “governança” do euro, podem haver conflitos entre essa instituição e os governos nacionais dos países membros, fruto da ausência de uma coordenação centralizada. Não há um Tesouro europeu e não há um Estado europeu. Enquanto há, nos Estados Unidos, uma “pilotagem homogênea” do dólar, realizada de maneira coordenada pelo *Federal Reserve* (FED), o Tesouro estadunidense e outras instituições regulatórias, “o euro não emerge de um Estado, mas de uma construção federal inacabada; sua legitimidade política resulta de um tratado e não de um exercício de soberania nacional” (Cartapanis, 2009, p. 9).

O Japão e o Reino Unido possuem também, já há tempos, uma grande importância geopolítica. A Suíça, por razões históricas, goza de prestígio e privilégios nesse âmbito⁷⁸. A China, pela importância que adquiriu sua economia⁷⁹, tem hoje grande poder de voz,

⁷⁸ A Suíça adota tradicionalmente uma postura neutra nos conflitos geopolíticos internacionais, o que lhe conferiu historicamente um papel importante nesse âmbito.

⁷⁹ Como visto nas tabelas I.14 e I.15, a China tinha, em 2009, a terceira maior economia e corrente de comércio do mundo.

tanto nas relações bilaterais – inclusive com os Estados Unidos⁸⁰ –, como naquelas com instituições multilaterais. Os demais países periféricos têm aumentado sua importância nos debates e fóruns internacionais – sobretudo quando atuam de maneira coletiva –, mas seu poder geopolítico está ainda muito aquém daquele dos países centrais.

As iniciativas – ainda bastante incipientes – que procuram estabelecer linhas bilaterais de comércio ou de crédito denominados nas moedas periféricas corroboram a hipótese de que as relações de poder interferem na determinação das moedas com uso internacional, já que se restringem aos próprios países periféricos – ou seja, nenhum dos países com grande poder geopolítico aceita que lhe seja imposto o uso de moedas periféricas⁸¹.

1.4.iii) Voluntarismo político

Um aspecto negligenciado pela maioria dos autores, mas aventado por Bérthaud (2008) e Cohen (2000), diz respeito àquilo se optou por chamar nesta tese de “voluntarismo político”. Um país que reúna as condições acima discutidas para a internacionalização de sua moeda pode interferir no processo por meio de políticas públicas com essa finalidade. Diante da possibilidade de ver sua moeda sendo utilizada em âmbito internacional, as autoridades governamentais devem optar por uma das seguintes atitudes possíveis: esforçar-se para acelerar/amplificar o uso internacional de sua moeda; adotar uma postura neutra; ou intervir no sentido de evitar que sua moeda seja usada no cenário internacional.

Os países que detêm um poder geopolítico importante (e, sobretudo, o país hegemônico) podem de certa maneira impor o uso de suas moedas a outros países ou a instituições multilaterais. Ainda que essa imposição não seja explícita, como aquela que ocorre no interior dos espaços nacionais, os meios de persuasão são numerosos, assim como as medidas que podem ser adotadas para reforçar ou acelerar o processo. O caso do dólar é eloqüente, já que os Estados Unidos sempre adotaram uma posição de estímulo ao uso internacional de sua moeda. No início do século XX, uma “Comissão Monetária Nacional” foi criada em Washington para discutir, dentre outras questões, os meios de

⁸⁰ Uma evidência são os esforços contínuos – e fracassados – dos Estados Unidos para convencer as autoridades monetárias chinesas a permitirem a valorização do renminbi em relação ao dólar.

⁸¹ Um exemplo ilustrativo é a China que, na condição de “líder regional”, já consegue fazer uma parte de seu comércio com os países vizinhos em sua própria moeda nacional, mas não o faz com países centrais.

reforçar o papel internacional do dólar (Flandreau & Jobst, 2009). No pós-guerra, a expansão do uso do dólar foi resultante das grandes taxas de crescimento do comércio e dos investimentos estadunidenses no exterior, mas também das assistências financeiras feitas a diversos países⁸² e, sobretudo, da promulgação do Acordo de Bretton Woods, que posicionou formalmente o dólar no centro do SMI. Convém sempre lembrar que os Estados Unidos, durante as reuniões de preparação do acordo, se opuseram radicalmente à proposta de Keynes de criação de uma moeda supranacional (o *bancor*). Algumas décadas mais tarde, em 1979, diante da desconfiança internacional com relação ao valor da moeda estadunidense, Paul Volcker, o presidente do FED à época, colocou em prática a “política do dólar forte” que restabeleceu (e até reforçou) o papel do dólar como a moeda-chave do sistema. Como se vê, portanto, o governo estadunidense sempre agiu para estimular e manter o uso internacional do dólar. De acordo com Cartapanis (2009, p. 8), “há uma verdadeira diplomacia monetária nos Estados Unidos; o papel do dólar é muito claramente percebido como um elemento importante do poder geopolítico e da influência estratégica de Washington; sobretudo quando os interesses econômicos e políticos se juntam”.

O governo britânico, nos anos 1960, também adotou ações positivas (e deixou de adotar ações negativas) em prol da reemergência de Londres como centro financeiro internacional, contribuindo para reforçar o uso internacional da libra esterlina⁸³.

Na Zona Euro, em contrapartida, a posição oficial das autoridades monetárias é de neutralidade com relação à internacionalização do euro. De acordo com o BCE, o uso internacional das moedas é um processo que deve ser puxado pela demanda, ou seja, determinado essencialmente pela iniciativa dos mercados, sem ser nem encorajado, nem desencorajado pelos atores públicos⁸⁴ (Aubin *et al.*, 2006; Pouvelle, 2006; Cartapanis, 2009). Postura similar adotou historicamente o governo japonês, ao não incentivar o uso internacional de sua moeda, temendo os efeitos negativos de um grau excessivo de

⁸² “*In many countries, these activities of the US state left a considerable economic footprint that served to cultivate wider transactional networks for the dollar*” (Helleiner, 2008, p. 362). Cartapanis (2009) indica que a presença militar estadunidense em diversos países do mundo é também uma das fontes de estímulo ao uso internacional do dólar.

⁸³ Para maiores detalhes, ver Strange (1986) e Helleiner (1994).

⁸⁴ Ao menos essa é a retórica oficial.

internacionalização do yen⁸⁵ (Cohen, 1998); no entanto, as autoridades monetárias japonesas tampouco se esforçaram para criar óbices a esse processo.

A China, no outro extremo, possui uma política de restrições à abertura de sua conta financeira e de rigor no controle cambial que impede que sua moeda adquira um uso relevante no cenário internacional. Ainda que a China tenha uma grande economia, um importante comércio internacional e um papel político cada vez mais central no mundo, como se notou nas duas sub-seções precedentes, o renminbi é inconvertível e isso é uma escolha política. Qualquer prognóstico futuro é baseado apenas em suposições, mas parece provável que, reduzidas essas barreiras auto-impostas pelas autoridades chinesas, o renminbi tenderá a ser usado em âmbito internacional de forma mais expressiva, em função do peso econômico e político que o país adquiriu no cenário mundial⁸⁶. Já há indícios, inclusive, de que o governo chinês tem planos para o médio prazo que apontam nessa direção (Carneiro, 2010; Stevens, 2009). Será mais um evento que poderá corroborar – ou desmontar – a hipótese aqui levantada de que o voluntarismo político é um aspecto-chave na determinação do uso internacional das moedas, como mostrado pelas experiências históricas.

É importante notar, no entanto, que os efeitos desse voluntarismo político estão condicionados – evidentemente – pelo poder geopolítico de cada país. Alguns desses países podem agir no sentido de contribuir para que sua moeda seja usada em âmbito mundial; outros, porém, só conseguem exercer esse tipo de influência em âmbito regional; por fim, há aqueles que nem nessa esfera conseguem estimular o uso de sua moeda, de forma que qualquer tipo de voluntarismo político nesse sentido torna-se vão.

1.4.iv) Instituições fortes e/ou favoráveis

Diversos autores ressaltam a questão da institucionalidade adequada à internacionalização das moedas (e.g. Krugman, 1991; Bourguinat, 1999; Cohen, 1998; Herr, 2006; Tavlas, 1998). Nota-se, porém, que por trás desse conceito há duas abordagens

⁸⁵ E.g. necessidade de abertura financeira e menor controle das autoridades monetárias nacionais sobre a circulação da moeda nacional.

⁸⁶ É evidente que a política macroeconômica chinesa não é praticada com um olhar exclusivo sobre a questão da internacionalização das moedas. As prioridades são outras e essas ditas “barreiras” são um subproduto das políticas vigentes.

distintas. A primeira delas, mais ampla, diz respeito à defesa que se dissemina entre as instituições multilaterais sobre a construção de “instituições fortes” ou “sólidas”. A segunda refere-se à definição de características institucionais específicas ao favorecimento do processo em questão, ou seja, que colaboram para que uma certa moeda passe a ser utilizada em âmbito internacional. Serão analisadas aqui as duas abordagens.

No que se refere à solidez do aparato institucional num sentido mais amplo (primeira abordagem), o argumento utilizado é o de que ela garantiria a confiabilidade necessária, por parte dos agentes internacionais, que promoveria a aceitação, em âmbito internacional, da moeda emitida pelo país em questão. Mas o que seriam essas “instituições sólidas”? O Banco Mundial (2002) define como instituições: as regras, os mecanismos que fazem cumprir estas regras e as organizações mediante as quais elas se realizam. Neste sentido, as instituições seriam um meio de apoiar a realização de transações de mercado⁸⁷. Dessa forma, as instituições ajudam na transmissão de informações; no reconhecimento e respeito aos direitos de propriedade e aos contratos; e na organização da livre concorrência⁸⁸. Diz-se, então, que as instituições favorecem as transações de mercado, quando atuam em, ao menos, uma destas finalidades⁸⁹.

Com o intuito de pautar a política pública da totalidade dos países do globo, o Banco Mundial (BM) sugere seis indicadores de “boa governança”, que tentam de alguma forma mensurar aspectos que deveriam ser perseguidos pelos governos nacionais para a construção dessa tão propalada solidez institucional. Os indicadores, apresentados por Kaufmann *et al.* (2010), referem-se a seis dimensões distintas de governança e são assim descritos: (i) *Voice and accountability*: grau em que os cidadãos de um país participam da escolha de seus governantes; (ii) *Political stability and absence of violence*: percepção do risco de que o governo seja deposto ou desestabilizado por meios violentos ou inconstitucionais; (iii) *Government effectiveness*: qualidade dos serviços públicos e civis; independência desses últimos em relação a pressões políticas; qualidade de formulação e implementação de políticas públicas; e credibilidade em relação ao compromisso do governo com tais políticas; (iv) *Regulatory quality*: capacidade do governo de formular e

⁸⁷ Essa definição de instituições está baseada em North (1990).

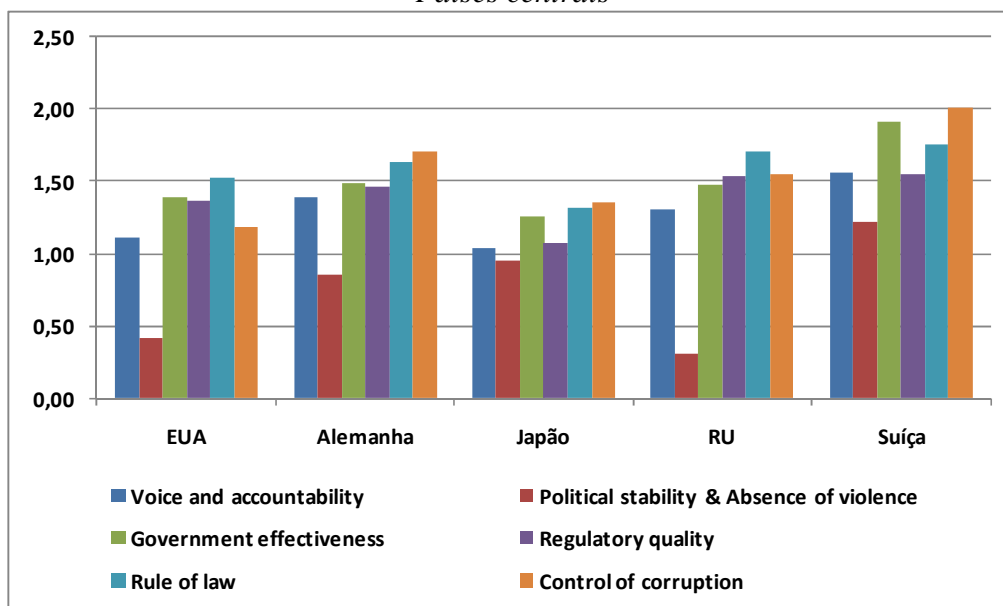
⁸⁸ No sentido de reduzir os custos de transação, segundo a conceituação de Coase (1937) e de permitir a organização econômica, conforme Williamson (1981).

⁸⁹ Para maiores detalhes, ver Alonso *et al.* (2007).

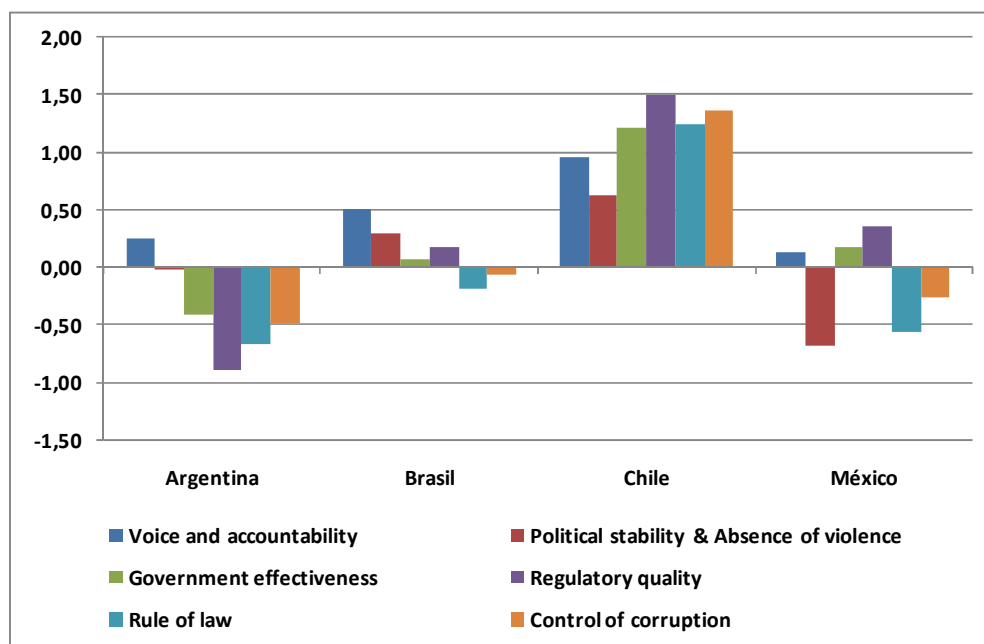
implementar políticas e regulações que promovam o desenvolvimento do setor privado; (v) *Rule of law*: grau de confiança dos agentes em relação às regras da sociedade e, em particular, em relação aos contratos, à polícia e ao sistema jurídico; (iv) *Control of corruption*: grau em que o poder público é exercido com vistas ao ganho privado, incluindo pequenas e grandes formas de corrupção, bem como a captura do estado pelas elites e interesses privados.

O BM realiza pesquisas de forma a obter uma avaliação dos seis indicadores supracitados para os mais diversos países, com o intuito de orientá-los a respeito das dimensões de governança sobre as quais devem agir com mais atenção. O primeiro dos indicadores (*voice and accountability*) não pode ser considerado como importante na determinação do uso internacional da moeda nacional, mas os outros todos seriam relevantes, dentro da lógica que aqui se avalia, de gerar confiança aos olhos dos agentes internacionais. É interessante, então, analisar os dados para o ano de 2009, apresentados nos gráficos I.3.

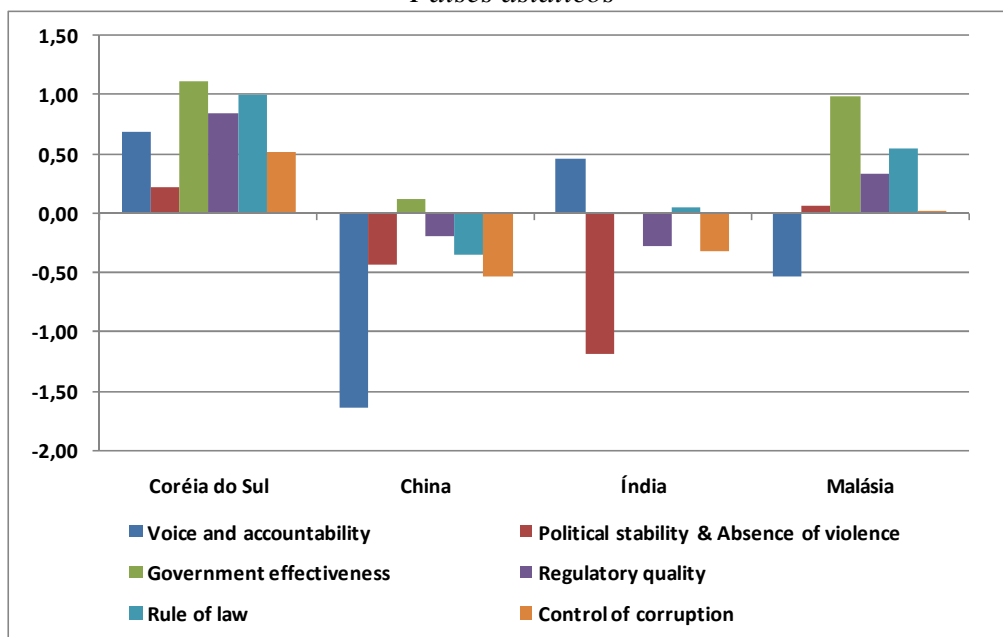
Gráfico I.3
Indicadores de “boa governança”
 2009
Países centrais



Países latino-americanos



Países asiáticos



Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do Banco Mundial

Obs: de acordo com o Banco Mundial, os indicadores são fruto da compilação estatística de respostas dadas por cidadãos, empresas e *experts* e variam entre -2,5 e 2,5, sendo os maiores valores correspondentes aos melhores resultados⁹⁰.

⁹⁰ Para maiores detalhes, ver Kauffman *et al.* (2010). Os dados e artigos relacionados estão disponíveis em www.govindicators.org.

Numa primeira análise, parece fazer sentido a defesa de que boa governança e solidez institucional promovem o uso internacional da moeda, já que os países centrais possuem indicadores melhor avaliados que os periféricos. O ponto a ser destacado, no entanto – conforme argumenta Eichengreen *et al.* (2005) – é que não há necessariamente uma relação de causalidade entre as constatações⁹¹. Os países centrais possuem instituições mais fortes e têm maior capacidade de emitir dívida externa em sua própria moeda, mas uma coisa não necessariamente gera a outra. Isso fica indicado pela análise dos países periféricos, que revela que o Chile possui indicadores semelhantes aos países centrais, enquanto a China é um dos destaques negativos da amostra. Apesar disso, é inquestionável que se algum dos dois países possui possibilidades concretas de, no médio prazo, ter sua moeda usada em âmbito internacional de forma expressiva, esse país é a China, em função do tamanho de sua economia (tabelas I.14 e I.15) e do seu poder geopolítico (tabelas I.18 a I.20), discutidos acima.

As recomendações do BM e dos autores que adotam linha de argumentação correlata vão sempre no sentido de que seja criada a institucionalidade necessária para permitir uma operação eficiente dos mercados. Caminha-se, então, em direção à segunda abordagem mencionada acima, que converge com a primeira no que diz respeito ao arcabouço teórico, mas, ao invés de tratar das instituições em sentido amplo, como se fez até agora, restringe seu foco a aspectos mais diretamente relacionados à questão do uso e intercâmbio de moedas.

Esses autores (e.g. Lago *et al.* 2009; Bertuch-Samuels & Ramlogan, 2007; Tavlas, 1998) defendem que, para que uma moeda seja usada em âmbito internacional, os mercados financeiro e cambial locais devem ser abertos e liberalizados, permitindo que a moeda nacional participe da concorrência internacional. De acordo com De Grauwe (1999, p. 33), “para que uma moeda nacional possa ser aceita como meio de pagamento em âmbito internacional, o controle sobre sua compra ou sobre sua venda deve ser reduzido ao mínimo”. Ora, a concorrência entre moedas que possuem *status* diferenciados na cena internacional não conduzirá aquelas de reputação mais baixa a um patamar superior, mas, pelo contrário, evidenciará e reforçará a distinção entre os diferentes grupos de moedas. É

⁹¹ Vale lembrar, novamente, que os estudos de Eichengreen *et al.* (2005) dizem respeito apenas ao *original sin*, ou seja, à capacidade de emissão de dívida externa em moeda nacional. O raciocínio, porém, continua válido no que concerne ao exercício internacional das demais funções da moeda.

inegável que para ser usada em âmbito internacional, uma moeda precisa ser autorizada a circular nessa esfera, o que exige de fato um grau razoável de abertura da conta financeira e uma certa permissividade do ponto de vista das transações cambiais⁹². O ponto que se quer destacar, porém, é que a simples abertura financeira e liberalização dos mercados cambiais⁹³ não é, por si só, indutora da internacionalização de uma moeda e, pelo contrário, pode inclusive ser responsável pela fragilização de seu uso em âmbito doméstico, dada a competição desigual com as moedas centrais (Belluzzo & Carneiro, 2003).

Sugere-se, então, que o arcabouço institucional sólido, defendido pela primeira abordagem discutida e relativo a estabilidade política, qualidade regulatória, confiança nas regras e etc. não parece guardar relação direta com a determinação do uso internacional de uma moeda. Já a segunda abordagem – que pode, de certa forma, ser derivada da primeira, mas que concentra sua atenção sobre aspectos mais específicos –, é correta quando destaca a necessidade de mercados financeiros e cambiais minimamente abertos e permissivos para que uma moeda seja usada em âmbito internacional. É preciso ter em conta, entretanto, que essa é uma condição necessária, mas não suficiente para a internacionalização de uma moeda⁹⁴. Trata-se, portanto, de um aspecto que pode ser colocado num segundo plano hierárquico, já que as condições discutidas acima, sobre o tamanho da economia e o poder geopolítico dos diferentes países, são muito mais importantes na determinação de quais moedas serão usadas em âmbito internacional⁹⁵.

1.4.v) Política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos

Por fim, alguns autores (e.g. Herr, 2006; Lago *et al.* 2009) sugerem que as moedas usadas em âmbito internacional são aquelas emitidas em países que contam com uma política econômica “responsável”, ou seja, com estabilidade macroeconômica, disciplina fiscal, política monetária transparente e crível, equilíbrio no balanço de pagamentos, etc. A

⁹² As restrições de ordem financeira e cambial talvez sejam a principal razão pela qual a moeda chinesa ainda não é usada de maneira expressiva em âmbito internacional.

⁹³ “Liberalização cambial” diz respeito à redução de restrições ou à eliminação de normas que regulam o mercado cambial.

⁹⁴ Cartapanis (2009) destaca que a profundidade e a eficiência dos mercados financeiros são importantes, mas não suficientes para a internacionalização de uma moeda.

⁹⁵ Referindo-se ao *original sin*, Eichengreen *et al.* (2005, p. 254) afirma que “[s]trong policies and institutions at the national level are clearly necessary to scape the problem. But they may not be sufficient over the horizon relevant for practical policy decisions.”

lógica subjacente é a mesma do argumento que defende a necessidade de “instituições fortes”, a saber, que os agentes escolhem as moedas de acordo com o grau de confiança que depositam na economia emissora.

A experiência, no entanto, não corrobora a hipótese. Como se sabe, os países periféricos são impelidos à prática dessas ditas políticas responsáveis, com o intuito de demonstrar confiabilidade aos mercados. Os países centrais, no entanto, não se submetem a essas recomendações e apresentam resultados macroeconômicos que seriam considerados perigosos nos países periféricos. Os dados sobre isso poderiam ser mostrados à exaustão, tendo sido selecionados aqui apenas alguns indicadores ilustrativos. São apresentados na tabela I.21 a taxa de inflação ao consumidor, a relação dívida pública/PIB e o saldo dos balanços de transações corrente e de pagamentos (como porcentagem do PIB).

Tabela I.21
Indicadores macroeconômicos selecionados
Média dos últimos dez anos (2000 a 2009)

		Taxa de inflação ao consumidor	Dívida pública bruta¹	Saldo do balanço de transações correntes	Saldo do balanço de pagamentos
		(%)	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)
Países centrais	Alemanha	1,6	64,9	3,8	-0,05
	EUA	2,6	62,8	-4,7	0,03
	Japão	-0,3	178,3	3,3	1,44
	Suíça	1,0	49,0	10,4	0,75
	Reino Unido	1,8	44,4	-2,1	0,03
Países latino-americanos	Argentina	8,4	87,9	2,3	-1,88
	Brasil	6,9	69,7	-0,7	1,56
	Chile	3,5	9,6	0,9	0,48
	México	5,2	42,7	-1,3	3,16
Países asiáticos	China	1,8	18,0	5,5	8,22
	Coréia do Sul	3,1	24,5	1,8	2,68
	Índia	5,5	76,6	-0,6	3,18
	Malásia	2,2	43,9	13,0	8,22

Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do WEO/FMI e do IFS/FMI.

¹ Os dados sobre dívida pública líquida não estão disponíveis para todos os países da tabela, mas para aqueles apresentados o padrão é bastante semelhante ao verificado na dívida pública bruta.

A tabela deixa clara a inexistência de qualquer relação entre esses indicadores macroeconômicos e a capacidade das moedas nacionais de exercerem suas funções clássicas em âmbito internacional. O único dos indicadores em que se nota uma diferença desfavorável aos países latino-americanos é a taxa de inflação; os valores verificados, no entanto, embora superiores aos dos países centrais, não configuram nenhuma grave ameaça à estabilidade macroeconômica⁹⁶. Nos demais indicadores, no entanto, verifica-se em muitos casos a situação contrária, já que os valores encontrados para os países periféricos são muitas vezes “melhores” do que aqueles referentes aos países centrais. À exceção da Suíça, todos os países centrais elencados apresentam uma elevada relação dívida pública/PIB; o caso extremo é o do Japão, onde esse índice é de 178,3%. O saldo do balanço de transações correntes não apresenta qualquer padrão, apresentando altos valores positivos em alguns países centrais (e.g. Alemanha) e altos valores negativos em outros (e.g. EUA). Não se pode afirmar, portanto – como faz Herr (2006) –, que a capacidade de uma moeda de exercer suas funções em âmbito internacional está vinculada à obtenção de superávits em conta corrente. Tampouco o balanço de pagamentos revela resultados melhores para os países centrais e, pelo contrário, são os países asiáticos aqueles que apresentam os maiores saldos.

Com relação às taxas de inflação, uma ressalva deve ser feita. Se uma determinada moeda é usada em âmbito internacional como reserva de valor e os preços nessa moeda passam a aumentar expressiva e continuamente, o desempenho dessa função reserva de valor, no longo prazo, será prejudicado e a moeda será progressivamente menos demandada em âmbito internacional⁹⁷. O contrário, porém, não é verdadeiro e a percepção de baixas taxas de inflação em um país, mesmo que por longos períodos, não estará, por si só, estimulando o uso internacional de sua moeda.

Corroborando a análise aqui realizada, Bordo *et al.* (2005) e Eichengreen *et al.* (2005) mostram, mediante análises empíricas e testes econométricos, que responsabilidade fiscal e credibilidade monetária não parecem ter relação com a capacidade de um país de

⁹⁶ O nível máximo que deve ser tolerado para a taxa de inflação não é objeto de consenso entre os analistas, mas o importante a constatar é que as taxas de inflação de dois dígitos, frequentes entre os países periféricos até a década de 1990, não são mais verificadas.

⁹⁷ Carneiro (2010) destaca a estabilidade monetária como um dos elementos centrais para que uma moeda exerça o papel de moeda-chave do SMI.

emitir dívida externa em sua própria moeda. De acordo com Eichengreen *et al.* (2005, p. 240):

“Indeed, one can point to any number of emerging markets that have successfully maintained low inflation, avoided large budget déficits, and followed international guidelines for the efficient design of their monetary and fiscal institutions – Chile is a case in point for Latin America, while Korea is a good example for Asia – but are nonetheless chronically unable to borrow abroad in their own currencies”.

No que diz respeito à questão fiscal, dizem os autores, os dados mostram um sentido de causalidade contrário, já que nos países periféricos o setor público tem menor capacidade de se endividar, e isso pode ser explicado, em grande parte, pelo *original sin*. Ou seja, o não exercício das funções da moeda em âmbito internacional é elemento-chave na compreensão do desempenho macroeconômico de um país, e não o contrário⁹⁸.

I.4.iv) Considerações finais sobre os determinantes do uso internacional das moedas

Para além dos cinco aspectos discutidos acima, há ainda uma questão essencial a ser destacada, não com relação à determinação do uso internacional de uma moeda, mas com relação a sua manutenção. Trata-se da existência de um forte componente de inércia e de histerese⁹⁹, que faz com que a situação do SMI se mantenha durante longo tempo, ainda que os determinantes tenham se alterado (Miotti *et al.* 2008, Pouvelle, 2006). A hegemonia do dólar, por exemplo, só foi estabelecida de forma efetiva no pós-guerra, décadas após a consolidação dos Estados Unidos como a principal potência do planeta. De acordo com Aglietta & Landry (2007), “foram necessárias duas guerras mundiais e os sobressaltos da grande depressão que resultou no repúdio ao padrão-ouro para que a libra esterlina fosse destronada pelo dólar”.

Essa inércia é fruto de um *path dependence* ligado às externalidades, economia de escala e efeitos de rede promovidos pelo uso das moedas que já têm uma circulação

⁹⁸ Esse ponto é crucial para as hipóteses trabalhadas neste trabalho e será retomado em profundidade no capítulo III da tese.

⁹⁹ Fenômeno relativo à manutenção dos efeitos após o desaparecimento das causas.

internacional, e também às convenções que se estabelecem e levam tempo para mudar. Nessa linha, Bénassy-Quéré & Deusy-Fournier (1994, p. 114) propõe que:

“Os fatores históricos e políticos, assim como as ‘qualidades’ monetárias não são suficientes para explicar o grau de internacionalização das moedas. O *status* de moeda internacional é submetido a economias de escala, externalidades positivas e efeitos de rede que não apenas podem exacerbar a vantagem (eventualmente transitória) de uma certa moeda no que concerne aos critérios acima definidos, mas podem perenizar uma dada situação”.

Salvo no caso improvável de uma complexa concertação internacional para a transformação integral do *status quo*, é evidente, portanto, que os atores ou países que queiram utilizar moedas alternativas em âmbito internacional sofrerão a perda dos efeitos de rede e de escala (apresentados na seção I.3), reduzindo o estímulo às transformações e contribuindo à inércia e à histerese verificadas¹⁰⁰.

Sintetizando a análise realizada ao longo da seção, constata-se, portanto, que os aspectos essenciais na determinação do uso internacional de uma moeda são:

- i) *tamanho da economia nacional e integração com a economia mundial*: economias grandes e com alto grau de integração comercial e financeira com os demais países do globo tem – em geral – sua moeda utilizada em âmbito internacional, em função do volume dos fluxos de recursos que recebem e enviam a outros países e – talvez até como elemento mais importante – do volume do estoque de ativos que detêm interna e externamente e que acaba estimulando a formação de estoques nessa mesma moeda por parte dos agentes estrangeiros;
- ii) *poder geopolítico*: capacidade dos países, em meio à correlação de forças em âmbito internacional, de impor suas preferências sobre as preferências dos demais, ou seja, de impor – ainda que de maneira implícita – o uso de sua moeda na esfera internacional;

¹⁰⁰ Descrevendo o que chama de “*switching cost*”, Tavlas (1998) afirma que para alavancar o uso internacional de uma moeda é preciso inicialmente convencer os outros atores a fazerem o mesmo.

- iii) *voluntarismo político*: uso do poder geopolítico para incentivar o uso internacional de sua moeda; vale lembrar, porém, que o voluntarismo político isolado não é condição suficiente para a internacionalização das moedas, já que está submetido às condições geopolíticas vigentes.

Com relação ao quarto item discutido nesta seção, a busca pela construção de um aparato institucional forte e adequado surge como um elemento não desprezível, mas secundário e até mesmo ambíguo na capacidade que tem de fortalecer o uso de uma moeda, já que a abertura financeira e a liberalização cambial podem, por vezes, reduzir o uso da moeda nacional, mesmo em âmbito doméstico. No que diz respeito ao quinto item, ou seja, à prática de políticas econômicas “responsáveis” e à obtenção de bons resultados macroeconômicos, sugere-se que o sentido da causalidade é inverso, estando eles submetidos à capacidade ou incapacidade de uma moeda de exercer internacionalmente suas funções clássicas e não o contrário¹⁰¹.

Nota-se, assim, que os pontos que realmente importam são aqueles ligados ao que se chamou no início da seção de “lado da oferta”, ou seja, os fatores que interferem ativamente nas condições de oferta da moeda. Do outro lado, encontram-se os fatores aqui chamados “de demanda”, que influem de maneira passiva nas condições da concorrência internacional entre as moedas, segundo a lógica de mercado de tornar a moeda em questão atrativa aos agentes internacionais; esses agentes, valendo-se de suas preferências subjetivas, decidiriam utilizar a dita moeda. Esses aspectos de mercado não são irrelevantes, mas estão num segundo plano. Os países devem sim buscar instituições fortes e políticas econômicas “responsáveis”, mas devem fazê-lo sabendo que não será isso que mudará o *status* internacional de sua moeda. Percebendo essas instituições sólidas e políticas responsáveis, os agentes internacionais de fato tenderão a aumentar a demanda por essas moedas periféricas; o ponto central, porém, é que essas moedas continuarão sendo demandadas enquanto ativos financeiros e não enquanto moedas, de forma que seguirão

¹⁰¹ Pode-se estabelecer um círculo vicioso entre essas variáveis, já que o não-uso internacional de uma moeda afeta negativamente o desempenho macroeconômico de um país, podendo reforçar a incapacidade dessa moeda de exercer suas funções em âmbito internacional. De qualquer forma, o ponto que se quer ressaltar é que um “bom” desempenho macroeconômico não determina o uso internacional de uma moeda e, inversamente, um desempenho macroeconômico “ruim” não necessariamente implica o abandono do uso de uma moeda nessa esfera internacional.

incapazes de exercer suas funções clássicas em âmbito internacional. E esse aumento da procura pela moeda enquanto ativo financeiro pode até ser prejudicial à economia local, já que amplia o caráter especulativo dos fluxos de capital que se direcionam a esses países – como se proporá no capítulo III.

I.5 Considerações finais

O presente capítulo analisou a atual configuração do SMI, com o intuito principal de perceber e explicar seu caráter hierárquico. Como se viu, as distintas moedas nacionais apresentam *status* diferenciados no cenário internacional, já que algumas são capazes de exercer as funções clássicas da moeda, enquanto outras – a maioria – não o são. Propõe-se, então¹⁰², que esse seja o critério para a divisão das moedas em dois grupos: o das moedas centrais, utilizadas em âmbito internacional; e o das moedas periféricas, que não são utilizadas no exterior das fronteiras nacionais de seu país de emissão.

No SMI atual, o dólar estadunidense é a moeda-chave, sendo a moeda mais usada em âmbito internacional em praticamente todas as funções da moeda – como visto na seção I.3. Num segundo plano, encontra-se o euro, moeda também muito utilizada, sobretudo no que diz respeito a algumas das funções da moeda (em especial, reserva privada de valor). A seguir, colocam-se as demais moedas centrais, também usadas no cenário internacional, mas de forma menos expressiva; destacam-se entre elas o yen, a libra esterlina, o franco suíço e, num plano inferior, o dólar canadense e o dólar australiano. Por fim, nota-se um imenso grupo de moedas que desempenham suas funções em âmbito nacional, mas não na cena internacional. Os exemplos estudados no capítulo foram o peso argentino, o real brasileiro, o peso chileno, o peso mexicano, o renmimbi chinês, o won sul-coreano, a rúpia indiana e o ringgit malaio.

É importante que se destaque que a configuração que acaba de ser delineada descreve uma fotografia do SMI atual, mas que de fato as características e a hierarquia desse sistema não são estáticas. É bem verdade que as transformações desse contexto são de longo prazo, sobretudo em função das já aventadas inércia e *path dependence* que caracterizam o posicionamento das moedas no SMI – principalmente em função das convenções que se estabelecem e levam tempo para mudar. Numa perspectiva de longo

¹⁰² De acordo com Carneiro (2002) e Prates (2002).

prazo, a tendência é que o papel das moedas no SMI vá se transformando, em função de evoluções nos determinantes do uso internacional das moedas – estudados na seção I.4 deste capítulo¹⁰³. Cabe lembrar, no entanto, que tais transformações são fruto de alterações no contexto geopolítico e geoeconômico mundiais, não sendo jamais derivadas de uma mera decisão nacional¹⁰⁴.

Concluída a análise sobre a hierarquia do atual SMI e seus determinantes, resta estudar suas implicações sobre a economia dos distintos países. Tratando dos países sujeitos ao *original sin*, Eichengreen *et al.* (2005a, p. 37) sugere que:

“[I]nterest rates are more volatile and procyclical in such countries, and more volatile interest rates and fragile financial positions imply correspondingly greater macroeconomic volatility. Output fluctuations are wider in countries with original sin. Capital flows are more volatile and prone to reversal”

Prates (2002), Carneiro (2009) e Cohen (2005) – dentre outros autores – levantam igualmente a hipótese de que essa assimetria monetária tem importantes implicações sobre a dinâmica das taxas de câmbio e de juros de cada país. Será realizada, então, no capítulo II desta tese, uma ampla análise empírica sobre o comportamento das taxas de câmbio e juros nos diferentes grupos de países estudados, com o intuito de avaliar a hipótese supramencionada.

¹⁰³ Algumas análises indicam, inclusive, que o surgimento do euro, a crise financeira nos Estados Unidos e o aumento da importância econômica dos ditos “países emergentes” apontam para uma reconfiguração do SMI, com o possível fim da hegemonia do dólar e – eventualmente – o surgimento de pólos monetários regionais. Essas hipóteses são bastante controversas e uma avaliação profunda do tema foge ao escopo deste trabalho, embora algumas observações a respeito sejam feitas nas considerações finais desta tese. Para diferentes análises sobre o assunto, ver: Carneiro (2010), Ocampo (2009), Stiglitz (2009), Cohen (2009) e Eichengreen (2009).

¹⁰⁴ Embora as decisões nacionais possam, como visto, acelerar ou frear certos processos. O ponto relevante, porém é que o alcance dessas ações nacionais é sempre condicionado pelo contexto internacional.

Capítulo II

A dinâmica das taxas de câmbio e juros nos países centrais e periféricos

II.1 Introdução

A taxa de câmbio é o preço utilizado para a conversão entre as distintas moedas existentes no mundo. No interior de um espaço nacional, as transações econômicas são facilitadas pela existência de uma moeda única, o que não ocorre nas operações internacionais. A taxa de câmbio permite, justamente, o cálculo de valores equivalentes em diferentes moedas, viabilizando a conexão entre as economias nacionais e o mercado mundial.

É importante destacar que a taxa de câmbio apresenta uma dupla natureza, conforme ressaltado por Aglietta (1986). De um lado, estabelece a relação entre unidades de conta nacionais e estrangeiras, com impacto direto sobre os fluxos comerciais. De outro lado, é um elemento de formação dos preços dos ativos financeiros, sendo determinante nas atividades e decisões concernentes a esses mercados.

A primeira natureza destacada acima diz respeito à taxa de câmbio real, ou seja, descontada do efeito do diferencial de inflação entre os países. Estabelece, assim, os preços relativos entre a produção doméstica e aquela realizada no exterior, sendo um elemento fundamental para a determinação da competitividade externa dos países. Interferindo de maneira crucial nas exportações e importações de um dado país, a taxa de câmbio é central, portanto, na definição de suas perspectivas de crescimento econômico e de geração de emprego e renda¹⁰⁵.

Ademais, essa taxa estabelece os preços relativos entre os bens “não comercializáveis” e os “comercializáveis”, a saber, o grupo de bens passíveis de serem importados ou exportados. Tem, destarte, grande importância também na alocação interna de recursos entre os diversos setores de uma economia nacional.

Por fim, a taxa de câmbio é central na determinação dos níveis de inflação dos países, já que tem influência sobre o preço dos bens comercializáveis (sobretudo as commodities), dos não-comercializáveis que possuem componentes importados em sua cadeia produtiva e eventualmente até mesmo sobre alguns dos preços administrados, como se verá adiante. Influindo nos níveis de inflação, influi também na determinação dos

¹⁰⁵ Frenkel & Taylor (2006) critica a negligência das autoridades monetárias que ignoram, subestimam ou simplesmente não valorizam esse papel fundamental da taxa de câmbio real na determinação do crescimento econômico dos países.

salários reais e juros reais, o que representa um canal adicional de transmissão das oscilações cambiais às variáveis que determinam o crescimento econômico de um país.

A segunda natureza destacada por Aglietta (1986) diz respeito à importância da taxa de câmbio na formação dos preços dos ativos financeiros. Em um contexto de globalização financeira¹⁰⁶, grande parte dos agentes possui em seus portfólios ativos estrangeiros ou denominados em moeda estrangeira, de forma que a taxa de câmbio é um elemento-chave na determinação dos fluxos financeiros e na avaliação e composição dos estoques financeiros dos diversos países.

A taxa de câmbio é capaz de alterar, portanto, os fluxos de recursos que se direcionam de um país a outro ou de um setor da economia a outro e, da mesma forma, o valor dos estoques de riqueza dos diversos agentes globais, contabilizados nas inúmeras moedas existentes no mundo. Esse caráter ambivalente da taxa de câmbio cria imensas dificuldades para sua gestão, ao mesmo tempo em que amplia sua centralidade no desempenho econômico dos países. Por tudo isso, a taxa de câmbio é considerada um dos três preços básicos da economia, ao lado da taxa de juros e do salário.

Esses poucos pontos acima levantados já são elucidativos a respeito da importância da taxa de câmbio para uma economia. Contudo, faz-se necessário perceber que essa importância da taxa de câmbio – que já é expressiva para as economias centrais – é ainda maior nos países periféricos, onde as consequências dos movimentos cambiais costumam ser maiores.

Em primeiro lugar, pois o comércio exterior desses países periféricos é quase que exclusivamente denominado em moedas estrangeiras (principalmente, em dólar), tanto porque a pauta de comércio de alguns desses países é bastante dependente de *commodities* – cotadas no mercado internacional, portanto em dólar –, como porque suas moedas não têm aceitação internacional. Como visto no capítulo I, até mesmo o comércio *intra* países periféricos é usualmente realizado numa moeda veicular, alheia aos países que

¹⁰⁶ O termo “globalização financeira” refere-se, basicamente, a dois processos: no âmbito interno, a liberalização financeira, que promove a abolição dos limites entre os diversos segmentos dos mercados financeiros e estimula um processo de interpenetração desses com os mercados monetários; do ponto de vista externo, a integração desses mercados monetários e financeiros domésticos aos mercados globalizados, como fruto da crescente mobilidade de capitais (Chesnais, 1999; Carneiro, 1999; Prates, 2002).

intercambiam¹⁰⁷. Com isso, as variações cambiais têm impacto imediato (e simétrico) sobre os setores exportadores e importadores desse grupo de países. É bem verdade que nos países centrais as *commodities* também são cotadas em dólar, mas elas costumam ter uma participação mais reduzida no total de suas exportações. Além disso, a especificidade dos países periféricos reside no fato de que mesmo os bens cujos preços não são determinados no mercado internacional – bens industriais, por exemplo –, são cotados numa moeda estrangeira. Vale destacar também que a pauta exportadora desses países é, em geral dependente de bens com uma elasticidade-preço da demanda bastante elevada (dentre outras coisas, em função de serem setores com elevada concorrência internacional). Dessa forma, mesmo que possam elevar os preços, no caso de uma queda na taxa de câmbio¹⁰⁸, esses exportadores enfrentarão uma redução na demanda por seus produtos. A competitividade externa de qualquer país está ligada a suas taxas de câmbio; o que ocorre nos países periféricos, no entanto, é que a competição via preços relativos é mais intensa, já que os bens exportados são geralmente menos intensivos em tecnologia e enfrentam uma maior concorrência internacional (Palma, 2004)¹⁰⁹.

Como enunciado acima, o efeito das variações cambiais sobre os preços não se restringe aos bens importados, mas se verifica também sobre as *commodities* – ainda que produzidas e vendidas internamente, já que seu preço é determinado no exterior – e finalmente sobre bens produzidos internamente, mas que possuem componentes importados em sua cadeia produtiva. Nos países com histórico de inflação elevada (sobretudo, os latino-americanos), há ainda uma especificidade, já que até mesmo alguns preços administrados pelo setor público podem ser indiretamente corrigidos pelas variações cambiais¹¹⁰. Somando-se a isso o fato de que nos países periféricos a dependência de

¹⁰⁷ Como antecipado no capítulo I, existem iniciativas de países periféricos para a realização de comércio externo em suas próprias moedas (ou ao menos nelas denominadas), mas trata-se de algo ainda incipiente e proporcionalmente pouco relevante. Brasil e Argentina, por exemplo, firmaram em 2008 um acordo que estimula o comércio bilateral denominado em suas próprias moedas. Para maiores detalhes, ver Biancarelli (2010).

¹⁰⁸ Taxa de câmbio medida como unidades de moeda nacional por dólar. Assim, uma queda da taxa de câmbio significa a apreciação da moeda nacional, enquanto uma elevação significa a depreciação da moeda nacional. Esse padrão é usado em toda a tese, a não ser quando explicitamente indicado um padrão diferente.

¹⁰⁹ Para o caso brasileiro, ver Kupfer (2010).

¹¹⁰ No caso brasileiro, o Índice Geral de Preços (IGP), utilizado para a correção de diversas tarifas públicas, é calculado de acordo com a seguinte ponderação: 10% Índice Nacional de Preços da Construção Civil (INCC); 30% Índice de Preços ao Consumidor (INC); 60% Índice de Preços de Atacado (IPA). Dado que o IPA é largamente influenciado pelas variações cambiais, o IGP acaba por sê-lo também.

importações tende a ser grande, já que a estrutura industrial não é em geral muito desenvolvida ou diversificada; e que a composição da cesta de consumo é bastante concentrada em bens básicos e commodities, cujos preços são determinados no mercado internacional, percebe-se que uma boa parte dos bens vendidos internamente tem seu preço ligado de alguma maneira às taxas de câmbio. Tudo isso faz com que o *pass-through* da variação cambial aos preços internos seja bastante elevado nesses países periféricos, criando uma relação quase inequívoca entre aumento da taxa de câmbio e aumento da inflação (Pereira & Ferreira, 2003; Farhi, 2007).

Outro ponto crucial para a compreensão da relevância da taxa de câmbio nos países periféricos provém da constatação de que a estrutura patrimonial dos agentes está muitas vezes denominada numa moeda estrangeira. Do lado dos passivos, em função do fenômeno denominado por Eichengreen *et al.* (2003) de *original sin* (pecado original) a saber, a incapacidade de emissão de dívida externa denominada em moeda nacional. Do lado dos ativos, devido ao desempenho imperfeito da função reserva de valor por parte da moeda nacional, que faz com que moedas estrangeiras sejam usadas como referência, como visto no capítulo I. Não apenas os agentes privados, mas também o setor público desses países está sujeito a esse tipo de problema. Pelos passivos acumulados (dívida externa ou indexada a alguma moeda estrangeira), mas também pelo lado do ativo, já que muitos desses países acumulam imensos montantes de reservas internacionais¹¹¹. Uma variação cambial, portanto, pode implicar perdas (ou ganhos) patrimoniais relevantes, tanto para o setor privado, como para o setor público¹¹².

Fica nítido, portanto, que as taxas de câmbio – e seus movimentos – são centrais ao desempenho econômico de um país e que, nos países periféricos, em função das peculiaridades supracitadas, os efeitos de uma variação cambial tendem a ser maiores do que nos países centrais.

Ademais, se essas variações adquirem um caráter “errático”, engendrando volatilidade acentuada da taxa de câmbio, criam-se incertezas adicionais sobre a economia em questão, já que se dificulta enormemente o cálculo econômico. Os agentes baseiam seu

¹¹¹ Seja para permitir intervenções cambiais, seja por motivos precaucionais (Cunha & Prates, 2007).

¹¹² Esse é um dos motivos pelos quais as autoridades monetárias chinesas têm hesitado tanto numa valorização mais significativa de sua moeda. Dada o imenso montante de reservas em dólar por elas mantida, a queda da taxa de câmbio da moeda chinesa em relação ao dólar significará uma perda patrimonial não desprezível aos cofres públicos chineses.

comportamento nas expectativas com relação aos eventos futuros. Ora, se o futuro é obscuro, reduz-se o incentivo à atividade econômica. Notadamente as atividades ligadas à dita economia produtiva são inibidas, já que requerem uma iliquidez temida no contexto de volatilidade de preços. Mesmo na esfera financeira, a volatilidade excessiva da taxa de câmbio é nociva ao cálculo econômico.

Conforme discutido no capítulo I, no período regido pelo acordo de Bretton Woods, a estabilidade cambial era exigida e assegurada pelo próprio Sistema Monetário Internacional (SMI), que tinha como um dos seus pilares o regime de taxas de câmbio “fixas, mas ajustáveis”, imposto aos signatários do acordo e controlado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI)¹¹³. Com o fim do acordo, em 1973, e a emergência da globalização financeira, a gestão cambial passou a ser da responsabilidade de cada país, de maneira individual. Num contexto de abertura financeira crescente e aumento desmesurado dos fluxos internacionais de capital, essa tarefa não é simples, como se argumentará nas próximas seções.

Ao longo das últimas décadas, diversos arranjos institucionais foram criados e transformados com o intuito de lidar com os movimentos da taxa de câmbio¹¹⁴. O que se percebe, no entanto, é que a maioria das autoridades monetárias, nos países periféricos, apresenta um receio com relação às variações cambiais excessivas, estratégia que passou a ser conhecida na literatura como “*fear of floating*” (medo de flutuar), título de um artigo que procura demonstrar essa hipótese e que se tornou referência para os debates (Calvo & Reinhart, 2000). Com “medo da flutuação”, portanto, essas autoridades monetárias, a despeito das recomendações da maior parte do *mainstream* e das instituições multilaterais com relação às benesses da livre flutuação¹¹⁵, tendem a adotar políticas de administração da taxa de câmbio ou – o que é mais comum – de intervenção nos seus movimentos, como se discutirá ao longo do capítulo¹¹⁶.

¹¹³ Como visto no capítulo I, o acordo previa ajustes da paridade em caso de desequilíbrios fundamentais do balanço de pagamentos (desde que autorizados pelo FMI), mas na prática os últimos ajustes ocorreram no final dos anos 1940 e, desde então, as taxas foram virtualmente fixas até 1973. Para maiores detalhes, ver Eichengreen (2000).

¹¹⁴ Para análises sobre os diferentes regimes cambiais, ver Plihon (1991), Holland (1998), Frankel (2003), Prates (2007), De Conti (2007), dentre outros.

¹¹⁵ Cf. Duttagupta *et alli* (2005); Disyatat & Galati (2005); Mohanty & Turner (2005), dentre outros.

¹¹⁶ A administração cambial (taxas fixas ou bandas cambiais) era mais comum no período anterior às crises dos países periféricos, ocorridas nos anos 1990. Posteriormente, tornaram-se mais comuns os regimes de taxas

Dessa maneira, a imbricação entre as taxas de câmbio e de juros – que é sempre existente, apesar da retórica ortodoxa de que os juros deveriam servir ao equilíbrio interno, enquanto a taxa de câmbio serviria ao equilíbrio externo – é acentuada nos países periféricos, como se verá abaixo. Num contexto de abertura financeira crescente, essa imbricação entre as duas taxas se torna extremamente complexa, além de variável conforme a fase dos ciclos internacionais de liquidez (Farhi & Prates, 2009).

Feita essa breve introdução a respeito da importância da taxa de câmbio para qualquer economia e, sobretudo, para as economias periféricas, passa-se à análise dos dados. A análise abrange os mesmos três grupos de países tratados no capítulo I, de forma a investigar a existência de especificidades ou semelhanças entre eles. É evidente que cada país é singular e a dinâmica de suas taxas de câmbio e juros depende, em algum grau, das variáveis domésticas (crescimento, saldo do balanço de pagamentos, etc.). Entretanto, podem também ser procuradas características dessa dinâmica que sejam comuns ao grupo de países em questão. Os grupos escolhidos são: i) países centrais (Reino Unido, Estados Unidos, Suíça, Japão e Zona Euro – ou Alemanha¹¹⁷); ii) países asiáticos (China, Índia, Coreia do Sul e Malásia); iii) países latino-americanos (Brasil, Argentina, México e Chile). Os dados analisados compreendem o período de 1º de julho de 1994 (data de implementação do Plano Real no Brasil) a 31 de dezembro de 2009. Apesar dos estudos comparativos, a tese tem como objetivo maior o estudo da economia brasileira, por isso a escolha dessa periodização. Ademais, a existência no Brasil de taxas de inflação extremamente elevadas – debeladas justamente em julho de 1994 – dificultaria as análises comparativas.

O capítulo assenta-se, portanto, sobre uma análise das taxas de câmbio de países selecionados, com o intuito de perceber eventuais diferenças na dinâmica verificada em países centrais e periféricos (seção I.2). Com o mesmo objetivo, serão analisadas também as taxas de juros dos países em questão (patamar e variações) e – secundariamente – as reservas cambiais (seção I.3). Encerram o capítulo algumas considerações finais.

de câmbio flutuantes, mas com intervenções cambiais frequentes por parte das autoridades monetárias nacionais. Para maiores detalhes, ver Prates (2007).

¹¹⁷ Em função da unificação monetária européia, trabalha-se em alguns períodos com os dados referentes ao marco alemão e, em outros, com os dados referentes ao euro.

II.2 Análise empírica da dinâmica cambial em países centrais e periféricos

Nesta seção, inicia-se uma análise de séries históricas das taxas de câmbio dos países selecionados. Para uma análise completa da dinâmica das taxas de câmbio em cada um desses três grupos de países, propõe-se aqui o estudo de quatro medidas: i) as próprias taxas de câmbio; ii) as variações cambiais diárias; iii) a volatilidade cambial mensal; e iv) a amplitude cambial diária.

II.2.i Série histórica das taxas de câmbio

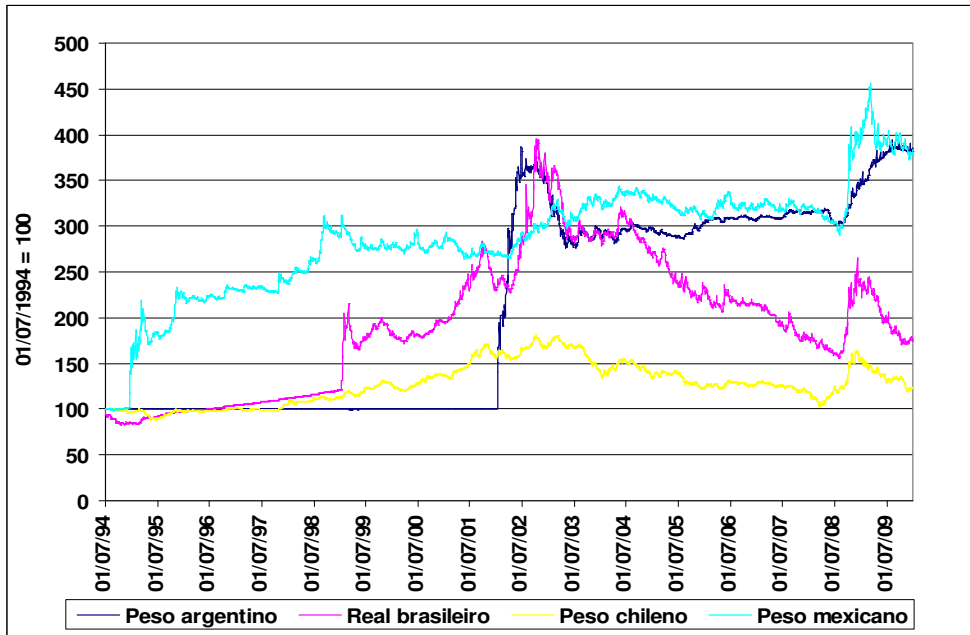
Começa-se o estudo com a apresentação das taxas de câmbio dos países escolhidos, no período em questão. Duas distinções óbvias, mas importantes, devem ser feitas já de início: i) como já visto acima, as taxas de câmbio podem ser estudadas em termos *nominais* ou em termos *reais*; nesse último caso, desconta-se o efeito do diferencial de inflação entre os países; ii) as taxas de câmbio podem ser *bilaterais*, quando dizem respeito a apenas dois países; ou *efetivas*, quando calculadas com base em uma cesta composta pelas moedas relevantes ao comércio internacional do país em questão¹¹⁸. As taxas de câmbio nominais bilaterais (moeda nacional/US\$) são mais importantes para as operações financeiras e foco central desta tese, sendo apresentadas logo abaixo. Dado, porém, que esta sub-seção dedica-se à análise da trajetória de longo prazo das taxas, faz-se necessário avaliar também as taxas reais, já que ignorar o efeito da inflação nas variações cambiais pode conduzir a conclusões equivocadas; uma breve apresentação das taxas reais efetivas é realizada, portanto, no final da sub-seção.

a) Taxas de câmbio nominais bilaterais

Os gráficos II.1 a II.3 mostram as taxas de câmbio nominais dos países dos três grupos contra o dólar (com número índice com base 100 no mês inicial da análise) e permitem algumas considerações interessantes.

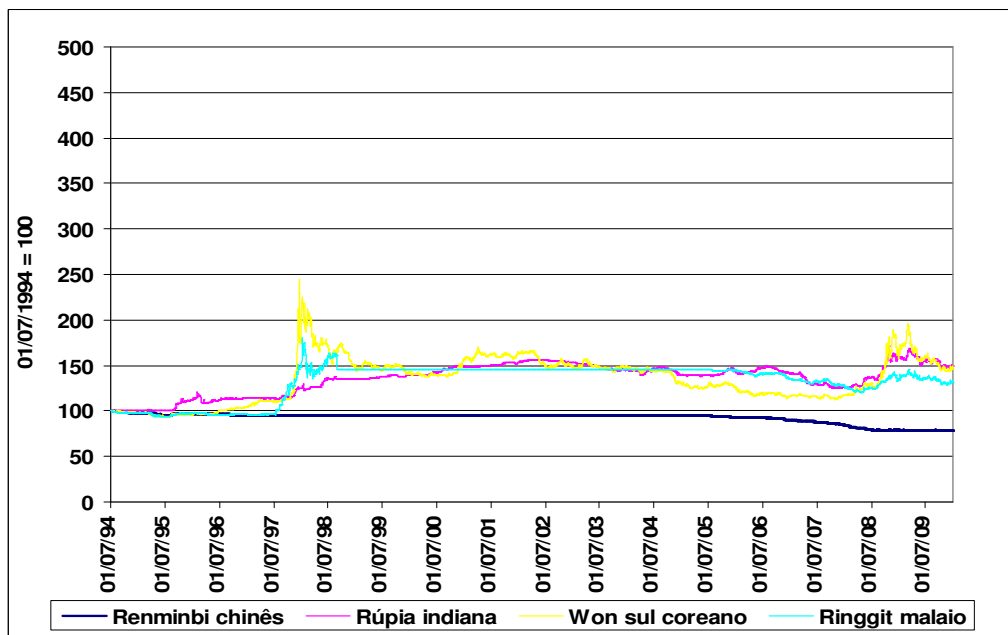
¹¹⁸ Para detalhes sobre o cálculo das taxas de câmbio efetivas, ver Krugman (2009).

Gráfico II.1
Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Moeda nacional/US\$
 América Latina
 Julho 1994 a Dezembro 2009



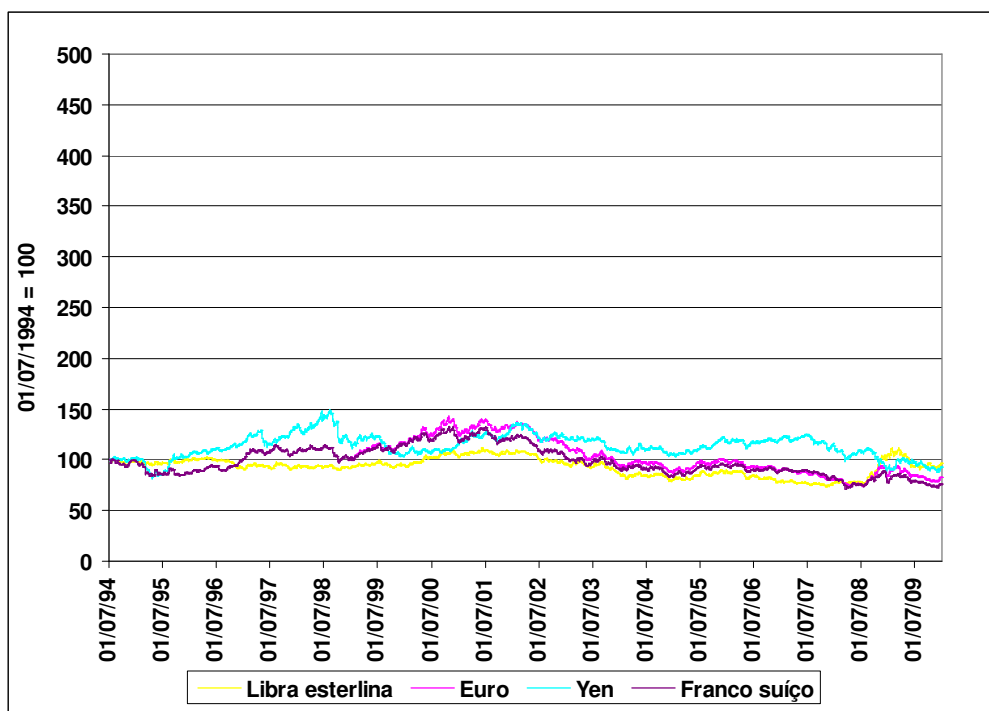
Fonte: OANDA. Elaboração própria.

Gráfico II.2
Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Moeda nacional/US\$
 Ásia
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

Gráfico II.3
Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Moeda nacional/US\$
 Países centrais
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

A primeira grande evidência dos gráficos acima diz respeito à estabilidade de longo prazo das taxas de câmbio nominais. Manteve-se nos três gráficos uma mesma escala para o eixo vertical, com o intuito justamente de deixar clara essa extrema diferença entre os três grupos de países. Nos países centrais, apesar das oscilações de curto prazo – que ficarão mais claras na subseção seguinte –, o que se percebe é que as taxas de câmbio, ao longo dos 15 anos analisados, chegaram a valores no máximo 50% acima ou 30% abaixo da taxa verificada no início da análise. Em 31/12/2009, a taxa de câmbio nominal yen/US\$ era apenas 6,6% menor do que em 01/07/1994. A taxa libra/US\$, nesse mesmo período, havia se depreciado em ínfimos 3,4%. O euro estava 18% mais apreciado em relação ao dólar do que no momento de sua criação e o franco suíço apreciou-se 25% em relação ao dólar, ao longo destes quinze anos e meio. Nos países asiáticos, a oscilação foi maior e as taxas de câmbio em dezembro de 2009 estavam um pouco distantes daquelas verificadas em julho de 1994. Na Coreia do Sul e Malásia, as taxas eram aproximadamente 50% maiores; na

Índia, 30% maiores; e na China¹¹⁹, 20% menores do que no período base¹²⁰. Na América Latina, porém, o caso é bastante distinto e o gráfico II.1 é eloqüente a esse respeito. Argentina e México tinham, ao final de 2009, taxas de câmbio quatro vezes superiores às verificadas em julho de 1994. A taxa de câmbio R\$/US\$ no fim do período de análise era praticamente o dobro daquela observada no início, mas ela chegou a estar 300% acima desta, ao final de 2002. A exceção é o Chile, cuja taxa de câmbio em dezembro de 2009 era praticamente a mesma daquela de julho de 1994.

É evidente que essa análise, se realizada de forma isolada, é extremamente parcial e viesada. Parcial, pois dá conta de apenas um aspecto da complexa dinâmica das taxas de câmbio, a saber, sua trajetória de médio/longo prazo. Viesada, porque os números apresentados acima foram calculados a partir de uma determinada fotografia temporal; fossem escolhidos outros momentos para início (base) e fim da análise, os números seriam outros. Exatamente por isso, serão analisados outros indicadores, que autorizarão a proposição de certos aprendizados. De qualquer forma, o ponto aqui importante é que o horizonte expectacional dos agentes, no caso dos países latino-americanos, fica extremamente nebuloso, já que a possibilidade de que a taxa de câmbio seja, dentro de alguns anos, bem diferente daquela verificada no presente, não é desprezível. Isso reduz a viabilidade de certos projetos de investimento – notadamente os de longo prazo – ou exige, quando possível, proteção com relação ao risco cambial.

Um segundo ponto que pode ser inferido dos gráficos e que merece destaque é o comportamento conjunto das taxas de câmbio dos países centrais. Em alguns momentos, fica nítido que o que ocorre é a depreciação ou apreciação do dólar em relação a esse grupo de moedas, com a taxa de câmbio entre elas permanecendo relativamente constante. Já nos países periféricos, nota-se que em momentos de liquidez abundante na economia internacional, existe uma tendência à apreciação das moedas nacionais, em função dos influxos de capital, significativos quando comparados ao tamanho dos mercados cambiais

¹¹⁹ A escolha de 1994 como ano-base é peculiar para a China, já que em janeiro daquele ano foi promovida uma desvalorização de 30% do renminbi frente ao dólar e, desde então, tornou-se bastante rigorosa a defesa da estabilidade cambial.

¹²⁰ Na seção seguinte, será possível mostrar que essa estabilidade de longo prazo da Ásia é fruto de uma estabilidade de curto prazo, buscada de maneira deliberada pelas autoridades monetárias. No caso dos países centrais, há uma variabilidade maior no curto prazo, podendo indicar que essa estabilidade de longo prazo é – em um grau maior – fruto de mecanismos de mercado.

locais. Essa trajetória de queda da taxa de câmbio, no entanto, é às vezes combatida pelas autoridades monetárias locais, para evitar a perda de competitividade externa.

O comportamento conjunto das taxas de câmbio, portanto, fica mais nítido nos momentos de sua elevação, já que as tentativas de conter o movimento, por parte das autoridades monetárias, costuma ter menos sucesso¹²¹. No ano de 1997, com a crise asiática, os países da região – à exceção da China – sofreram uma grande elevação em suas taxas de câmbio em relação ao dólar. Ao final de 1998, a taxa de câmbio mexicana aumentou muito e, no Brasil, esse aumento da taxa ocorreu em janeiro do ano seguinte. Pouco tempo depois, o estouro da bolha acionária nos Estados Unidos, as incertezas geradas pelo atentado de 11 de setembro de 2001 e pelos escândalos contábeis em grandes corporações estadunidenses criaram um ambiente de aversão ao risco nos países centrais e de baixa liquidez internacional, fazendo com que em janeiro de 2002 as taxas de câmbio brasileira e argentina subissem acentuadamente, seguidas pela taxa mexicana que, embora mais lentamente, também apresentou grande elevação ao longo do ano. Em meados de 2008, auge da crise financeira internacional originada no mercado estadunidense de hipotecas *subprimes*, o grau de correlação foi ainda maior e as taxas de câmbio subiram expressivamente em sete dos oito países periféricos analisados – a exceção é a China –, para, depois, iniciarem uma trajetória de queda.

Esse fenômeno no âmbito dos países periféricos pode ocorrer por duas causas diferentes, mas complementares: i) contágio: crises em um país podem contaminar outros países da periferia, seja pela proximidade regional e grau de integração das economias, seja porque nos momentos de “pânico” a avaliação realizada pelos agentes internacionais não distingue as especificidades de cada país periférico e tende a enxergá-los como um grupo homogêneo; ii) vulnerabilidade de mesma ordem: eventos exógenos aos países periféricos podem gerar movimentos de “fuga para a qualidade” e as moedas periféricas, como será discutido no capítulo III, são as primeiras a serem abandonadas. Nas palavras de Aglietta (1995, p. 52) “os fatores globais dominam largamente os fatores específicos aos países”.

Um terceiro ponto que chama a atenção nos gráficos II.1 e II.2 é a existência de variações cambiais exorbitantes nos países periféricos – e, sobretudo, nos latino-

¹²¹ Costuma ser mais fácil estabelecer um piso do que um teto à taxa de câmbio. Dentre outros motivos, porque o movimento de elevação das taxas de câmbio é, muitas vezes, repentino e fruto de uma fuga massiva e súbita de capitais, como se verá adiante.

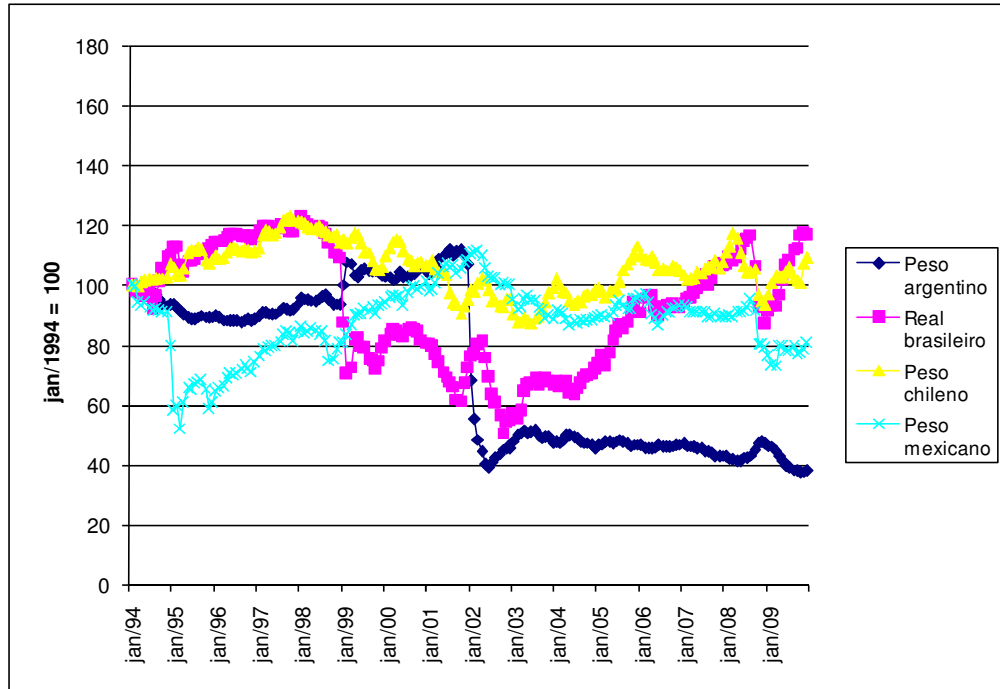
americanos. A mensuração dessas variações exorbitantes será feita nas próximas subseções, mas o fenômeno já fica evidente pelos gráficos acima. Conforme se procurará mostrar no capítulo III, a grande amplitude dessas variações é decorrência direta do caráter periférico das moedas em questão.

Outra constatação da análise das séries é a de que alguns dos países periféricos realizam ou realizaram uma árdua defesa da paridade cambial em relação ao dólar. Isso pode ser visto pelo *plateau* verificado nas séries de China, Argentina e Malásia e ficará ainda mais nítido nas subseções seguintes.

b) Taxas de câmbio reais efetivas

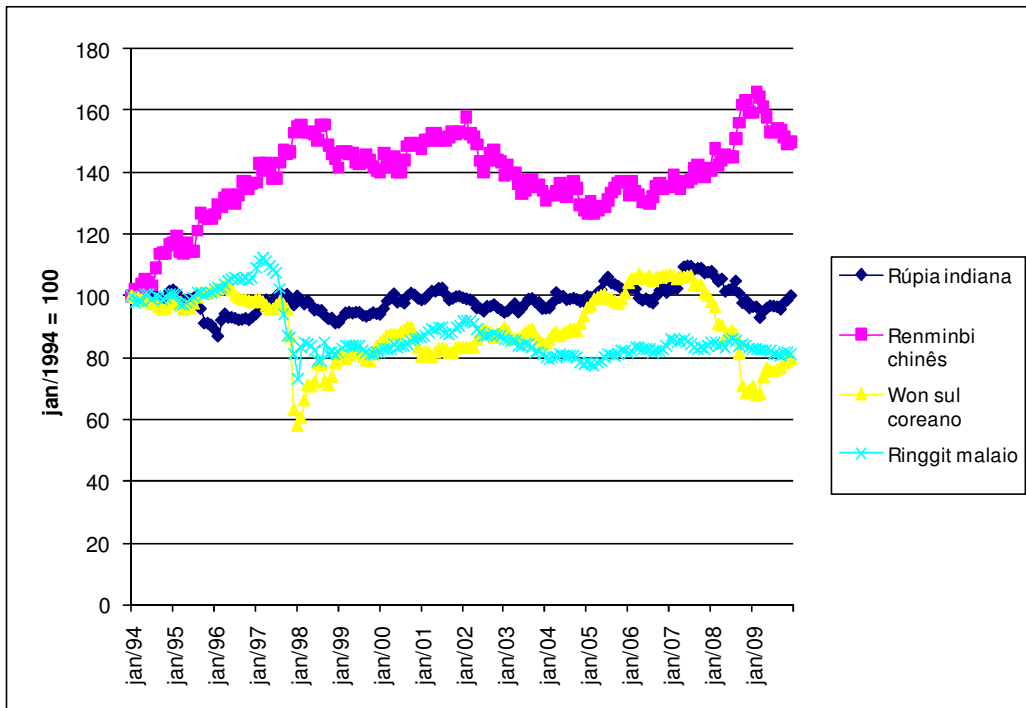
Para análises de longo prazo, no entanto, não se deve considerar apenas a taxa de câmbio nominal bilateral, estudada acima, mas também a real efetiva. Essa taxa de câmbio real efetiva leva em conta a elevação dos preços nos diferentes países e é calculada em relação a uma cesta de moedas relevantes para o comércio externo do país em questão e não apenas em relação ao dólar. É importante notar que, diferentemente dos gráficos II.1 a II.3, nestes que se seguem uma subida da taxa de câmbio real efetiva significa a apreciação da moeda em questão, enquanto a queda da taxa corresponde à depreciação da moeda.

Gráfico II.4
Taxa de câmbio real efetiva
América Latina



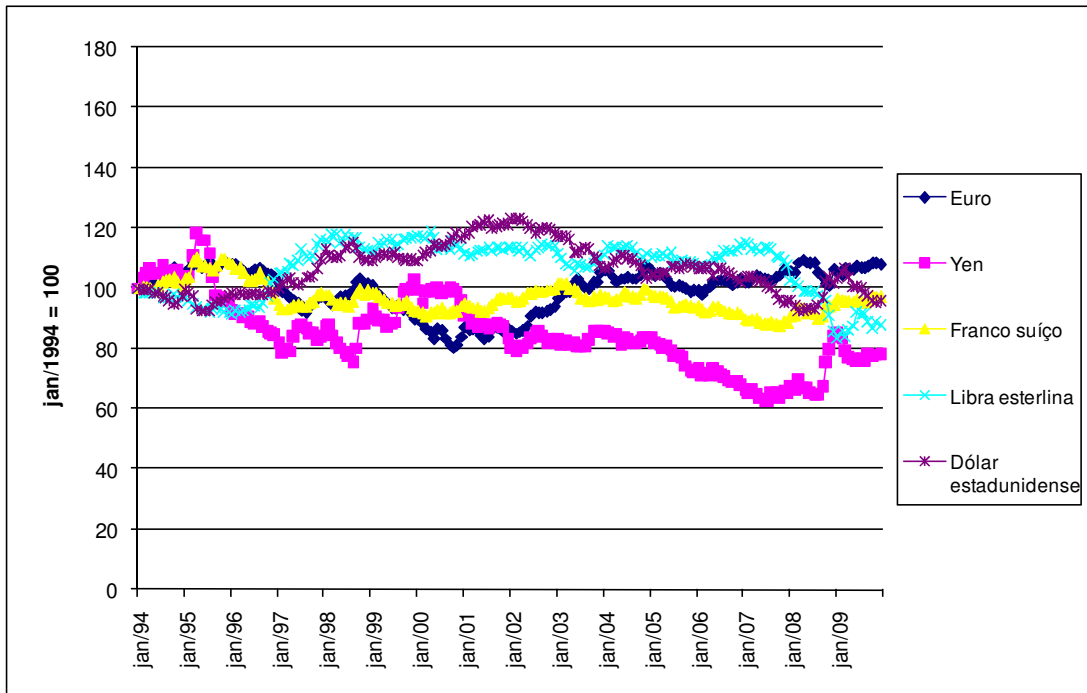
Fonte: BIS. Elaboração própria.

Gráfico II.5
Taxa de câmbio real efetiva
Ásia



Fonte: BIS. Elaboração própria.

Gráfico II.6
Taxa de câmbio real efetiva
Países centrais



Fonte: BIS. Elaboração própria.

Os gráficos acima mostram que a taxa de câmbio real efetiva dos países latino-americanos apresenta, à semelhança de suas taxas nominais bilaterais, uma trajetória bastante errática, sobretudo as taxas mexicana e brasileira; a taxa chilena é relativamente mais estável, assim como a Argentina – à exceção do momento da maxi-desvalorização causada pelo fim do *Plan de Convertibilidad*. Dentre os países asiáticos, a Índia apresenta uma estabilidade significativa em sua taxa de câmbio real efetiva, assim como a Malásia no pós-crise asiática. A taxa chinesa se valoriza continuamente até 1998, a partir de quando se torna relativamente estável; explica-se: entre 1994 e 1998, a taxa de câmbio yen/dólar se elevou continuamente e, dada a estabilidade da taxa renminbi/US\$ e a importância do Japão no comércio exterior chinês, isso representou uma apreciação do renminbi em termos reais; além disso, as taxas de inflação na China foram elevadas nos anos de 1994 e 1995, contribuindo para a valorização real de sua moeda. Já a taxa coreana, além dos choques de 1997 e 2007, apresentou uma trajetória de apreciação entre 2003 e 2006 e, no restante do período, relativa estabilidade. Dentre os países centrais, o único que apresenta variabilidade

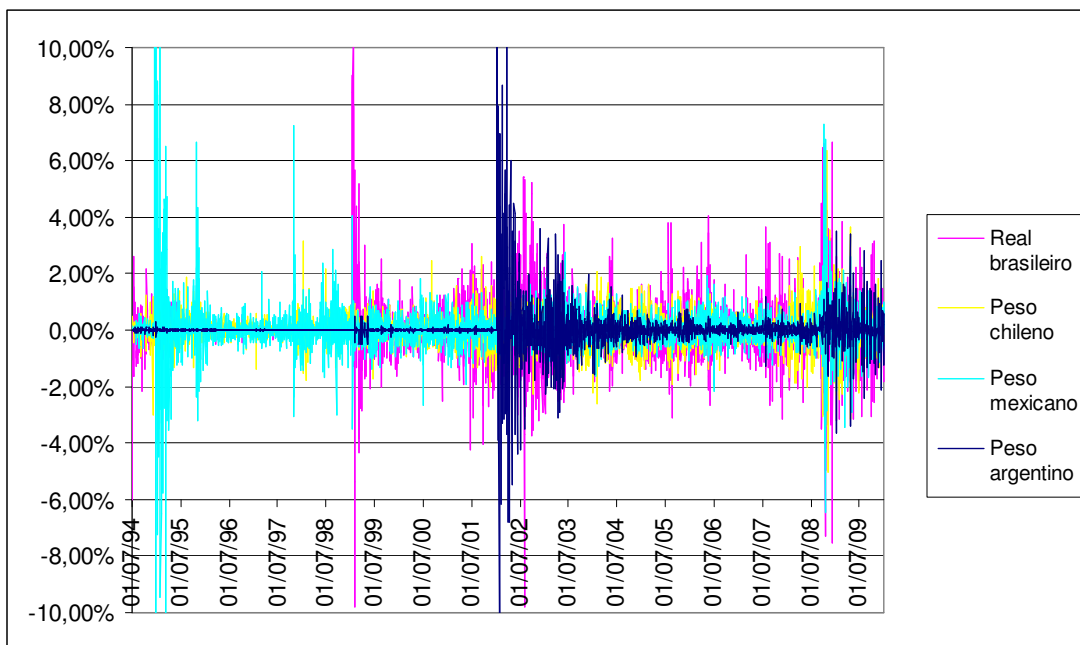
mais elevada em sua taxa de câmbio real efetiva é o Japão; todos os demais apresentaram relativa estabilidade.

Ao final dos pouco mais de quinze anos analisados, nota-se, portanto, que a grande maioria dos países periféricos tinha taxas bastante distantes daquelas verificadas no início do período estudado: Argentina e China tinham taxas que eram mais de 40% maiores ou menores do que as de 01/07/1994; Brasil, México, Coréia do Sul e Malásia tinham taxas cerca de 20% distantes daquelas do período inicial; Índia e Chile eram as únicas exceções ao padrão, tendo taxas bastante próximas daquelas do início da série. No grupo dos países centrais ocorre o oposto e praticamente todas as taxas eram, ao fim de 2009, bastante próximas às verificadas em julho de 1994; a exceção é o Japão, cuja taxa se depreciou em cerca de 20% no período.

II.2.ii Variações cambiais diárias

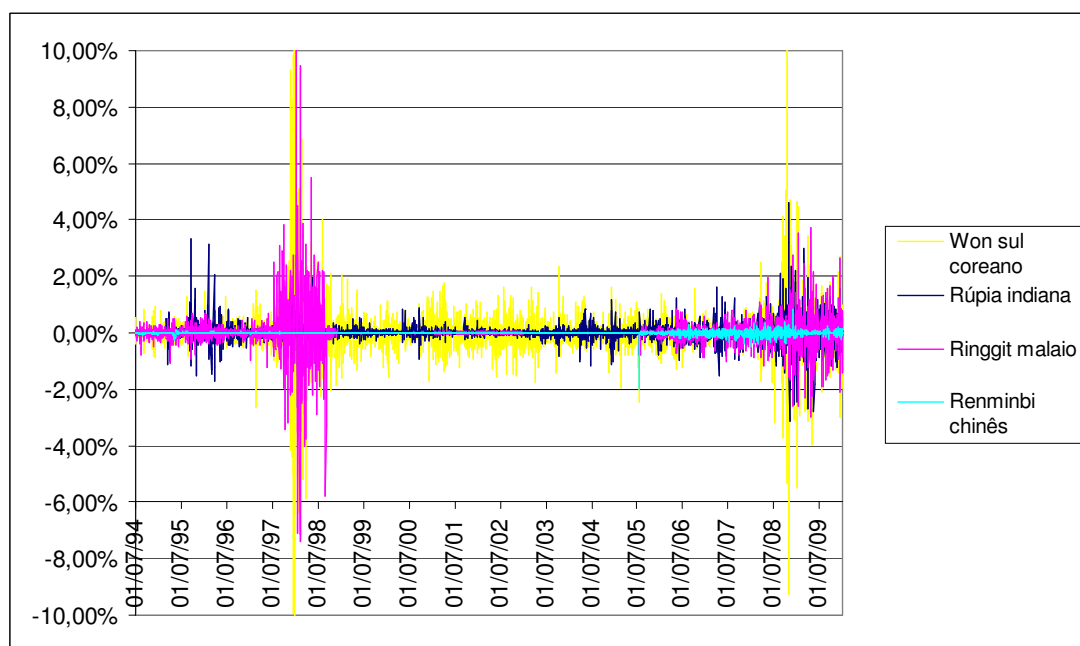
A análise das taxas de câmbio realizada na sub-seção precedente apresentou as trajetórias de médio e longo prazo das taxas, as mudanças de patamar e a convergência ou divergência dos movimentos dos distintos países. Prosseguindo com a pesquisa, é interessante avaliar também os movimentos de curto prazo das taxas, tentando perceber se há padrões que sejam típicos a cada grupo de países. Para essas análises de curto prazo, as taxas mais indicadas são as nominais bilaterais, não sendo mais necessário complementar o estudo com a observação também das taxas reais efetivas. Os gráficos abaixo mostram a variação percentual diária das taxas de câmbio nominais dos países estudados (moeda nacional/dólar). A presença de quatro países em cada gráfico dificulta, evidentemente, análises específicas para cada país, mas o intuito aqui é perceber as especificidades de cada grupo de países e não de cada país isoladamente. Análises mais individualizadas serão feitas nas subseções seguintes. Ainda com o intuito de facilitar a visualização comparativa, manteve-se uma escala fixa para os eixos verticais, que vai de -10% a +10%. É importante ressaltar, no entanto, que algumas variações cambiais diárias excedem os 10%, como se pode perceber pelos gráficos. Uma análise mais detalhada dessas variações extraordinárias será feita nas seções seguintes.

Gráfico II.7
Variações diárias da taxa de câmbio nominal (moeda nacional/US\$)
 América Latina
 Julho 1994 a Dezembro 2009



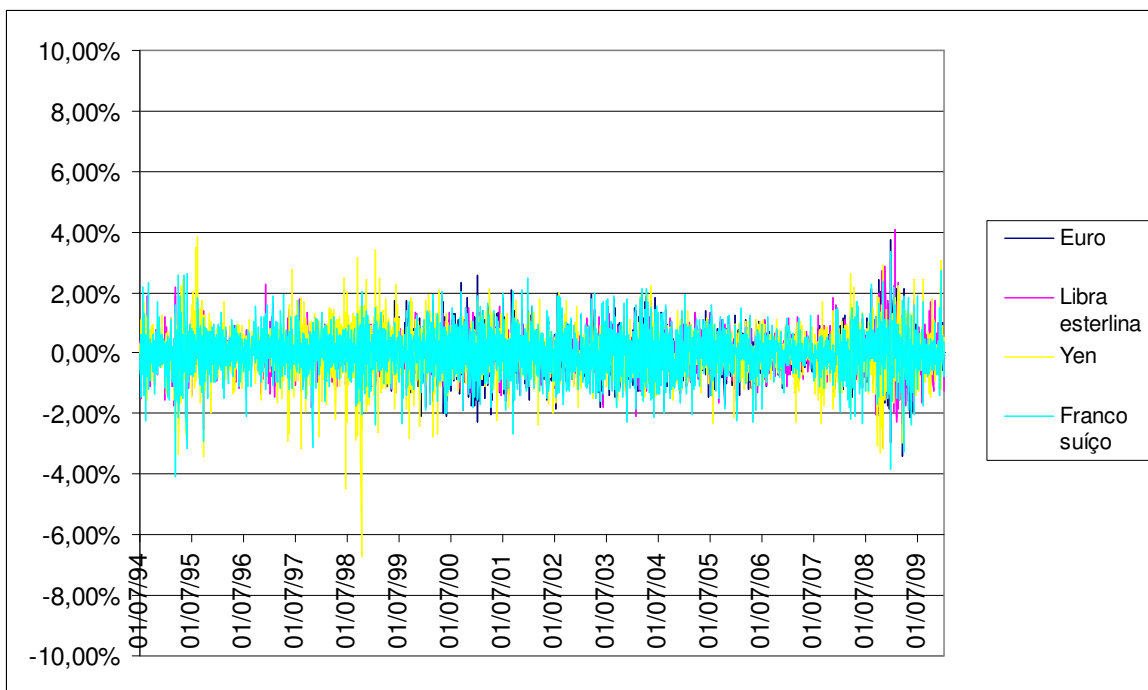
Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA

Gráfico II.8
Variações diárias da taxa de câmbio nominal (moeda nacional/US\$)
 Ásia
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA

Gráfico II.9
Variações diárias da taxa de câmbio nominal (moeda nacional/US\$)
Países centrais
Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA

A constatação mais evidente dos gráficos diz respeito à existência – ou inexistência – de um padrão de variação diário das taxas de câmbio. Como pode ser percebido no gráfico II.9, as variações nos países centrais são relativamente “bem comportadas”. O que se pretende dizer com isso não é que as variações são nulas ou extremamente pequenas – e não é esse o caso –, mas sim que elas apresentam um comportamento relativamente homogêneo ao longo do tempo, ou seja, as variações cambiais diárias estão em sua quase totalidade compreendidas no interior de margens de flutuação de 2% para cima ou para baixo, quase não havendo variações aberrantes¹²².

Nos países periféricos, por sua vez, notam-se dois padrões preponderantes. No primeiro deles, já aventado acima, há uma defesa estrita da estabilidade cambial, de forma que as variações cambiais diárias são muito próximas ou mesmo iguais a zero durante longos períodos. É o caso de China, Malásia e Argentina, durante boa parte do período estudado, mas também de Chile, Brasil e Índia, durante certos intervalos do período em

¹²² Isso já pode ser notado no gráfico II.9, mas ficará ainda mais claro na sub-seção II.2.iv.

questão. Nesses países, foram adotados regimes de administração cambial, numa tentativa de controlar a inflação, de evitar a instabilidade econômica gerada pela volatilidade cambial ou de manter um patamar competitivo para a taxa de câmbio¹²³. O grau de compromisso dessa administração cambial foi bastante distinto em cada regime, variando desde a amarra legal do *currency board* argentino¹²⁴, até regimes menos radicais de defesa da paridade.

Nos países periféricos que não possuem regimes estritos de administração cambial, o padrão é de grande heterogeneidade nas variações cambiais diárias¹²⁵. Há momentos de variações cambiais bastante baixas, alternados com momentos de extrema instabilidade. É interessante notar que nos momentos de “calmaria”, as variações cambiais são, em alguns países, menores do que aquelas verificadas nos países centrais. Essa constatação nos permite levantar a hipótese de que, apesar de não praticarem uma administração mais estrita de suas taxas de câmbio, alguns desses países buscam ativamente algum grau de estabilidade cambial (sobretudo por meio de intervenções públicas no mercado de câmbio ou da manipulação das taxas de juros com o objetivo de interferir nos movimentos ou no patamar das taxas de câmbio¹²⁶). Há momentos, no entanto – e eles não são raros, como mostram os gráficos –, em que surgem pressões sobre os mercados cambiais que culminam em variações diárias bem maiores do que aquelas de praxe. A hipótese deste trabalho é que esses momentos de *stress* cambial são fruto inequívoco do posicionamento dessas moedas no Sistema Monetário Internacional. Exatamente por isso, as autoridades monetárias

¹²³ Os países em questão valeram-se dos regimes de administração cambial em busca de um ou mais de um desses objetivos supracitados. Alguns deles (e.g. Argentina) alteraram, ao longo do período estudado, os objetivos buscados pela estabilidade da taxa de câmbio.

¹²⁴ O regime de *currency board* caracteriza-se pela determinação por lei de uma paridade para a taxa de câmbio. Ademais, a emissão da moeda nacional torna-se condicionada à entrada de divisas internacionais. As autoridades monetárias perdem, assim, a autonomia de política monetária e a política cambial deixa de existir. Tudo isso, em prol da busca de estabilidade monetária, ou seja, do controle da inflação. Na Argentina, sob a presidência de Carlos Menen e tendo como ministro da Economia Roberto Cavallo, adotou-se o *Plan de Convertibilidad*, para pôr fim à hiperinflação que assolava o país desde o início dos anos 1980. Para maiores detalhes sobre o *currency board* e o *Plan de Convertibilidad*, ver Fanelli (2002), Gurtner (2004) e Dominguez (2006).

¹²⁵ As crises dos países emergentes, na transição do século XX para o XXI, fizeram com que muitos países periféricos passassem de regimes de administração cambial para regimes de taxas flutuantes. Dos países da amostra, Coreia do Sul, Brasil, Chile e Argentina passaram, entre 1998 e 2002, para regimes de flutuação cambial. Na direção contrária, Malásia e Índia ampliaram o rigor da administração cambial.

¹²⁶ A mera análise das taxas de câmbio pode ser incapaz de identificar certas características de sua dinâmica que seriam verificadas caso não houvesse ações das autoridades monetárias nacionais no sentido de intervir no comportamento das taxas de câmbio. A seção II.3 fará, portanto, uma análise das taxas de juros e das reservas cambiais, permitindo que se avance ou se recue nas hipóteses aqui levantadas (de que alguns dos países da amostra praticam intervencionismo cambial), e possibilitando por fim uma avaliação mais fina da dinâmica das taxas de câmbio.

procuram de certa maneira controlar os movimentos da taxa de câmbio, mas nem sempre são bem sucedidas nesse esforço¹²⁷. Os países centrais, por sua vez, tendo moedas líquidas do ponto de vista internacional – como será visto no capítulo III –, são menos propensos a esses movimentos de desestabilização cambial excessiva, não precisando buscar a estabilidade de maneira ativa.

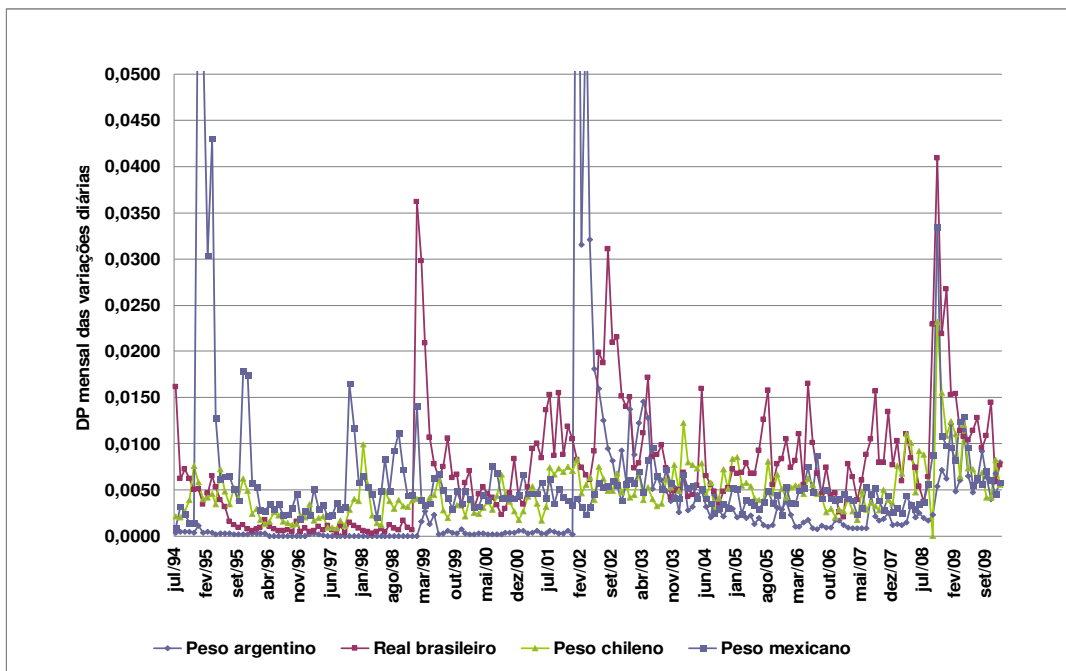
Essa análise ficará mais nítida com o estudo da volatilidade das taxas de câmbio, realizado abaixo e dos histogramas de variação cambial, realizado na subseção III.2.iv.

II.2.iii Volatilidade cambial

O estudo das variações cambiais diárias permite certas ponderações a respeito da dinâmica das taxas de câmbio nos países centrais e periféricos, mas aponta para a necessidade de analisar outras variáveis. A análise inicial das variações cambiais foi baseada principalmente sobre a percepção da grandeza dessas variações, permitindo uma primeira impressão sobre a estabilidade ou instabilidade dessas taxas. Além do tamanho dessas variações, é importante estudar também a variabilidade ou heterogeneidade dessas variações diárias, que fornecerá os elementos necessários para a avaliação do grau de estabilidade não mais das taxas, como anteriormente, mas das variações das taxas. Esse análise é possibilitada pelo estudo da volatilidade das taxas de câmbio, que permite observar se os movimentos cambiais são de alguma forma “bem comportados” (ou “ordenados”) ou se eles são completamente erráticos. É apresentada, nos gráficos II.10 a II.12, a volatilidade cambial dos três grupos de países, calculada como o desvio padrão mensal das variações diárias da taxa de câmbio nominal entre as diferentes moedas nacionais e o dólar.

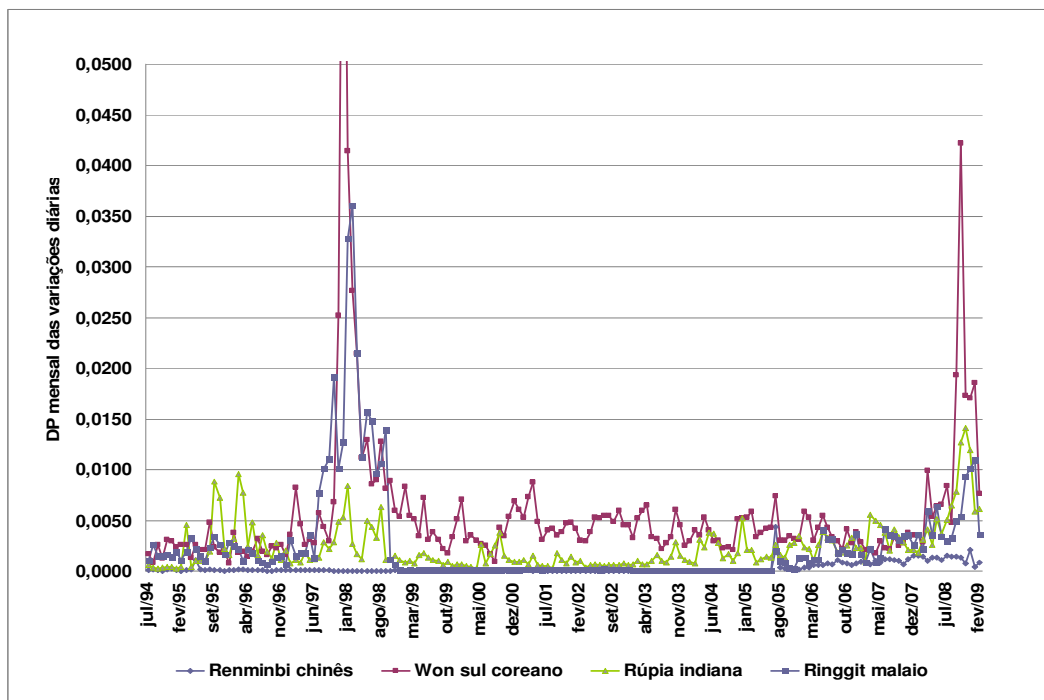
¹²⁷ A não ser que adotem regimes mais radicais de rigidez cambial (e.g. *currency board*) que, no entanto, implicam restrições econômicas importantes, como amplamente estudado na literatura (cf. Eichengreen, 2000; Frankel, 2003; dentre outros).

Gráfico II.10
Volatilidade mensal da taxa de câmbio nominal (moeda nacional/US\$)
 América Latina, Julho 1994 a Dezembro 2009



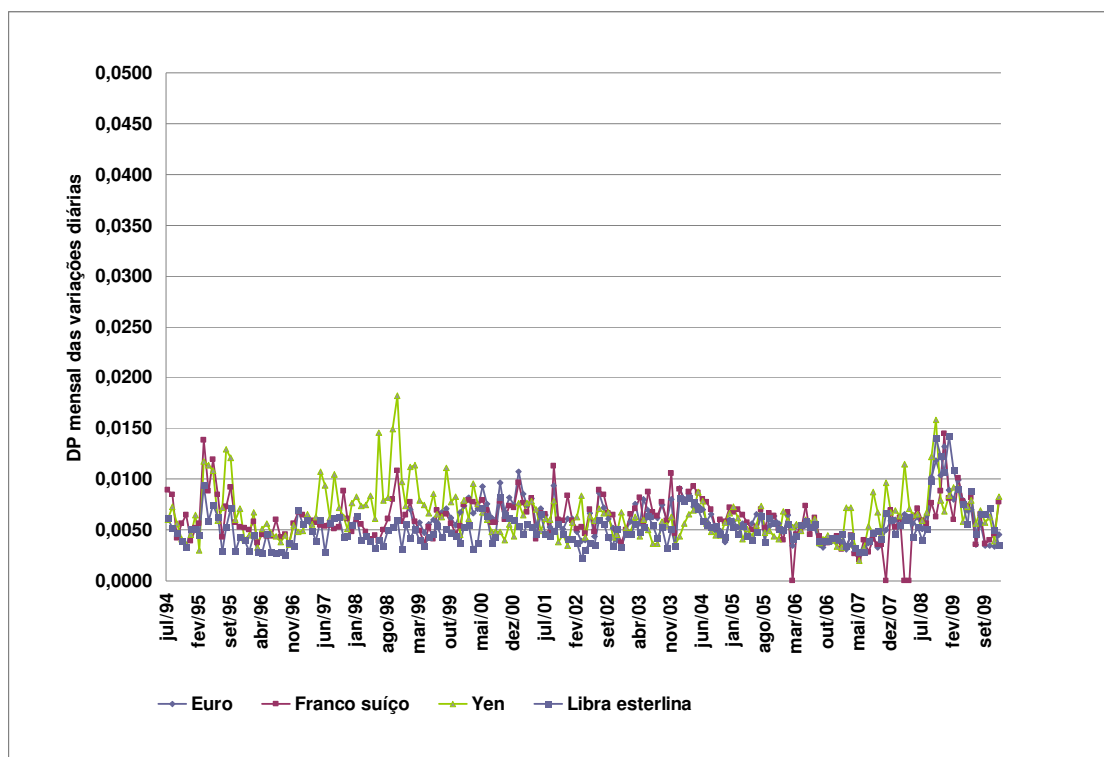
Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA

Gráfico II.11
Volatilidade mensal da taxa de câmbio nominal (moeda nacional/US\$)
 Ásia, Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA.

Gráfico II.12
Volatilidade mensal da taxa de câmbio nominal (moeda nacional/US\$)
 Países Centrais
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA.

Percebe-se, pelos gráficos, um padrão bastante distinto de volatilidade cambial nos países periféricos e nos centrais. Em alguns países periféricos (notadamente nos asiáticos), essa volatilidade permanece em baixos patamares durante períodos relativamente longos; mas mesmo sendo *habitualmente* bastante reduzida, essa volatilidade cambial se torna em certos momentos bastante elevada, como mostram os gráficos II.10 e II.11. Dito de maneira técnica, as séries históricas de taxas de câmbio dos países periféricos são, em geral, heterocedásticas¹²⁸. Nos países centrais, por sua vez, ainda que a volatilidade cambial possa ser habitualmente maior do que aquela verificada em alguns países periféricos, ela raramente (quase nunca!) foge de certos padrões. As economias periféricas, portanto, podem passar longos períodos protegidas dos efeitos negativos de uma volatilidade cambial acentuada, mas, de tempos em tempos, a tendência ressurgue e provoca problemas¹²⁹. Como

¹²⁸ Ou seja, não possuem variância constante ao longo do tempo.

¹²⁹ Para evitar mal-entendidos, dois conceitos aqui propostos para a caracterização da volatilidade das taxas de câmbio devem ser precisados: i) volatilidade potencial: é a volatilidade que seria percebida caso políticas

afirma Orléan (1991)¹³⁰, “nos mercados de ativos, a ordem é vizinha da desordem; uma se transforma facilmente na outra”; no caso dos ativos periféricos essa assertiva é ainda mais válida.

Entende-se, porém, que essa volatilidade habitualmente baixa da taxa de câmbio de alguns países periféricos é buscada ativamente pelas autoridades monetárias nacionais, não sendo mero fruto dos mecanismos de mercado. Existem algumas características das economias periféricas que tendem, pelo contrário, a pressionar as taxas de câmbio dos países periféricos no sentido de uma grande volatilidade. As principais características são: o volume do fluxo de capitais que entram ou saem desses países, em relação ao tamanho do mercado de câmbio local; o caráter especulativo da demanda pelas moedas desses países e pelos títulos nelas denominados; e a decorrente volatilidade desses fluxos de capital, sobretudo na esfera financeira. Essas características serão analisadas no quadro II.1, antes que se retorne à questão da volatilidade cambial.

macroeconômicas domésticas não fossem praticadas para enfrentá-la; ii) volatilidade habitual: é a volatilidade percebida na maior parte do tempo. O que se propõe é que os momentos em que a volatilidade é diferente daquela percebida habitualmente são reveladores e importantes para uma boa compreensão da dinâmica cambial nos países periféricos. Em suma, propõe-se que em alguns países periféricos a volatilidade cambial é *habitualmente* mais baixa, mas que ela é, assim mesmo, *potencialmente* mais elevada que a dos países centrais, o que é revelado nos momentos de *stress*.

¹³⁰ *Apud* Aglietta (1995).

Quadro II.1: Volatilidade dos fluxos líquidos de capitais financeiros

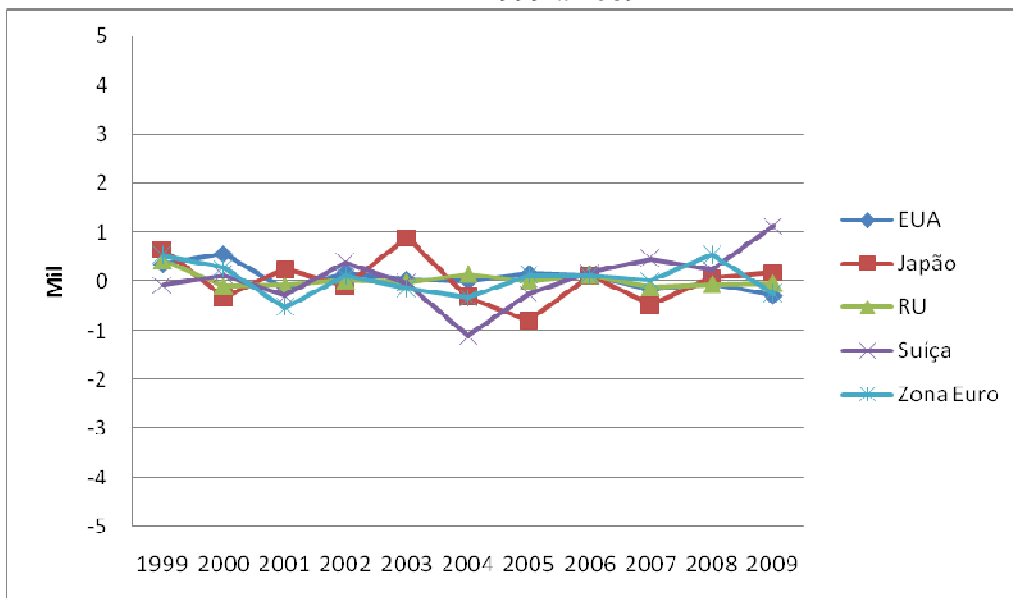
Os fluxos financeiros atingiram, nas últimas décadas, um grau de mobilidade extremamente elevado na economia mundial. É inquestionável que esses fluxos têm efeitos positivos sobre as economias receptoras, sobretudo no que diz respeito ao acesso a recursos estrangeiros. Entretanto, eles também têm efeitos negativos, notadamente a transferência de sua volatilidade às variáveis macroeconômicas do país em questão (principalmente às taxas de câmbio).

Quando se analisa esses fluxos em termos absolutos, eles são geralmente mais volumosos nos países centrais. O que interessa aos objetivos desta tese, contudo, é verificar a possibilidade de que esses fluxos exerçam pressão sobre as taxas de câmbio, de forma que não devem ser analisados os fluxos em si, mas em relação aos mercados locais de câmbio. Ademais, a pressão sobre as taxas de câmbio não será resultante dos volumes brutos de recursos entrando e saindo do país, mas sim da diferença entre esses montantes de capitais que entram e saem; os valores que devem ser analisados, portanto, não dizem respeito aos fluxos brutos, mas sim ao saldo líquido da conta financeira. Os gráficos II.13 e II.14 mostram a relação entre o saldo da conta financeira dos diversos países e o giro (*turnover*) diário médio dos mercados locais de câmbio¹³¹. Fica claro, portanto, que essa relação é bem maior nos países periféricos, revelando que nesses países, tais fluxos têm um maior potencial de promover alterações nas taxas de câmbio¹³².

¹³¹ Os dados dos saldos são disponíveis para todos os anos, mas aqueles de giro cambial são divulgados apenas trienalmente. Foram utilizados como denominadores dos cálculos, então, os dados seguintes: para os anos 1999 a 2001, o giro cambial de 2001; para os anos 2002 a 2004, o giro cambial de 2004; para os anos 2005 a 2007, o giro de 2007; para os anos 2008 e 2009, o giro de 2010. Como os dados do numerador são em US\$ bilhões e aqueles do denominador em US\$ milhões, os resultados devem ser multiplicados por mil para que se chegue à efetiva razão fluxos/giro cambial. Os valores efetivos dessa razão, no entanto, não são importantes à análise realizada, mas apenas a comparação entre as razões verificadas nos distintos países e grupos de países.

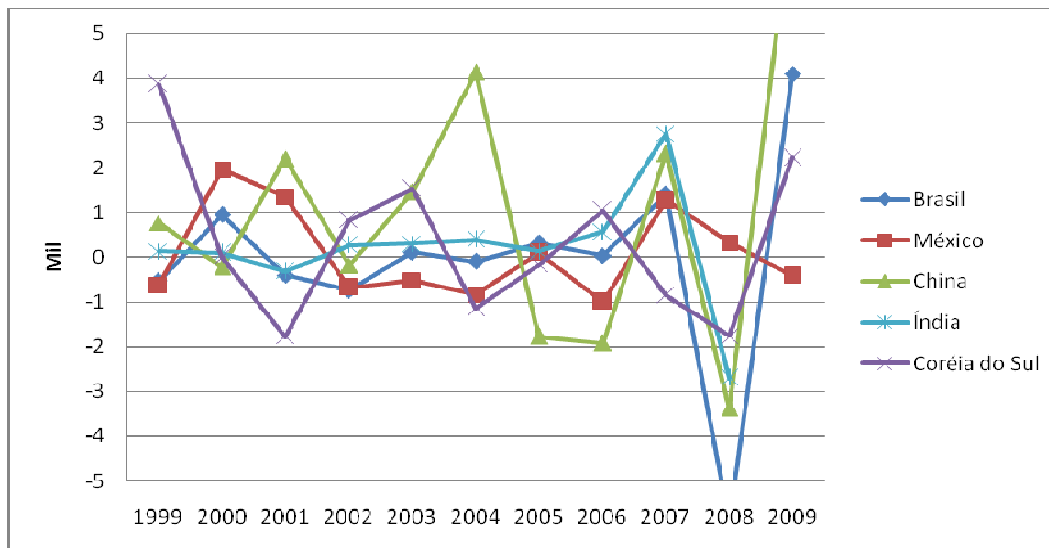
¹³² Uma análise mais refinada deveria utilizar dados para períodos menores que um ano (dados mensais, por exemplo). Visto, porém, que esses dados não existem para todos os países da amostra, optou-se por utilizar os dados anuais.

Gráficos II.13
Fluxos líquidos de capitais financeiros
(Saldo da conta financeira/giro médio dos mercados cambiais locais)
Países centrais
1999 a 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do IFS/FMI e do BIS.

Gráficos II.14
Fluxos líquidos de capitais financeiros
(Saldo da conta financeira/giro médio dos mercados cambiais locais)
Países periféricos
1999 a 2009

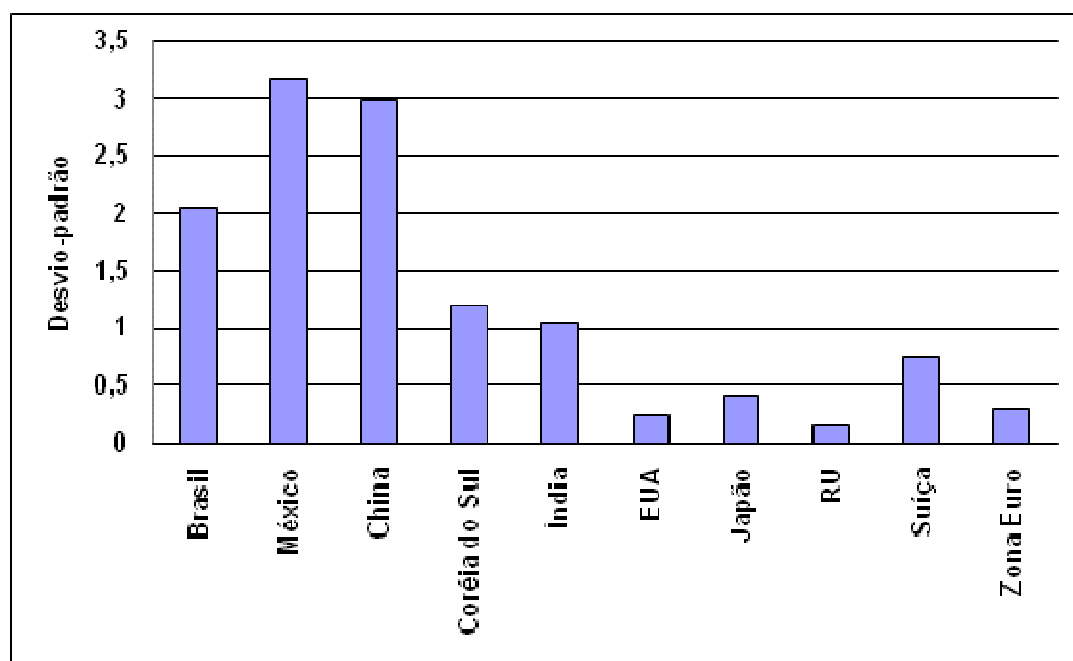


Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do IFS/FMI e do BIS.

Obs: são apresentados apenas os países periféricos para os quais há dados disponíveis sobre o giro médio dos mercados cambiais.

Além de elevados, é possível perceber (mesmo visualmente) que os resultados relativos aos países periféricos são mais voláteis que aqueles relativos aos países centrais. Para confirmar essa percepção, são calculados os desvios-padrão desses valores para o período 1999-2009. Os resultados são apresentados no gráfico II.15, onde é possível notar três níveis bem determinados: os desvios-padrão dos países latino-americanos e da China são os maiores; em seguida, os dos demais países asiáticos; e por fim, aqueles dos países centrais, bastante baixos em relação aos demais. Fica nítido, assim, que os fluxos líquidos de capitais dos países periféricos (em sua relação com os giros cambiais) são muito mais voláteis que aqueles dos países centrais¹³³.

Gráfico II.15
Volatilidade dos fluxos líquidos de capitais financeiros
 (Desvio-padrão da relação entre os saldos das contas financeiras
 e o giro médio dos mercados cambiais locais)
 1999 a 2009

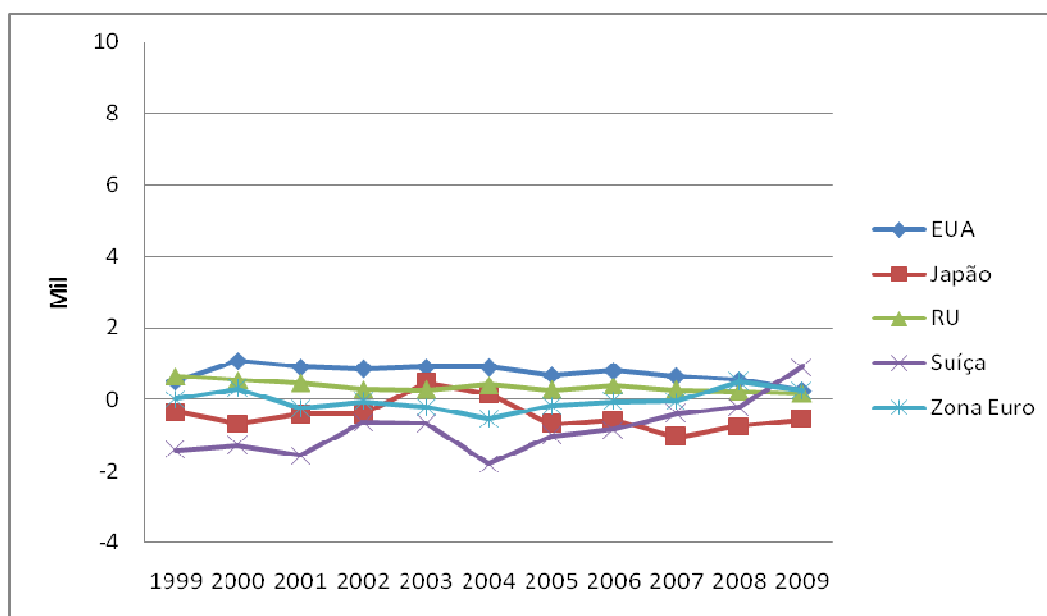


Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do IFS/FMI e do BIS.

¹³³ O capítulo III apresentará uma explicação para esse fenômeno.

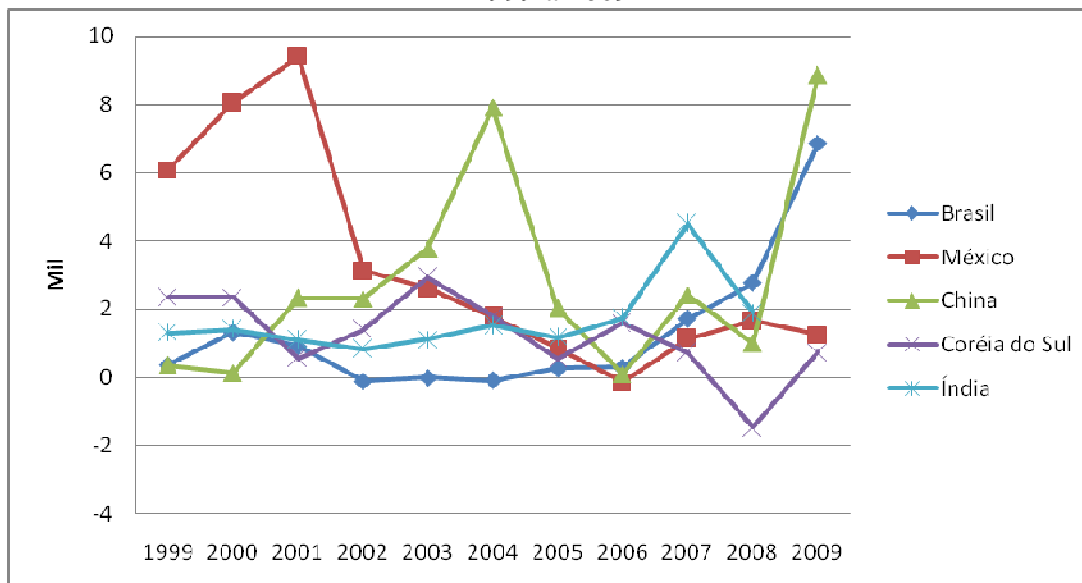
O desvio-padrão mede a diferença das observações em relação à média da série. Os gráficos II.16 e II.17 mostram a diferença de cada observação, não em relação à média, mas em relação à observação precedente (sempre como razão do giro cambial). Isso permite que se perceba a diferença entre o fluxo líquido de um ano em relação àquele do ano anterior, contribuindo à análise de sua volatilidade. A constatação é a mesma, qual seja, que os fluxos líquidos dos países periféricos são muito mais voláteis que aqueles dos países centrais.

Gráfico II.16
Varição dos saldos das contas financeiras/giro diário médio dos mercados
cambiais locais
Países centrais
1999 a 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do IFS/FMI e do BIS.

Gráfico II.17
Varição dos saldos das contas financeiras/giro diário médio dos mercados
cambiais locais
Países periféricos
 1999 a 2009



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do IFS/FMI e do BIS.

Essa volatilidade dos fluxos líquidos de capitais financeiros nos países onde os mercados locais de câmbio não são muito grandes cria uma pressão sobre a volatilidade das taxas de câmbio, como visto na sub-seção II.2.iii; para lidar com essa tendência a uma grande volatilidade cambial, os países adotam políticas econômicas distintas, como se verá adiante.

Propõe-se, então, que essas características todas geram nas taxas de câmbio dos países periféricos uma **tendência** a serem mais voláteis¹³⁴. Como visto, porém, essa tendência nem sempre fica evidente. Conforme anunciado acima, alguns países – notadamente os asiáticos –, reconhecendo as especificidades de suas taxas de câmbio e as dificuldades criadas por uma volatilidade potencialmente mais acentuada, procuram enfrentar esse problema basicamente mediante as seguintes ferramentas, importantes e complementares: i) regulação dos fluxos de capitais na conta financeira; ii) acúmulo de

¹³⁴O capítulo III apresentará explicações mais aprofundadas para essa volatilidade potencialmente (ou “tendencialmente”) elevada.

reservas¹³⁵ e intervenções no mercado cambial; iii) uso da política monetária para interferir nos movimentos das taxas de câmbio (Prates & Cintra, 2007; Haussmann & Pannizza, 2000). O que ocorre, porém, é que essas medidas – assim como qualquer medida de política macroeconômica nacional – não resolvem o problema, que está no fundo ligado ao caráter hierárquico do Sistema Monetário Internacional (apresentado no capítulo I), não tendo destarte soluções de curto prazo. Dependendo do contexto econômico – nacional e internacional –, do grau de controle da conta financeira e do montante de reservas acumuladas, essas medidas podem não ser capazes de atenuar o efeito desestabilizador das taxas de câmbio. De qualquer forma, ainda que não solucionem o problema de forma definitiva, costumam ser medidas eficazes na prevenção ou limitação dos efeitos de certas crises, como se verificou na crise financeira mundial iniciada em 2007¹³⁶.

Resumindo o argumento, o que se defende, portanto, é que os países periféricos **tendem** a ter taxas de câmbio mais voláteis; dito de outra forma, as taxas de câmbio dos países periféricos são *potencialmente* voláteis, embora em alguns países – sobretudo os asiáticos – essa volatilidade potencial não seja verificada na prática, já que ela é confrontada pelas medidas supracitadas de política econômica. A estabilidade buscada por esses países para suas taxas de câmbio pode ser obtida durante longos períodos, tornando a volatilidade cambial *habitual* desses países mais baixa do que aquela verificada nos países centrais. Os momentos, no entanto, em que a volatilidade cambial desses países periféricos torna-se grande – normalmente momentos de reversão dos ciclos internacionais de liquidez¹³⁷ – revelam que a questão da estabilidade cambial não foi conquistada de maneira sustentável, já que o problema basilar persiste (como se verá no capítulo III).

¹³⁵ Carneiro (2008) chama esse “lastro” em reservas de “convertibilidade virtual”.

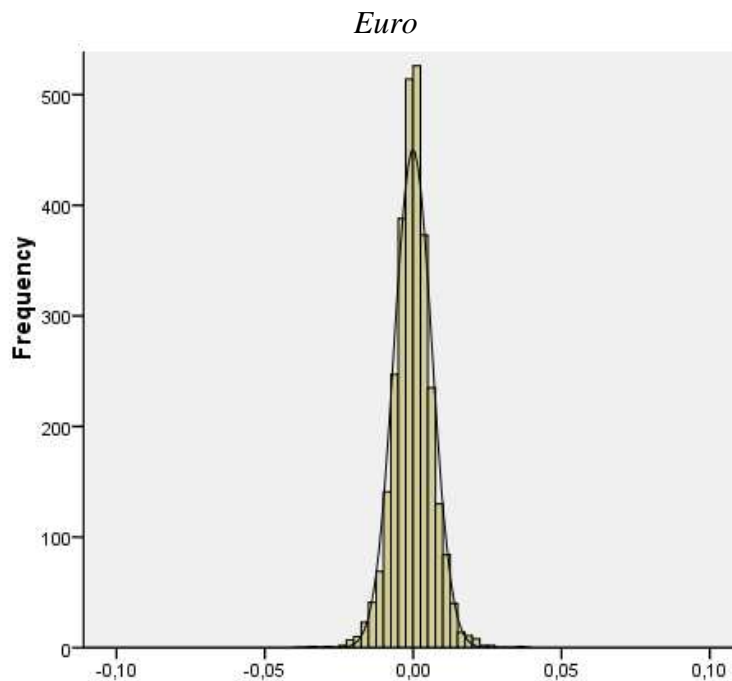
¹³⁶ Kacef & Jiménez (2009) destacam que nessa crise, a capacidade reativa dos países emergentes foi muito maior do que nas crises dos anos 1980 ou 1990 e isso se deve, em parte, a essas políticas de âmbito nacional (principalmente o acúmulo de reservas cambiais).

¹³⁷ O termo “ciclos internacionais de liquidez” se refere à alternância entre momentos de abundância e de escassez de liquidez em âmbito internacional. Para uma rica análise dos ciclos recentes, ver Biancarelli (2007). Os momentos de reversão dos ciclos internacionais de liquidez ficarão nítidos no gráfico II.22, que será apresentado na sub-seção II.2.v.

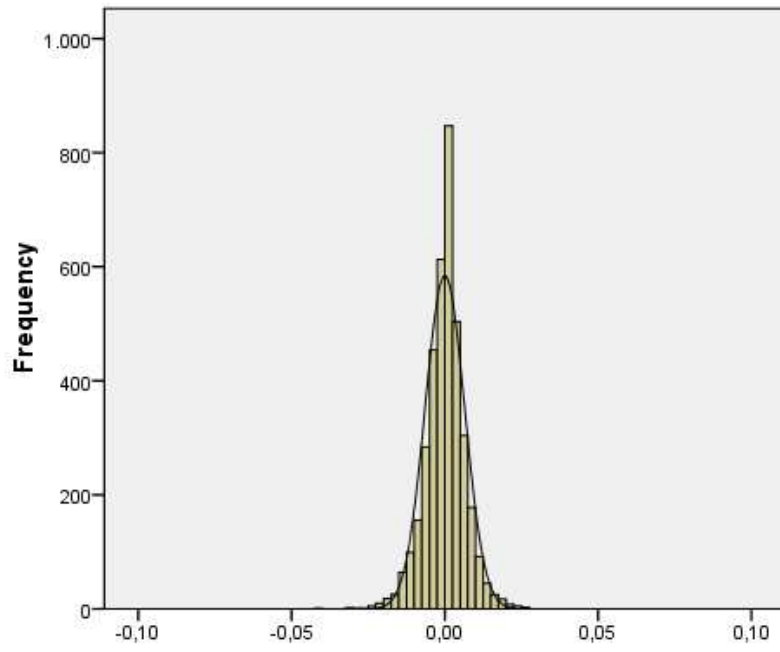
II.2.iv Histogramas das variações cambiais diárias

Dando prosseguimento às investigações, apresentam-se abaixo histogramas de frequência de observações, com as variações cambiais diárias de cada um dos países estudados, para o período julho/1994 a dezembro/2009. Pela análise dos histogramas e das estatísticas descritivas, pode-se perceber os padrões das variações cambiais, ou seja, a distribuição dessas variações, suas médias, modas e medianas e, por fim, a existência de curtose ou assimetria nas distribuições. Os gráficos não deixam dúvida sobre a existência de diferentes padrões de comportamento nas taxas de câmbio dos países centrais e periféricos.

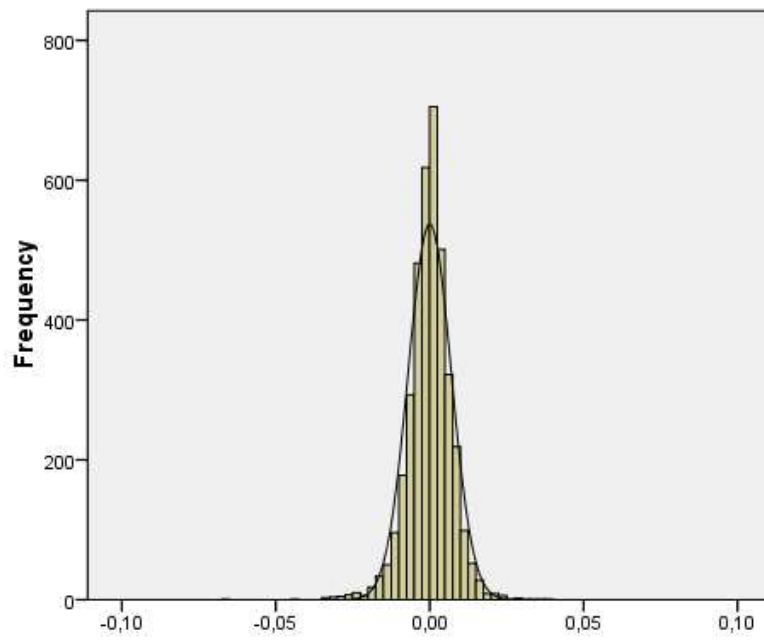
Gráfico II.18
Histogramas das variações cambiais diárias
Países Centrais
Julho 1994 a Dezembro 2009



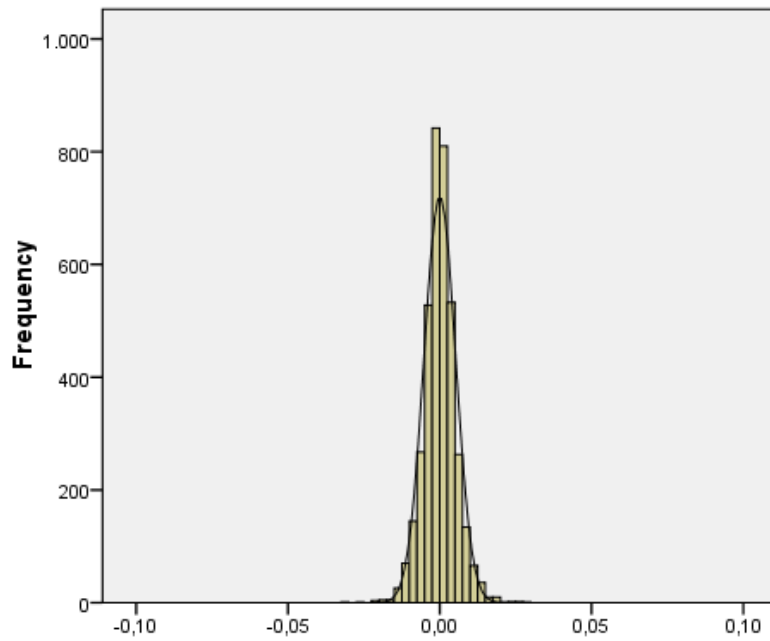
Franco suíço



Yen



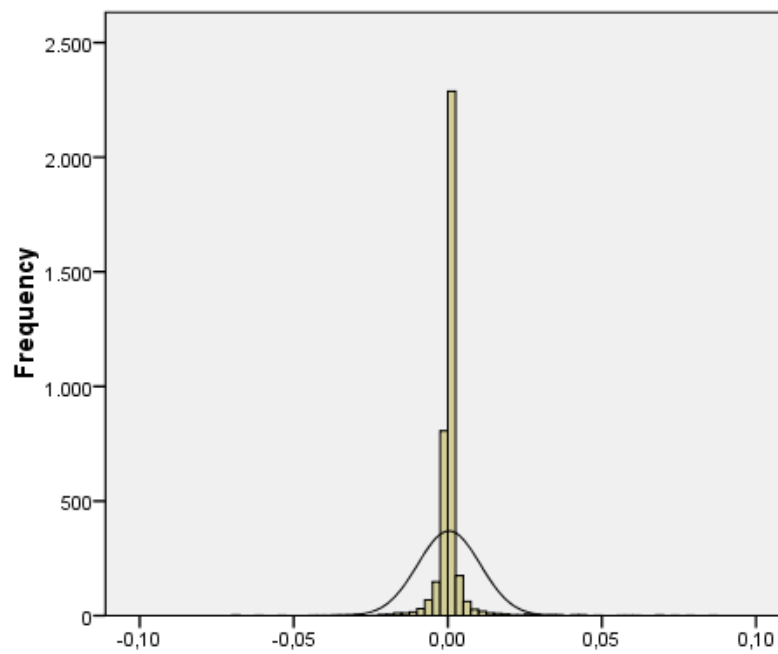
Libra esterlina



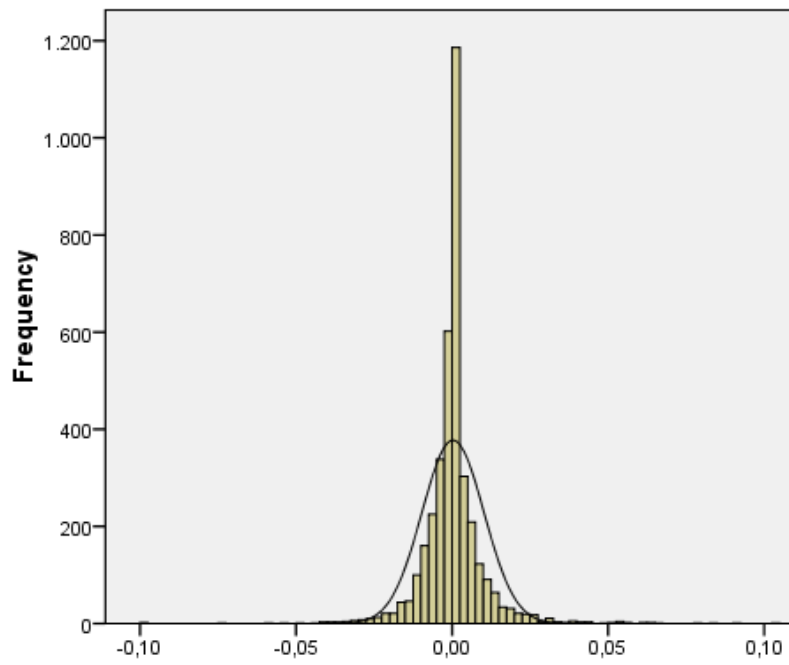
Fonte: Elaboração própria, a partir de dados da OANDA.

Obs: no caso do Euro, o período de análise vai de janeiro de 2002 a dezembro de 2009

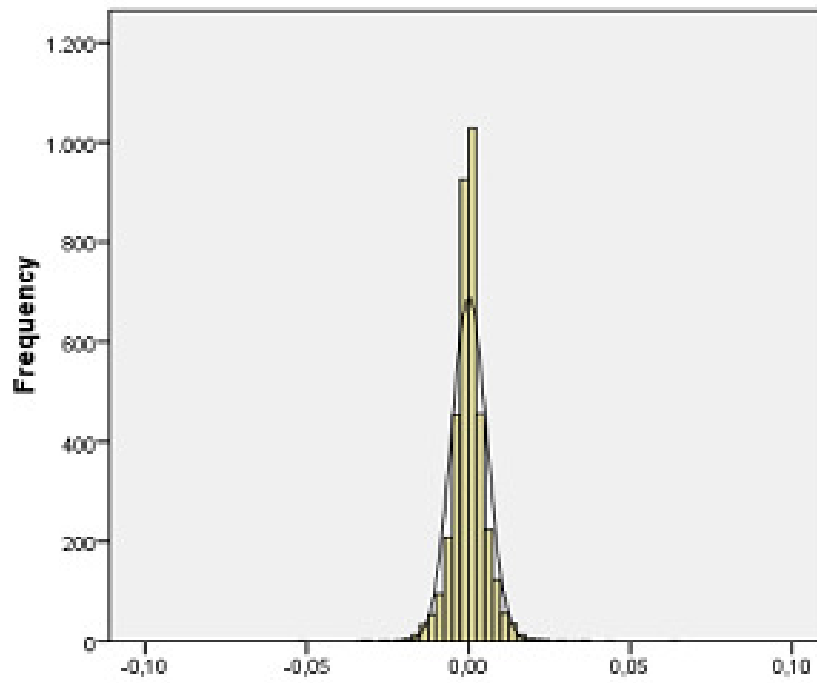
Gráficos II.19
Histogramas das variações cambiais diárias
América Latina
Julho 1994 a Dezembro 2009
Peso argentino



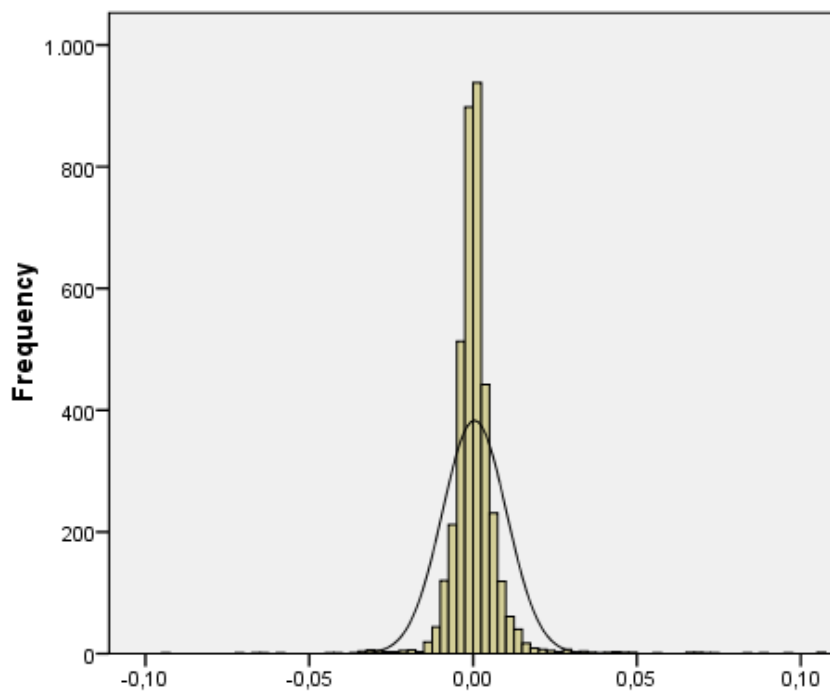
Real brasileiro



Peso chileno

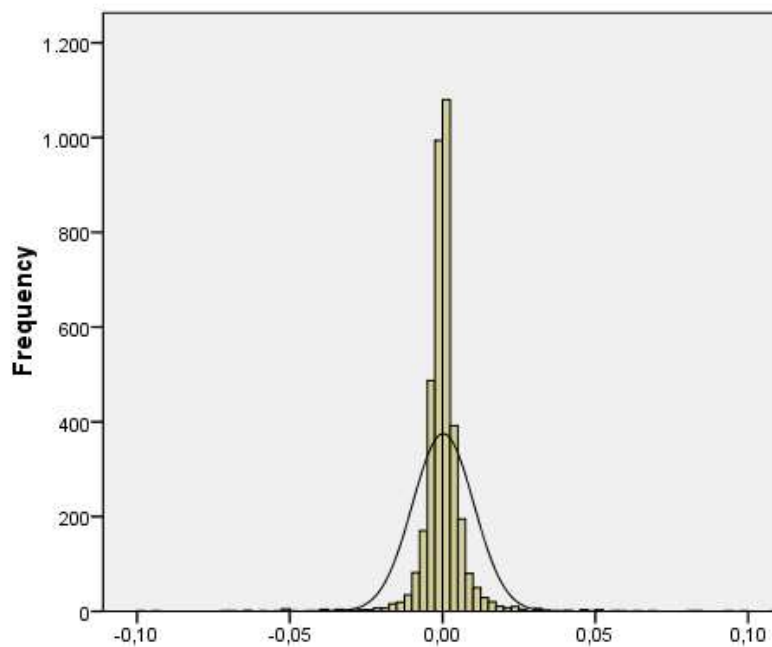


Peso mexicano

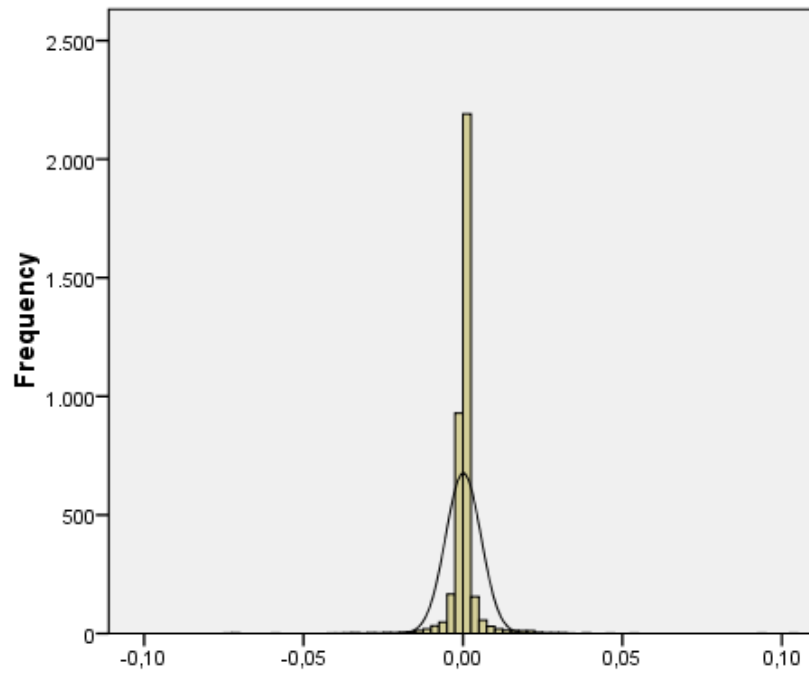


Fonte: Elaboração própria, a partir de dados da OANDA.

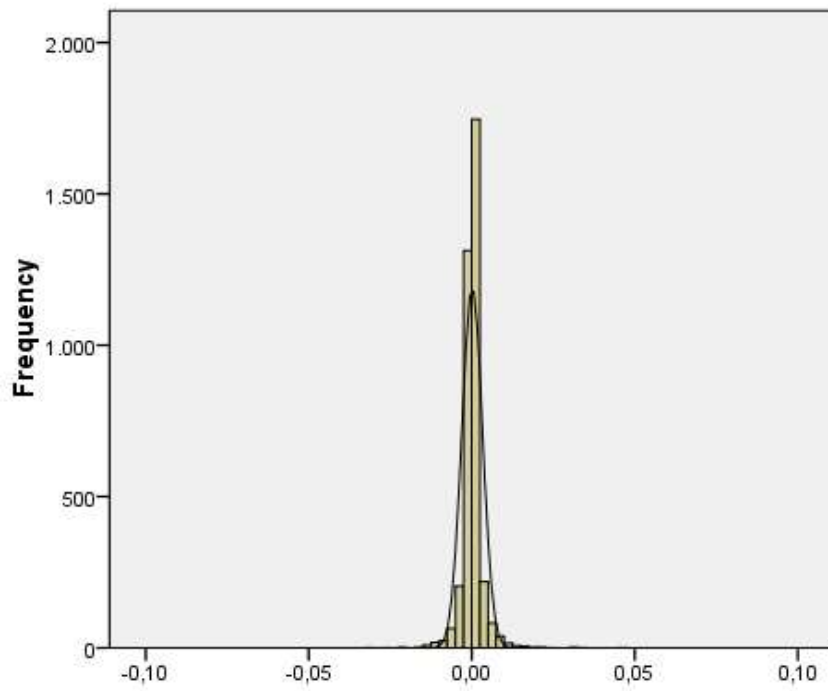
Gráficos II.20
Histogramas das variações cambiais diárias
Ásia
Julho 1994 a Dezembro 2009
Won sul coreano



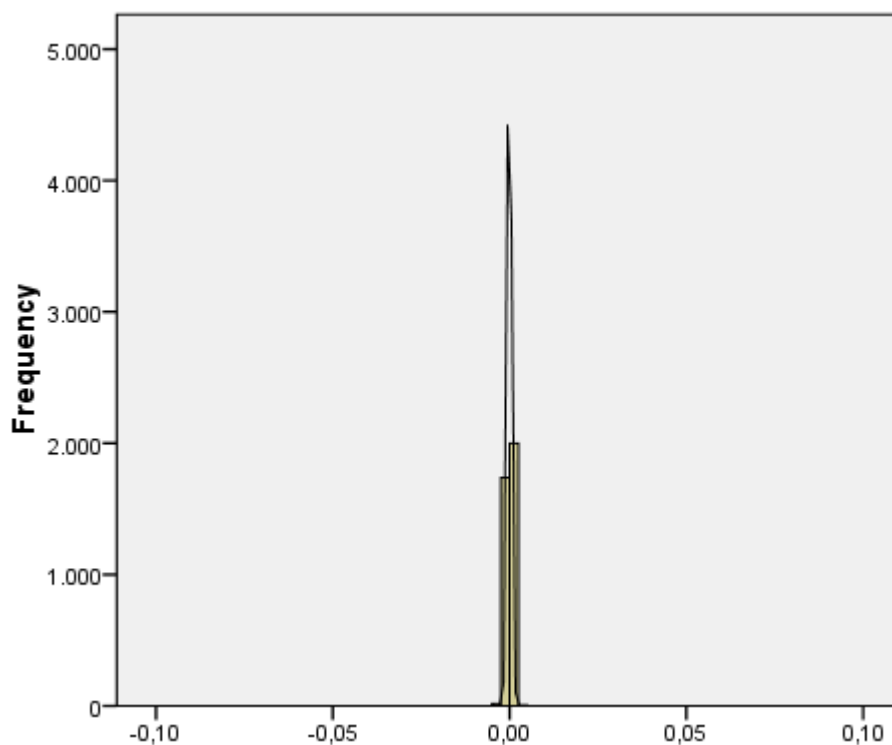
Ringgit malaio



Rúpia indiana



Renminbi chinês



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados da OANDA.

Os gráficos acima nos revelam que o padrão para os países centrais é o de taxas de câmbio cujas variações, quando colocadas em um histograma, formam uma curva aproximadamente normal¹³⁸. Isso indica que a média, a mediana e a moda das variações são próximas a zero e que a frequência dos eventos é decrescente na medida em que se desloca para longe de zero (seja no sentido positivo, seja no negativo). Além disso, percebe-se certa simetria nos eventos localizados dos dois lados da média, já que as caudas à esquerda e à direita são relativamente homogêneas¹³⁹.

Essas análises estatísticas põem em evidência uma série de características comuns às taxas de câmbio dos países centrais. Em primeiro lugar, nota-se que existe uma tendência a certa estabilidade dessas taxas, se comparadas à trajetória das taxas de alguns países periféricos, como ficara indicado na seção II.2.i. Uma corrente de autores que estuda o

¹³⁸ Acrescentou-se aos gráficos as curvas normais correspondentes, para facilitar a visualização. Os gráficos acima apresentam as variações cambiais diárias, mas o exercício foi replicado com as variações cambiais mensais e o padrão é exatamente o mesmo.

¹³⁹ Na verdade, as curvas de distribuição das variações cambiais não são jamais exatamente normais. O ponto aqui destacado, no entanto, é o fato de que nos países centrais essas curvas são muito mais próximas a uma curva normal do que nos periféricos.

processo de determinação das taxas de câmbio baseia-se no artigo seminal de Milton Friedman (1953), sugerindo que a taxa de câmbio é determinada pelos fundamentos macroeconômicos de um país e que, portanto, essa estabilidade cambial verificada na maioria dos países centrais seria mero reflexo da estabilidade nos tais fundamentos¹⁴⁰.

Entende-se nesta tese, porém – na linha de Orléan (1999) –, que essa relativa estabilidade das taxas de câmbio dos países centrais possui um forte componente de “auto-referencialidade”. A imitação está no centro da racionalidade auto-referencial e, num quadro dinâmico, essa imitação é feita com base na opinião majoritária e nos eventos passados. Essa lógica conduz a situações de equilíbrios de curto prazo, a que se chama “convenções”. De acordo com Orléan (1999, p. 84) “a auto-referencialidade das interações faz emergir uma opinião comum pelo mero jogo da auto-realização das crenças, não porque ela é intrinsecamente verdadeira, mas porque todos crêem que ela é verdadeira”. Caracteriza-se, então, o que o autor chama de convenção de “continuidade” ou de “normalidade”, na qual as expectativas – e portanto as ações – baseiam-se no passado e no fato de que os saltos aleatórios, nas variações cambiais dos países centrais, são pequenos e raros.

Dessa forma, quando há alterações nas taxas de câmbio dos países centrais, os agentes têm, por vezes, uma ação anti-cíclica, porque não esperam que a variação será muito grande; no fim, a própria ação anti-cíclica dos agentes colabora para que a taxa não se mova muito. Não porque existe uma taxa de câmbio de equilíbrio, baseada nos fundamentos macroeconômicos, como propunha Friedman (1953), mas apenas porque os agentes costumam basear suas ações em convenções pré-estabelecidas, gerando esse forte componente de auto-referencialidade na determinação e comportamento das taxas de câmbio (Orléan, 1999)¹⁴¹.

É importante perceber, no entanto, que aliados a esse componente de auto-referencialidade, há outros elementos que são essenciais à compreensão da relativa estabilidade cambial dos países centrais. Esses elementos serão retomados ao longo da tese, mas é importante anunciá-los desde já. Primeiramente, constata-se que os fluxos de capitais

¹⁴⁰ Para detalhes, ver Williamsom (1993).

¹⁴¹ Nos países periféricos, a auto-referencialidade é igualmente importante para a determinação dos movimentos das taxas de câmbio, mas ela em geral estimula um “comportamento de manada” e pró-cíclico, que exacerba as variações, ao invés de reduzi-las, como se verá adiante.

direcionados aos países centrais que não são motivados por razões especulativas são proporcionalmente relevantes, se comparados às proporções verificadas nos países periféricos¹⁴², contribuindo com a estabilidade cambial observada. Em segundo lugar, os mercados cambiais dos países centrais são grandes em relação a esses fluxos de capitais (como visto no quadro II.1), de maneira que o efeito desestabilizador desses fluxos é mais fraco que aquele verificado nos países periféricos.

No caso dos países periféricos, por sua vez, podem ser observados dois padrões de histograma, que no fundo refletem os dois arranjos cambiais mais comuns: a administração estrita da taxa ou a “flutuação suja”^{143 144}.

De qualquer forma, há para o conjunto dos países periféricos algumas constatações que merecem destaque. Em primeiro lugar, o histograma das variações cambiais se afasta de uma curva normal padrão¹⁴⁵. A média das variações, para esses países, também está em torno de zero. A moda também é zero, mas com uma concentração de observações iguais a zero muito maior do que aquela verificada nos países centrais. Isso não é mero fruto da interação dos agentes no mercado, mas sim de ações públicas deliberadas com o intuito de garantir a estabilidade das taxas de câmbio, como discutido nas seções precedentes¹⁴⁶. São facilmente identificáveis os dois padrões de gestão cambial mencionados acima, já que os histogramas de Argentina, China, Malásia e Índia têm uma concentração massiva de variações cambiais iguais a zero. É importante notar que essas variações não são próximas, mas sim idênticas a zero (ou seja, 0,0%), em função da defesa da paridade promovida pelas autoridades monetárias. O caso limite entre os países estudados nesse trabalho é aquele da

¹⁴² Como visto na sub-seção II.2.iii, a volatilidade dos fluxos de capitais que se direcionam aos países periféricos é mais elevada que aquela dos fluxos que se dirigem aos países centrais.

¹⁴³ De acordo com a definição do FMI, em regimes de “flutuação suja” a taxa de câmbio é fixada pelos mercados, mas as autoridades intervêm ativamente, sem que haja, no entanto, um objetivo preciso para a taxa. Para maiores detalhes, ver Plihon (1991).

¹⁴⁴ Os países estudados apresentam regimes cambiais distintos e uma análise mais aprofundada deveria lidar com cada regime de maneira individualizada. Contudo, os detalhes da administração das taxas de câmbio desses países não são necessários aos objetivos desse capítulo e o importante é apenas perceber que, entre os países periféricos, há alguns que buscam uma paridade cambial fixa, enquanto outros buscam apenas influenciar a trajetória e o patamar de suas taxas de câmbio, sem que haja, porém, a busca por uma estabilidade cambial rígida. Para a apresentação de uma taxonomia dos regimes cambiais existentes, ver Plihon (1991).

¹⁴⁵ A simples análise visual permite essa constatação que, no entanto, foi corroborada pelos testes de normalidade realizados.

¹⁴⁶ Como antecipado acima, a seção II.3 apresentará a dinâmica das taxas de juros e das reservas cambiais nos países estudados, indicando que ela está muitas vezes condicionada aos esforços realizados pelas autoridades monetárias nacionais para conter a volatilidade cambial. BIS (2005) mostra que um dos objetivos das intervenções cambiais nos países periféricos é justamente conter a volatilidade cambial.

Argentina, onde a paridade foi, entre 1991 e 2001, determinada por uma lei constitucional¹⁴⁷.

Outra característica interessante dos histogramas dos países periféricos é que as curvas têm “caudas espessas” – leptocurtose. Se os gráficos acima não permitem essa constatação visualmente, a tabela II.1, das estatísticas descritivas, é eloqüente a esse respeito, mostrando que a “curtose” das variações cambiais nos países periféricos é muito maior do que aquela dos países centrais. Essa percepção mostra que, ainda que esses países tenham normalmente taxas de câmbio cujas variações diárias sejam próximas a zero, existe uma quantidade não desprezível de “grandes variações” – ou variações aberrantes (Plihon, 1991). Percebe-se, destarte, que a maioria das variações cambiais diárias desses países é igual ou próxima a zero, mas que há também grandes variações. Nos países centrais, por outro lado, as variações pertencem quase todas a uma faixa relativamente estreita.

Essas características ficam mais nítidas na tabela II.2, que mostra o percentual de variações diárias das taxas de câmbio – entre julho de 1994 e dezembro de 2009 – que esteve dentro de determinadas faixas: 0% a 1%; 1% a 2%; 2% a 5%; e acima de 5%. Nota-se que em muitos dos países periféricos estudados (Argentina, Brasil, Coréia do Sul, Malásia e México), um percentual não desprezível de variações cambiais diárias esteve acima de 2%. O caso extremo é o do Brasil, onde 4,6% das variações foram superiores a 2%. Na China e na Índia, por outro lado, as variações foram quase todas inferiores a 1%, revelando a administração cambial realizada. Já nos países centrais, a quase totalidade das variações foi inferior a 2% e não houve – ou praticamente não houve – variação diária superior a 5%.

Para terminar a análise dos histogramas, há uma última característica das variações cambiais dos países periféricos sobre a qual vale a pena chamar a atenção: a curva é tombada à direita. Ainda que visualmente não fique tão claro, o cálculo da “assimetria”¹⁴⁸, apresentado na tabela II.1, deixa isso evidente. Essa assimetria à direita se explica por outro fenômeno interessante e revelador: as variações cambiais dos países periféricos têm uma

¹⁴⁷ Entre as medidas para estabilizar a taxa de câmbio, aquela que apresenta um grau de radicalidade maior que a adoção de um *currency board* é a dolarização da economia, na qual a moeda nacional é completamente substituída por uma moeda estrangeira – geralmente o dólar americano. Na dolarização, mais que a estabilização da taxa de câmbio, promove-se a abolição da taxa de câmbio em relação à moeda estrangeira mais importante para a economia em questão. Equador e alguns países centro-americanos são exemplos de economias dolarizadas.

¹⁴⁸ *Skewness*, no termo em inglês.

dinâmica e um *timing* diferentes quando são no sentido da apreciação ou da depreciação da moeda. A elevação das taxas de câmbio é, às vezes, expressiva e súbita. Em apenas um dia, uma moeda periférica pode ter seu valor externo reduzido em 5%, 10% ou mesmo 20% diante do dólar¹⁴⁹. É o fenômeno de *overshooting*, proposto por Dornbusch (1976) e que pôde ser verificado nos gráficos II.1 e II.2. No sentido da apreciação da moeda, no entanto, o movimento não é quase nunca súbito. Podem-se notar longos movimentos de queda da taxa de câmbio, como o verificado no Brasil entre 2003 e 2007, mas as variações diárias negativas raramente são expressivas¹⁵⁰.

¹⁴⁹ A tabela II.1 mostra as variações diárias máximas da taxa de câmbio – para cima e para baixo – de cada um dos países estudados

¹⁵⁰ As autoridades monetárias de alguns países periféricos têm sido lenientes com relação a esses duradouros movimentos de apreciação da moeda, sobretudo em função da obstinação por manter a inflação em patamares baixos.

Tabela II.1
Estatísticas descritivas dos histogramas de variações cambiais diárias
 Julho 1994 a Dezembro 2009

		Argentina	Brasil	Chile	China	Euro	Índia	Reino Unido	Japão	Coréia do Sul	Malásia	México	Suíça
Número de observações	Válidas	3762	3762	3762	3762	2870	3762	3762	3762	3762	3762	3762	3762
	Missing	283	283	283	283	1175	283	283	283	283	283	283	283
Média		0,0004	0,0003	0,0001	0	0	0,0001	0	0	0,0002	0,0001	0,0004	0
DP da média		0,00017	0,00016	0,00009	0,00001	0,00012	0,00005	0,00008	0,00011	0,00016	0,00009	0,00016	0,0001
Mediana		0	0,0001	0	0	0	0	0	0,0002	0	0	0	0
Moda		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Desvio padrão		0,01015	0,00993	0,00545	0,0006	0,00636	0,00315	0,00521	0,00698	0,01	0,00554	0,00979	0,00641
Variância		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Assimetria		20,572	0,818	0,602	-9,819	0,054	1,543	0,133	-0,539	1,867	1,454	3,159	-0,181
DP da Assimetria		0,04	0,04	0,04	0,04	0,046	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Curtose		748,59	19,27	12,178	338,225	1,657	31,179	2,094	5,044	96,616	93,616	108,876	1,972
DP da Curtose		0,08	0,08	0,08	0,08	0,091	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Mínimo		-0,12	-0,1	-0,05	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,07	-0,18	-0,07	-0,15	-0,04
Máximo		0,4	0,1	0,06	0,01	0,04	0,05	0,03	0,04	0,16	0,1	0,2	0,03
Percentis	25%	-0,0002	-0,003	-0,0023	0	-0,0036	-0,0006	-0,003	-0,0036	-0,0022	-0,0002	-0,0026	-0,0033
	50%	0	0,0001	0	0	0	0	0	0,0002	0	0	0	0
	75%	0,0003	0,0026	0,0025	0	0,0037	0,0008	0,0029	0,004	0,002	0,0003	0,0026	0,0036

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA.

Obs: no caso do Euro, o período analisado vai de janeiro de 2003 a dezembro de 2009

Tabela II.2
Percentual das variações cambiais diárias de cada país (em módulo),
conforme faixas de variação
 Julho 1994 a Dezembro 2009

	0-1%	1-2%	2-5%	>5%
Euro	89,0%	10,2%	0,8%	0,0%
RU	92,7%	6,8%	0,5%	0,0%
Japão	88,0%	10,4%	1,6%	0,0%
Suíça	88,7%	10,2%	1,1%	0,0%
Argentina	95,2%	3,0%	1,4%	0,4%
Brasil	82,4%	12,3%	4,6%	0,6%
Chile	92,7%	6,4%	0,9%	0,0%
México	91,6%	6,0%	1,9%	0,5%
China	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Índia	97,3%	2,2%	0,4%	0,0%
Coréia do Sul	91,1%	5,8%	2,3%	0,8%
Malásia	95,2%	3,2%	1,5%	0,2%

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da OANDA. Obs: no caso do Euro, o período analisado vai de janeiro de 2003 a dezembro de 2009

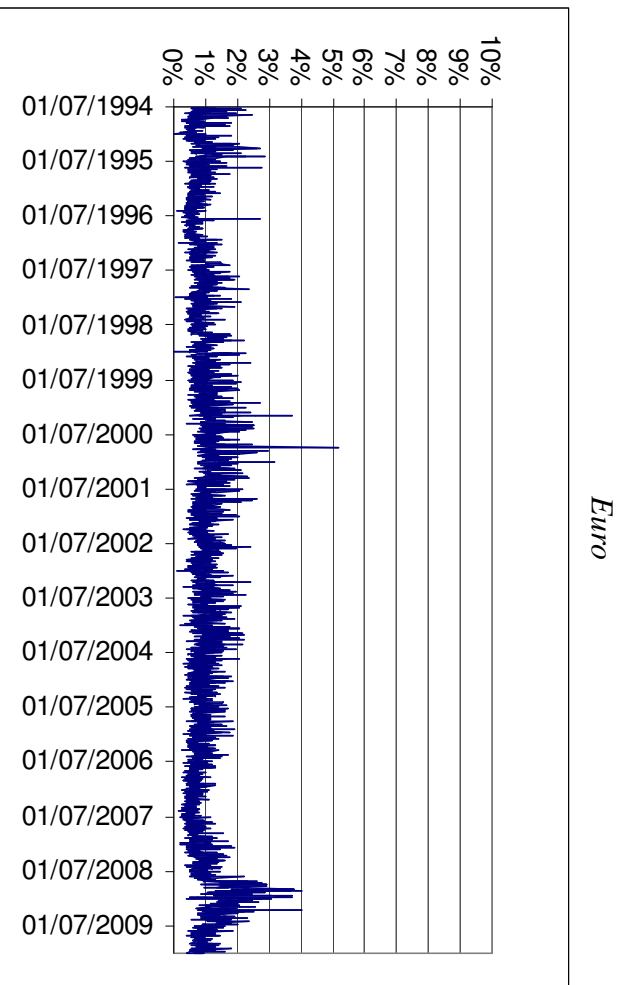
Prossegue-se abaixo com a análise de outros indicadores, que poderão corroborar as hipóteses até aqui levantadas.

II.2.v A amplitude das variações cambiais

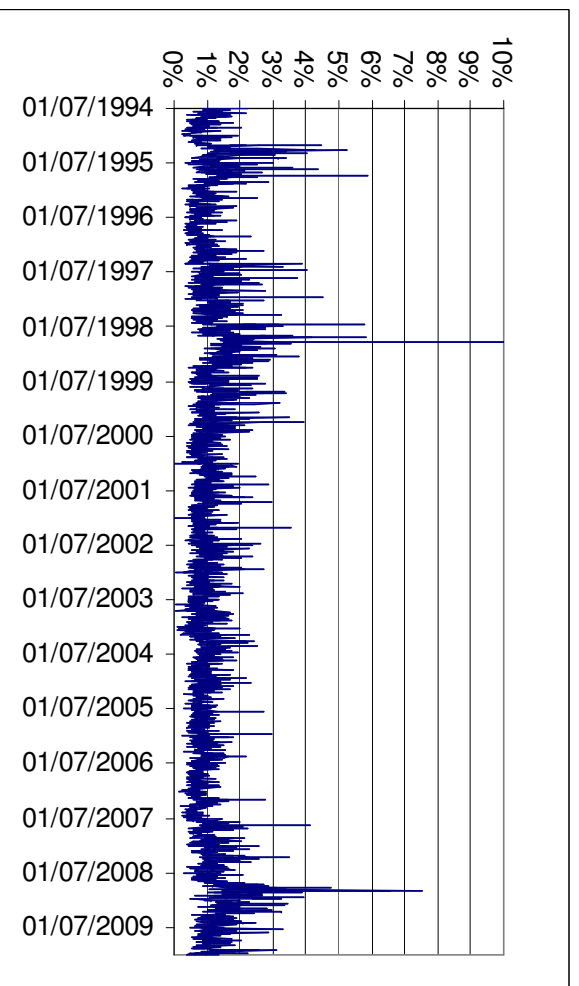
A amplitude diária das taxas de câmbio é medida a partir das taxas máximas e mínimas atingidas em cada dia¹⁵¹. Dessa forma, é possível também estudar a dinâmica das taxas de câmbio dentro de cada dia, visto que as variações diárias foram calculadas a partir das taxas de fim de dia. Uma taxa pode ter uma variação pequena de um dia a outro, mas com movimentos importantes durante o dia e isso não é perceptível pelo simples estudo das variações diárias. Justifica-se, então, uma análise da amplitude das taxas de câmbio, que permitirá a percepção de outras particularidades da dinâmica cambial dos países periféricos e centrais (ver gráficos abaixo).

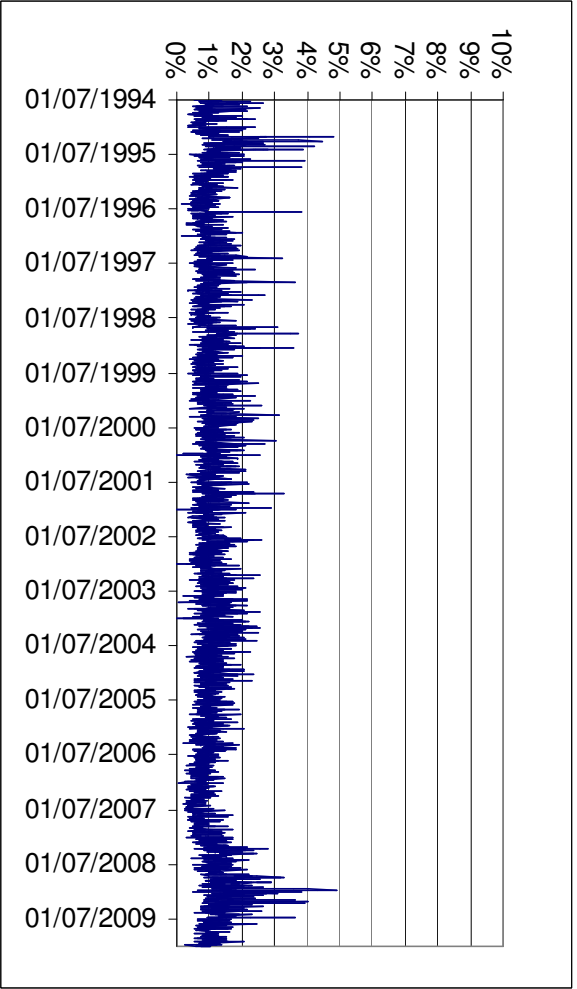
¹⁵¹ A amplitude cambial foi calculada da seguinte maneira: [(taxa máxima do dia – taxa mínima do dia)/taxa média do dia].

Gráfico II.21
Amplitude diária das taxas de câmbio

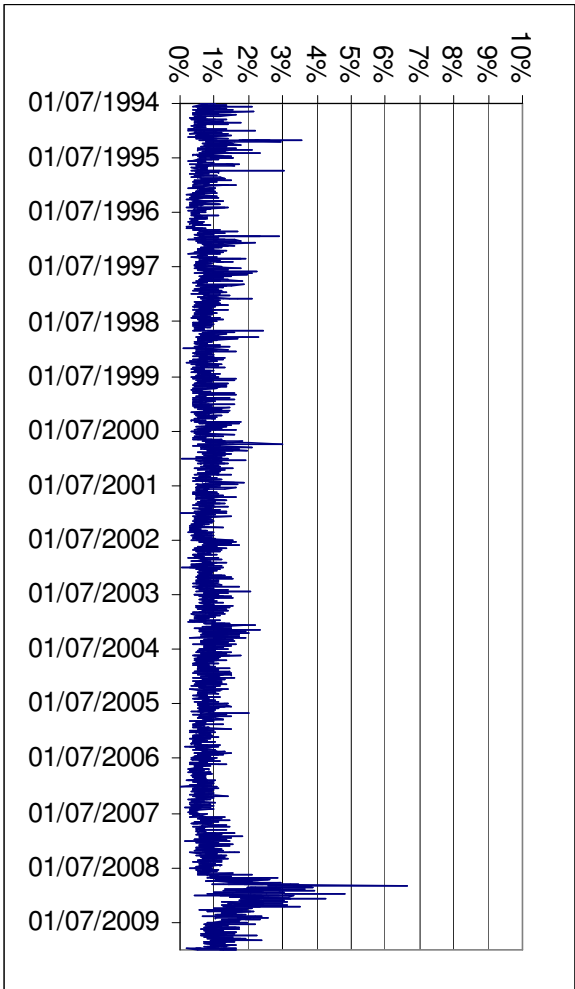


Yen

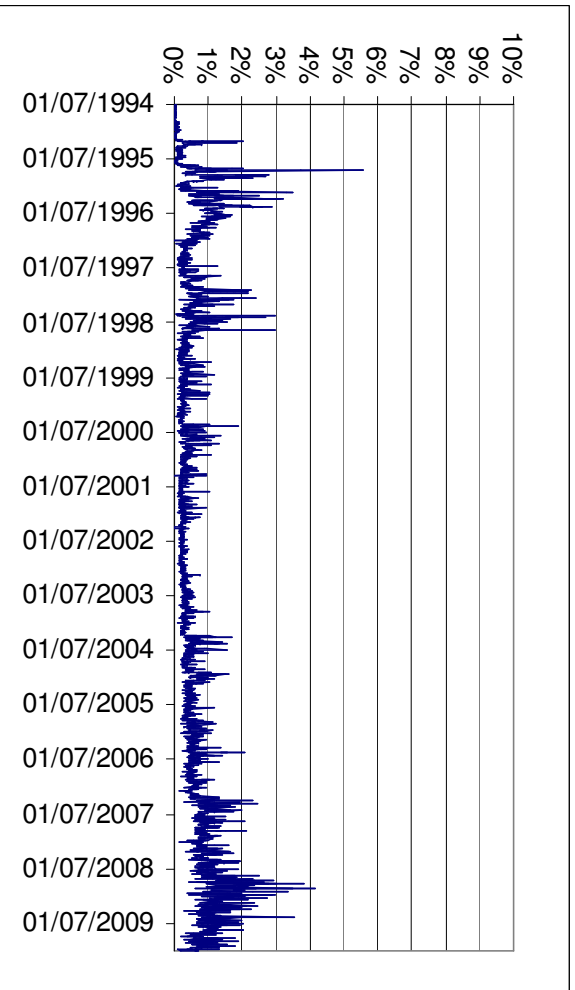




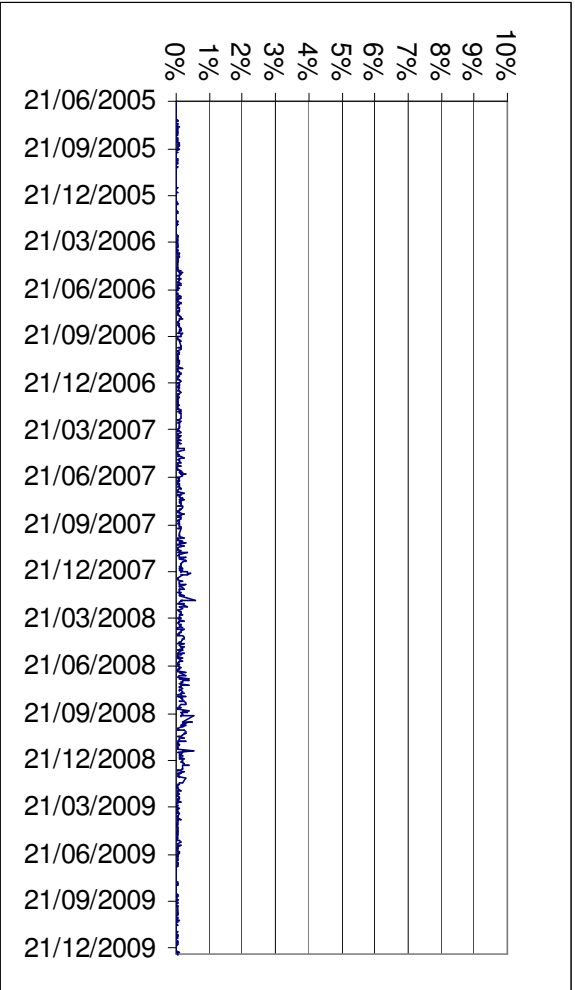
Franco suíço



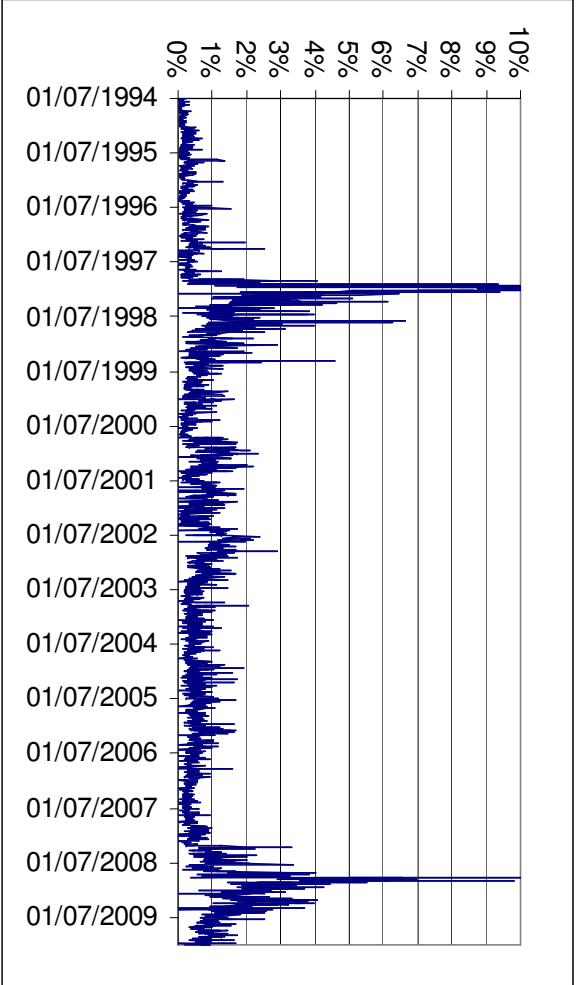
Libra esterlina



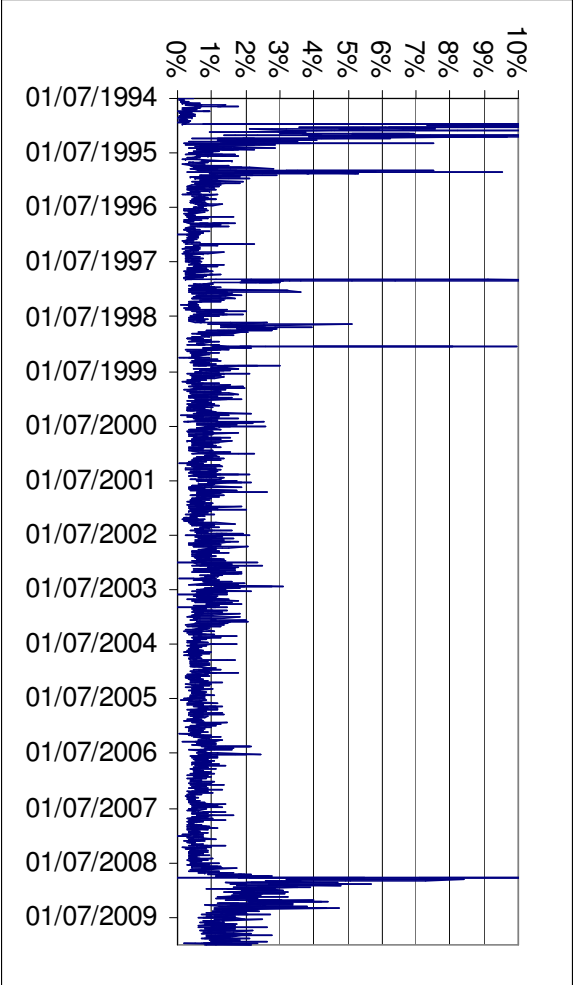
Rúpia indiana



Reminbi chinês

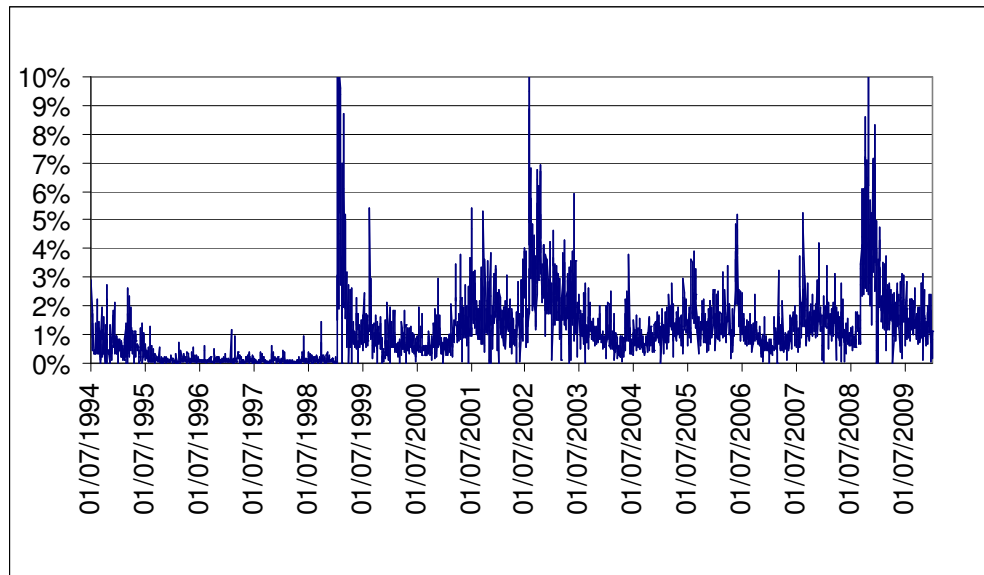


Won sul coreano



Peso mexicano

Real brasileiro



Obs: A amplitude cambial é calculada da seguinte forma: $[(\text{taxa máxima do dia} - \text{taxa mínima do dia}) / \text{taxa média do dia}]$. Infelizmente não há dados para todos os países avaliados neste trabalho, mas ainda assim a avaliação dos dados existentes já é elucidativa para a percepção de diferentes padrões de comportamento da taxa de câmbio, conforme o grupo de países.

Fonte: Elaboração própria, partir de dados da *Reuters*, disponibilizados pelo *software Ecwin*.

Como mostram os gráficos, a amplitude das variações cambiais diárias também apresenta um comportamento mais homogêneo nos países centrais, além de uma menor presença (ou mesmo ausência) de observações aberrantes. Isso pode ser explicado em parte pela existência de expectativas quanto a uma relativa estabilidade de tais taxas de câmbio, reforçando a proposição da sub-seção anterior a respeito da convenção de “continuidade” ou de “normalidade”. Baseados no que crêem ser a opinião majoritária de seus pares e no padrão histórico, os agentes nunca esperam que haja alterações diárias extremamente elevadas nas taxas de câmbio dos países centrais, de forma que, a um dado momento do processo de elevação ou queda da taxa, passam a crer que ela iniciará um movimento reverso e iniciam operações que, ao fim, contribuem com a estabilização da taxa ou mesmo com a reversão no sentido do movimento.

Nos países periféricos, em contrapartida, a lógica é a contrária e a convenção que se forma não espera a manutenção da taxa de câmbio no patamar em que se encontrava, mas sim a continuidade do movimento de apreciação ou (sobretudo) de depreciação que se

iniciou¹⁵². Não há um preço convencional, mas sim um comportamento convencional dos agentes, que adotam a seguinte postura: nos momentos de incerteza, quando percebem que a taxa de câmbio está se elevando, eles aderem rapidamente a um “comportamento de manada” que amplifica as variações cambiais. A grande amplitude cambial desses países periféricos, por sua vez, aumenta o estímulo à especulação – já que pode proporcionar ganhos diários extremamente elevados aos agentes – estabelecendo uma espécie de círculo vicioso.

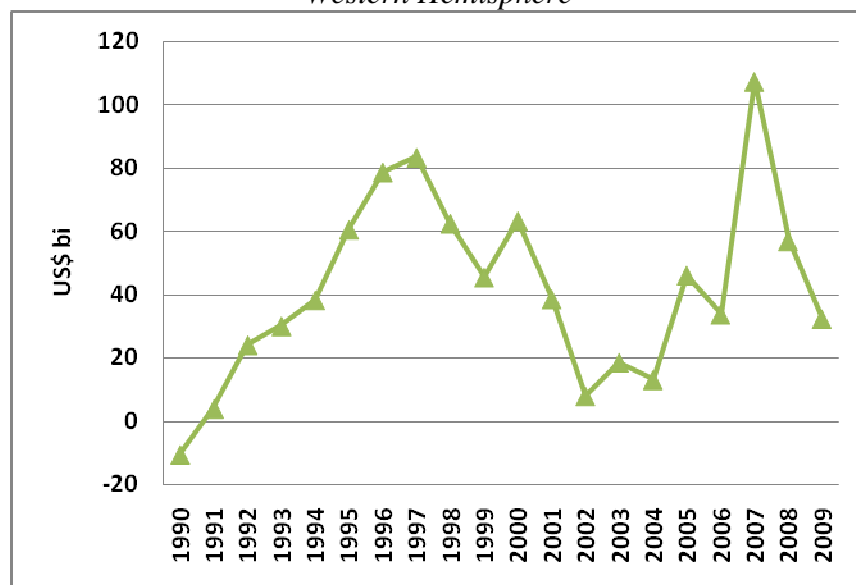
Dito de outra forma: quando se inicia um movimento de fuga de capital em um país periférico, os agentes que possuem recursos alocados nesse país adotam, em geral, uma postura absolutamente imitativa e retiram também seu capital dessa praça. Em grande parte das vezes, não sabem sequer o motivo dessa fuga de capital, que pode ser de ordem doméstica ou, o que é muito comum, de ordem exógena ao país em questão. De qualquer maneira, a história mostra que as perdas (assim como os ganhos) podem ser muito grandes nesses países (em função basicamente do histórico de volatilidade de suas taxas de câmbio, do tamanho reduzido de seus mercados cambiais e da importância relativa dos fluxos de capital especulativo) e que, portanto, o “comportamento de manada” é a postura racional.

Embora as decisões sejam isoladas e individuais, os investidores acabam agindo, portanto, de maneira conjunta, seja enviando, seja retirando recursos dos países periféricos, e configurando os chamados “ciclos de liquidez internacional”. Desde a inserção dos países periféricos na globalização financeira, que se iniciou nos anos 1990, verifica-se a alternância de momentos de entrada massiva de recursos nos países periféricos, sucedidos por períodos de saída igualmente massiva desses recursos, e assim sucessivamente. Os

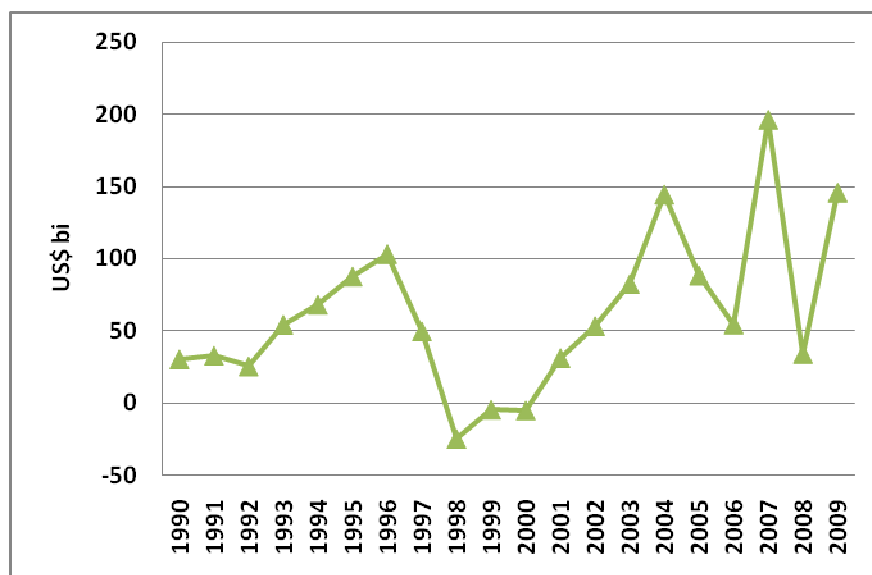
¹⁵² A “convenção de normalidade” nos países centrais diz respeito, muitas vezes, à manutenção da taxa de câmbio em torno do patamar em que se encontra (em função do histórico, do tamanho e profundidade dos mercados cambiais e da existência de fluxos de capital permanentes para esses países). Nos países periféricos, em contrapartida, essa “normalidade” diz respeito à continuidade do movimento verificado na taxa de câmbio; se ela começa a aumentar, espera-se que ela continuará aumentando, havendo um estímulo para a venda daquela moeda e contribuindo ao fim para esse movimento de alta da taxa. A auto-referencialidade e as convenções estão presentes, portanto, em ambos os grupos de países, pois fazem parte da racionalidade dos agentes. O que muda, no entanto, é o objeto em análise, a saber, as moedas e ativos que estão sendo transacionados. Dependendo do tipo de moeda ou ativo (ou de sua posição no SMI, identificada no capítulo I), a convenção dos agentes será num sentido ou em outro; basicamente, essa convenção será muitas vezes formada no sentido de que: i) vale a pena manter (ou mesmo adquirir) moedas centrais (ou ativos nela denominados), já que a taxa de câmbio não aumentará de maneira indefinida; ou ii) a melhor atitude é o abandono imediato da moeda ou ativo em questão, no caso dos periféricos. Para além de todas essas discussões, é evidente que o tamanho dos mercados cambiais também é importante na explicação das diferentes dinâmicas cambiais.

gráficos II.22 mostram o fluxo privado líquido de capitais da conta financeira dos países latino-americanos (*Western Hemisphere*¹⁵³) e dos “asiáticos em desenvolvimento” (*Developing Asia*).

Gráficos II.22
Ciclos internacionais de liquidez
 Fluxo líquido de capital privado – conta financeira
 1990 a 2009
Western Hemisphere



Developing Asia



Fonte: *World Economic Outlook 2010*, FMI.

¹⁵³ O grupo chamado pelo FMI de “*Western Hemisphere*” é composto quase que exclusivamente pelos países da América Latina.

Como se vê, portanto, os agentes se posicionam massiva e simultaneamente do mesmo lado do mercado, seja enviando, seja retirando recursos dos países periféricos. Com isso, jogam o preço – no caso, a taxa de câmbio – para cima ou para baixo com intensidade, determinando que a amplitude cambial desses países torne-se, nesses momentos, bastante grande.

Percebe-se, então, que a especulação cambial nos países centrais pode ter em alguma medida um componente anti-cíclico, enquanto nos países periféricos ela é quase que exclusivamente pró-cíclica. E porque essa diferença? Propõe-se nesta tese que o padrão de demanda pelas distintas moedas (e títulos nelas denominados) é bastante diverso e essa diferença é explicada preponderantemente pela hierarquia do Sistema Monetário Internacional, estudada no capítulo I. Esses distintos tipos de demanda, por sua vez, geram diferentes padrões de comportamento para as taxas de câmbio dos dois grupos de países, como se verá no capítulo III.

Voltando aos gráficos com a amplitude cambial (gráficos II.21), há ainda uma constatação interessante: nos momentos de calmaria econômica, a amplitude diária das taxas de câmbio não é muito elevada nos países periféricos e, pelo contrário, é até mesmo menor do que nos centrais. À semelhança do já discutido nas seções anteriores, entende-se aqui que essa habitual baixa amplitude se deve às intervenções públicas no sentido de evitar a variabilidade excessiva das taxas de câmbio: intervenções esporádicas, nos regimes de flutuação “suja”, ou defesa permanente da paridade, nos regimes de administração cambial.

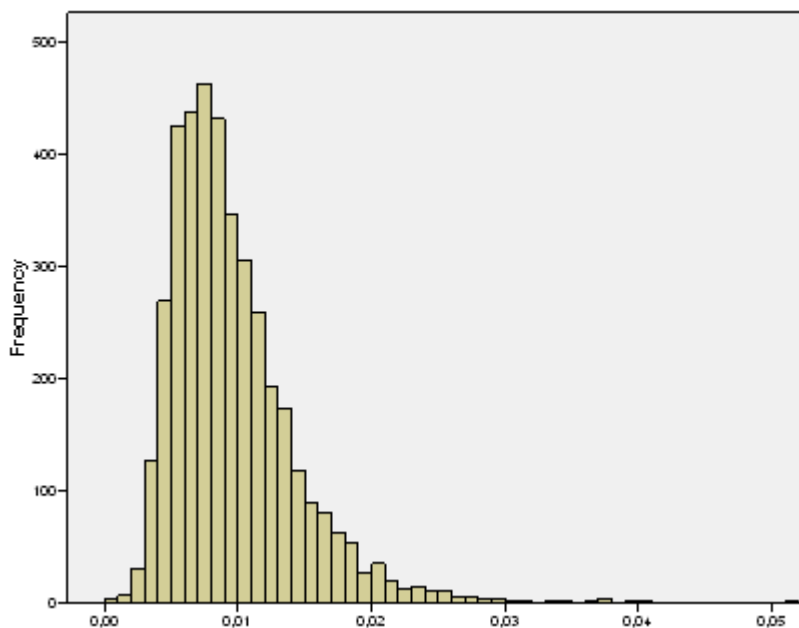
Com relação à raridade de amplitudes muito elevadas nas variações cambiais diárias das moedas centrais, outro ponto crucial para sua explicação está no já aventado tamanho e profundidade de seus mercados cambiais. Como visto no quadro II.1, a relação entre os fluxos de capital e o giro (*turnover*) dos mercados cambiais é muito menor nos países centrais do que nos periféricos. São necessárias, portanto, enormes movimentações de capital para causar variações cambiais expressivas nesses mercados, enquanto nos mercados cambiais periféricos, fluxos menos volumosos de capitais já são capazes de desestabilizá-los.

Reapresentam-se abaixo as amplitudes diárias das taxas de câmbio em questão, mas na forma de histogramas que, à semelhança do realizado na análise das volatilidades cambiais, permitem observações interessantes. A frequência de observações dessas

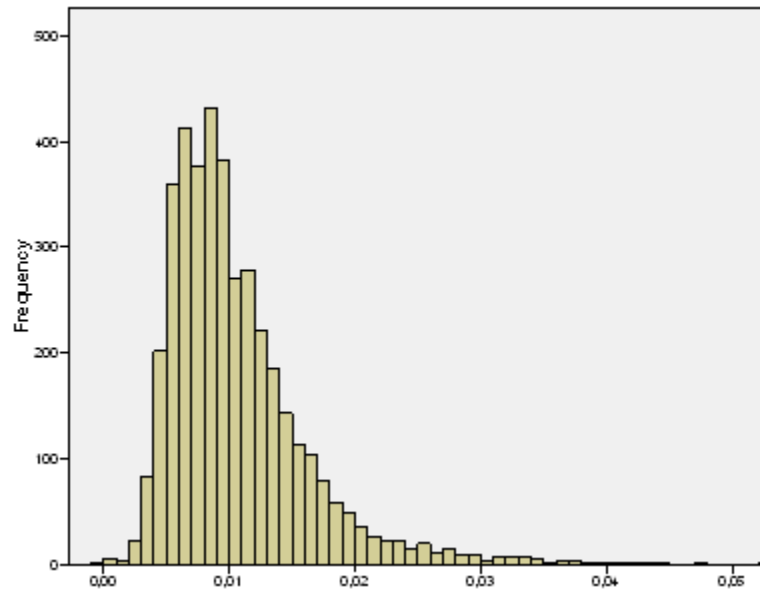
amplitudes nos países centrais configura, como mostram os gráficos abaixo, uma curva *qui-quadrado*, com média em torno de 1%. Nos países periféricos, não se configura o mesmo padrão de curva, sobretudo pela grande concentração de observações iguais ou muito próximas a zero. Nos gráficos de México e Coréia, fica evidente a presença de uma cauda mais espessa, em função dos momentos em que a amplitude cambial é exacerbada, como discutido acima.

Gráfico II.23
Histogramas com a amplitude diária das taxas de câmbio nominais
(moeda nacional/US\$)
Países Centrais
Julho 1994 a Dezembro 2009

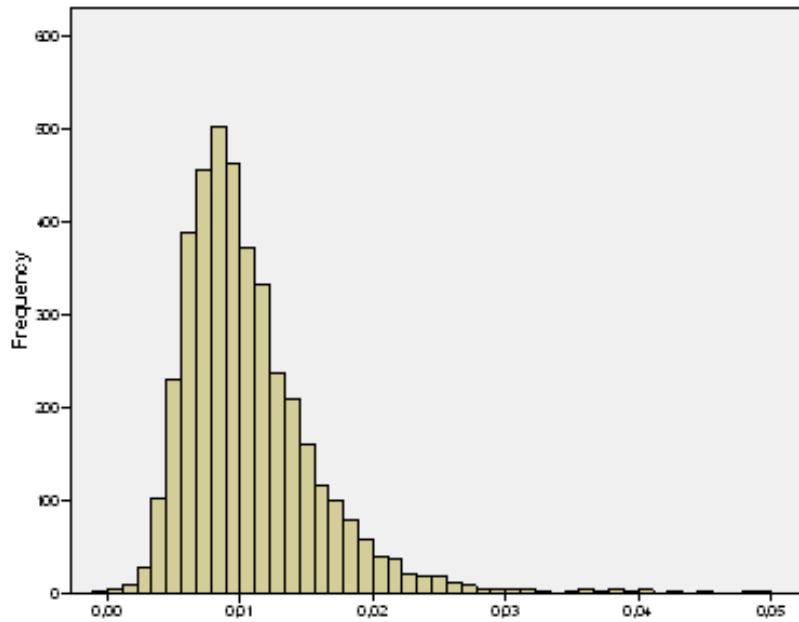
Euro



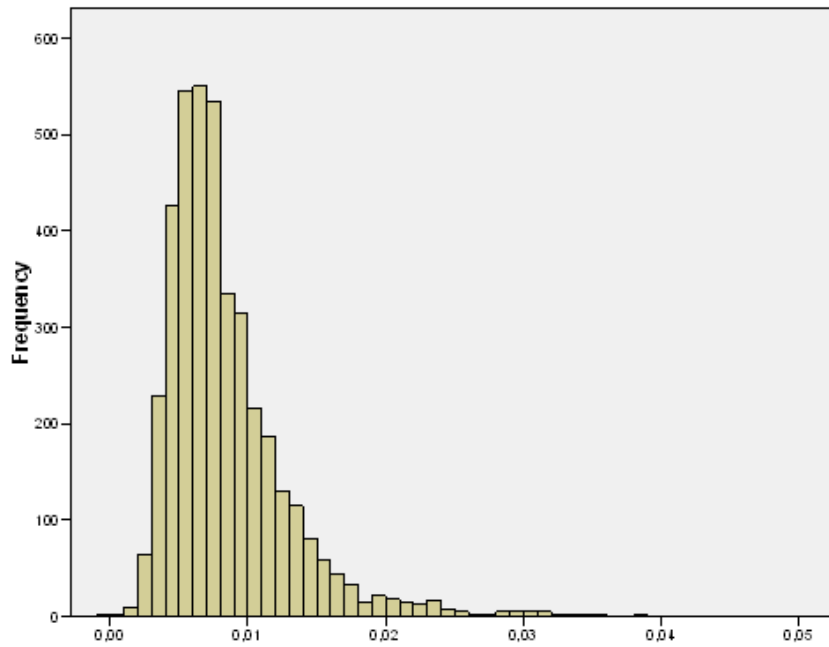
Yen



Franco suíço



Libra esterlina



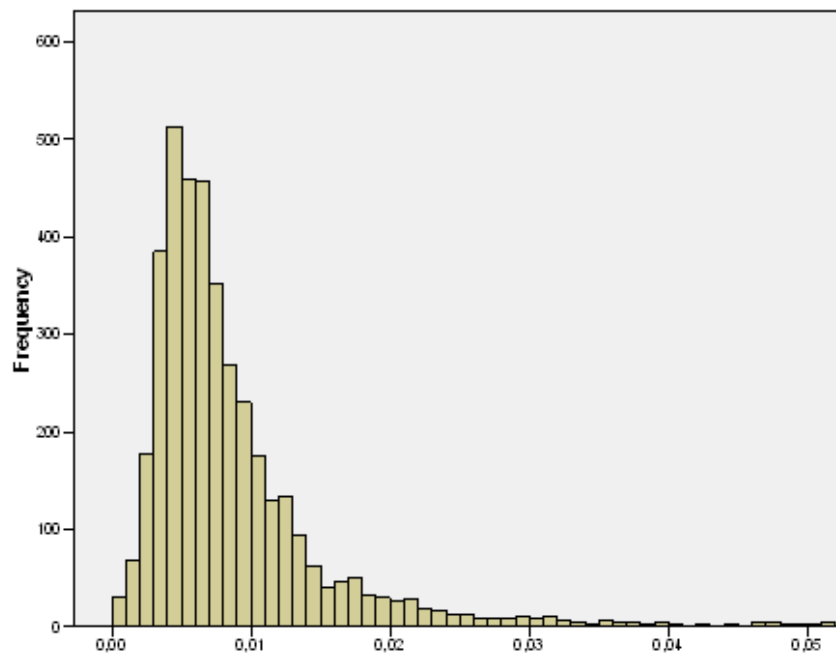
Gráficos II.24

Histogramas com a amplitude diária das taxas de câmbio nominais (moeda nacional/US\$)

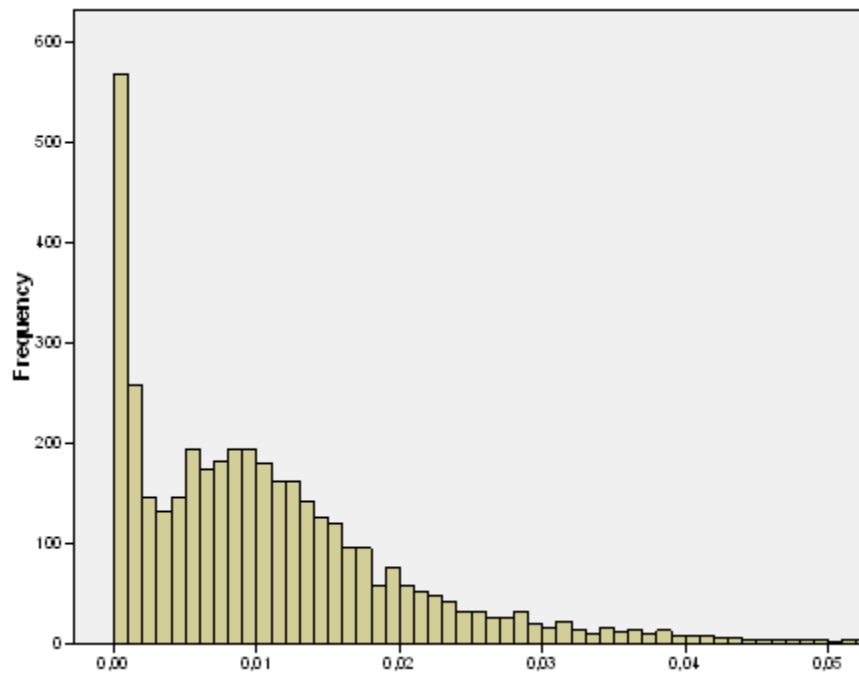
Países Periféricos

Julho 1994 a Dezembro 2009

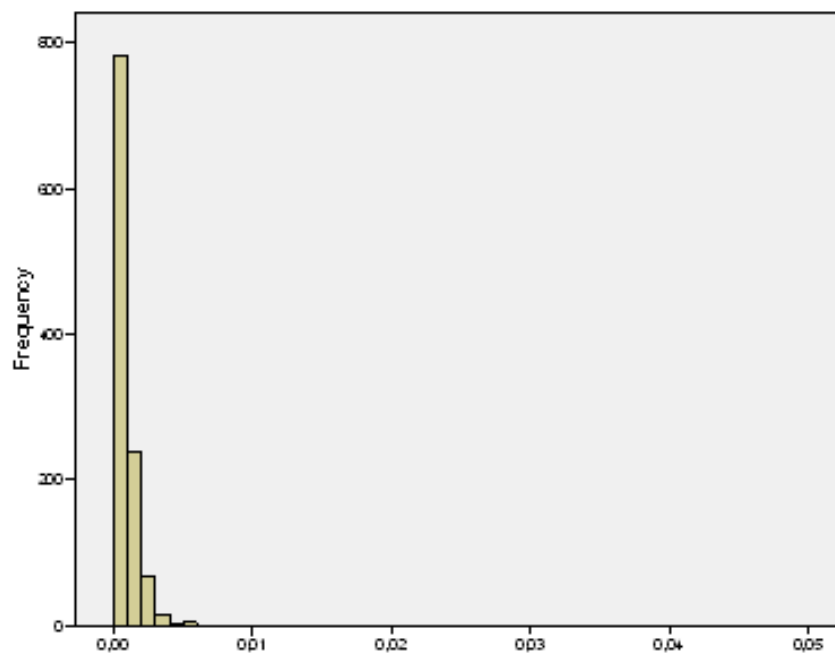
Peso mexicano



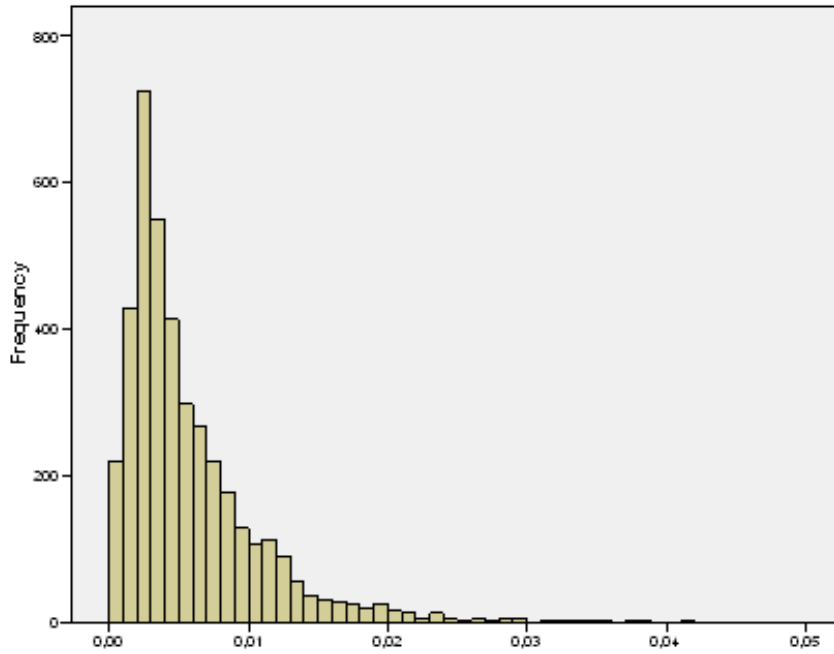
Real brasileiro



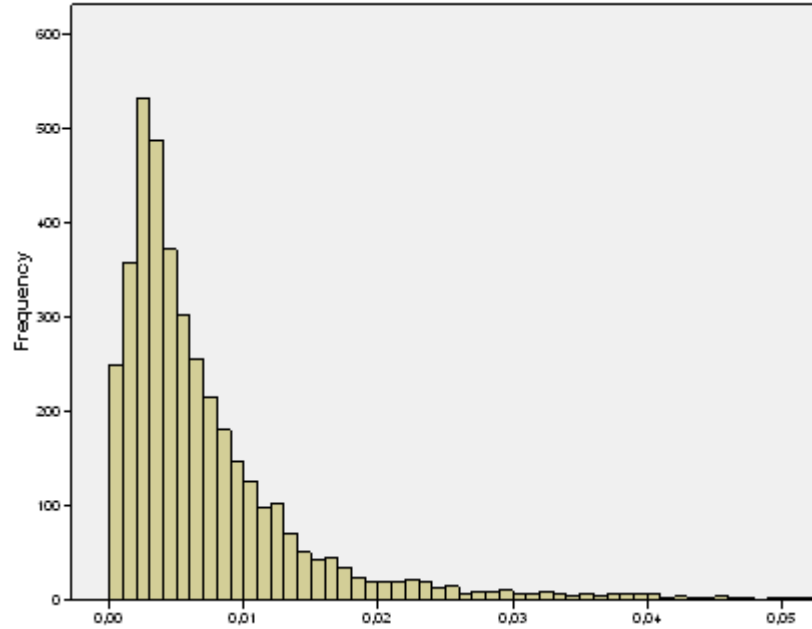
Renminbi chinês



Rúpia indiana



Won sul coreano



Fonte : Elaboração própria, a partir de dados da Reuters, disponibilizados pelo *software Ecwin*.
Obs: para o renminbi chinês, só há dados disponíveis a partir de 2005.

Passando dos gráficos à tabela II.3, que apresenta as estatísticas descritivas dos histogramas relativos à amplitude cambial, é possível tecer mais algumas observações,

dando seqüência à análise. As médias da amplitude cambial dos países centrais e periféricos são bastante próximas. No entanto, o desvio-padrão dessas amplitudes é também específico para cada grupo de países. Na China, esse desvio-padrão é bastante reduzido, mas no Brasil, México e Coréia, ele é elevado. Explicitam-se, novamente, os dois padrões de gestão cambial dos países periféricos: a administração cambial e a “flutuação suja”. Fica indicado, mais uma vez, que a tendência dos países periféricos é de uma volatilidade maior, não apenas nas variações cambiais de um dia a outro, mas também nas variações “intra-dia”. Essa tendência, no caso chinês, é contrarrestada pelo regime cambial adotado. Nos países centrais, o desvio-padrão da amplitude diária está entre esses dois extremos, reforçando a percepção supracitada de que as observações têm um comportamento mais constante ao longo do tempo.

Tabela II.3
Estatísticas descritivas do histograma das amplitudes cambiais diárias

		Euro	Yen	Franco suíço	Libra esterlina	Peso mexicano	Real brasileiro	Won sul coreano	Renminbi chinês	Rúpia indiana
N° observações	Válidas	4038	4041	4041	4040	4029	4001	3967	1107	4025
	Missing	7	4	4	5	16	44	78	2938	20
Média		0,0096	0,0107	0,0106	0,0085	0,0098	0,0115	0,008	0,0008	0,0057
DP da média		0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0002	0,0002	0,0002	0	0,0001
Mediana		0,0086	0,0093	0,0096	0,0073	0,0068	0,0091	0,0049	0,0006	0,0042
Desvio padrão		0,0047	0,0063	0,005	0,0047	0,0124	0,0122	0,0119	0,0008	0,0049
Variância		0	0	0	0	0,0002	0,0001	0,0001	0	0
Assimetria (<i>skewness</i>)		1,7383	3,4872	1,8585	2,6452	6,7349	3,3313	8,4295	1,9834	2,2407
DP da assimetria		0,0385	0,0385	0,0385	0,0385	0,0386	0,0387	0,0389	0,0735	0,0386
Curtose		5,9047	28,3147	6,6876	13,7112	65,2497	21,9628	136,4656	5,8423	8,6263
DP da curtose		0,077	0,077	0,077	0,077	0,0771	0,0774	0,0777	0,1469	0,0772
Mínimo		0	-0,0004	-0,0003	-0,0007	-0,0147	0	0	0	0
Máximo		0,0516	0,1015	0,0493	0,0665	0,1978	0,1625	0,3071	0,0057	0,0558
Percentis	25%	0,0063	0,0068	0,0073	0,0055	0,0047	0,0033	0,0027	0,0003	0,0025
	50%	0,0086	0,0093	0,0096	0,0073	0,0068	0,0091	0,0049	0,0006	0,0042
	75%	0,0117	0,0129	0,0128	0,0101	0,0104	0,0154	0,0091	0,0011	0,0075

Fonte: Elaboração própria.

II.3 Análise das taxas de juros e reservas nos países selecionados

A análise das taxas de câmbio de distintos grupos de países é útil para revelar possíveis padrões de comportamento cambial, como realizado nas seções anteriores. Essa análise pode ser enganosa, no entanto, se não forem contemplados outros aspectos das economias nacionais e, sobretudo, outras variáveis macroeconômicas do país em questão. Como discutido acima, os governos nacionais têm capacidade¹⁵⁴ e autorização para intervirem em seus mercados cambiais da maneira que julgarem conveniente, no sentido de influenciarem na determinação de suas taxas de câmbio. Essa intervenção cambial é feita, em geral, por meio de dois instrumentos básicos: manipulação das taxas de juros internas e compra ou venda de reservas cambiais¹⁵⁵. São justamente essas duas variáveis, portanto, que serão analisadas nesta seção, com o intuito de verificar indícios sobre o grau de intervenção cambial praticado pelos países estudados¹⁵⁶. A idéia é que essas intervenções cambiais, praticadas principalmente nos países periféricos, podem camuflar eventuais tendências inerentes ao comportamento das taxas de câmbio dos referidos países¹⁵⁷. O período analisado é o mesmo das seções anteriores, a saber, julho de 1994 a dezembro de 2009.

Um segundo ponto a ser analisado nesta seção diz respeito à hipótese, defendida neste trabalho, de que as taxas de juros – assim como as taxas de câmbio – dos países periféricos possuem peculiaridades importantes e muitas vezes negligenciadas pelos autores e *policy makers*. Essas especificidades dizem respeito tanto ao patamar das taxas de juros quanto à sua volatilidade, como se procurará mostrar.

¹⁵⁴ A capacidade das autoridades monetárias de intervirem nas taxas de câmbio não é a mesma em todos os países, como se verá.

¹⁵⁵ Embora esses sejam os instrumentos mais comuns para influenciar na determinação das taxas de câmbio, outras formas de intervenção são também utilizados. No caso do mercado à vista, vale destacar os mecanismos regulatórios e tributários.

¹⁵⁶ Essa metodologia é proposta e utilizada em Calvo & Reinhart (2000).

¹⁵⁷ O grau de abertura da economia (notadamente, a existência de modalidades de controle de capitais na conta financeira) também pode interferir no comportamento das taxas de câmbio, como se discutirá adiante.

II.3.i Taxas de juros: patamar

São apresentados, abaixo, gráficos com as taxas de juros dos grupos de países estudados¹⁵⁸. À semelhança do que fora realizado na análise das taxas de câmbio, manteve-se uma escala comum para o eixo vertical, com o intuito de tornar evidente a imensa discrepância entre as taxas verificadas nos países periféricos, em determinados anos, e aquelas verificadas nos países centrais. Enquanto as taxas de juros dos países centrais não ultrapassaram em nenhum momento a barreira dos 10% a.a., em alguns países periféricos (Argentina, Brasil e Índia), as taxas se aproximaram dos 100% a.a. Mas, ainda que desconsiderando essas observações aberrantes (que se devem principalmente às elevadas taxas de inflação verificadas à época), nota-se pelos gráficos que durante longos períodos as taxas de juros dos países latino-americanos situaram-se ao redor de 20% a.a. É bem verdade que, passadas as chamadas “crises dos emergentes”, esses países têm logrado uma redução considerável em suas taxas de juros, mas, exceção feita ao Chile, o patamar segue sendo superior ao dos países centrais.

Nos países asiáticos selecionados, notam-se duas fases bastante distintas no comportamento das taxas de juros. Até 1998, o patamar verificado era bastante elevado, apesar de menor do que aquele encontrado na América Latina¹⁵⁹. Após a crise asiática, no entanto, observa-se um padrão de taxas mais baixas e estáveis que outrora. Malásia e China tiveram, inclusive, momentos em que suas taxas de juros foram menores do que algumas das taxas dos países centrais. Isso se explica fundamentalmente pela existência de certas modalidades de controles de capitais na conta financeira daqueles países, o que, de certa forma, isola seus mercados financeiros domésticos do mercado mundial. Na Coreia do Sul, houve momentos também em que suas taxas de juros estiveram ligeiramente inferiores

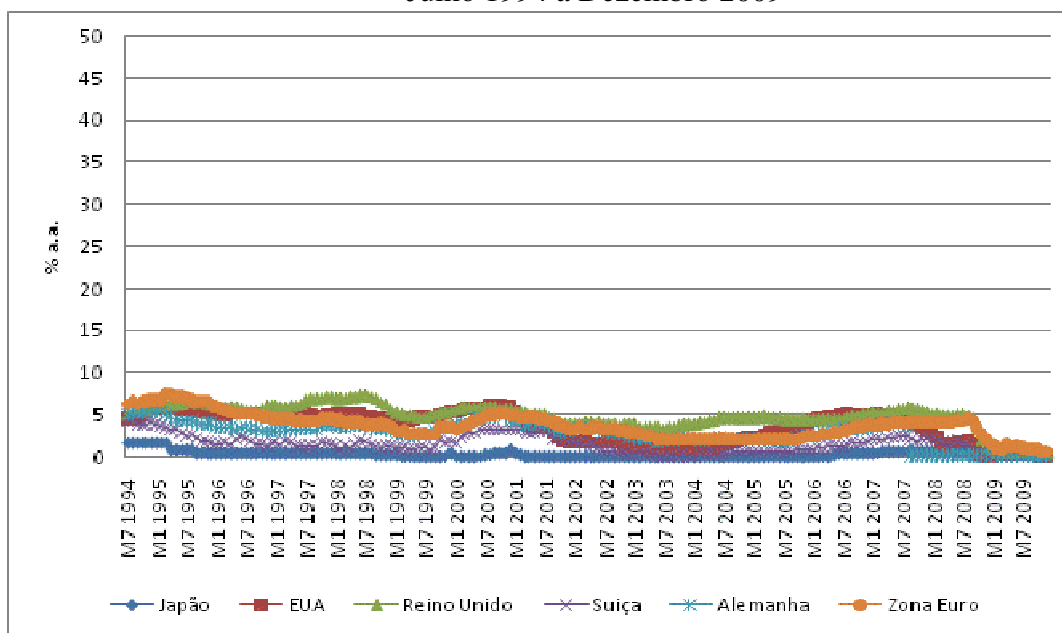
¹⁵⁸ A taxa de juros analisada foi a *Treasury Bill Rate*, obtida na base de dados *International Financial Statistics* (IFS), do Fundo Monetário Internacional (FMI). Como essa taxa não é disponível para todos os países estudados, a taxa analisada para Argentina, Chile, Coreia do Sul, Zona Euro e Índia é a *Money Market Rate*, obtida junto à mesma fonte de dados. Para a China, a série é a *Treasury Bonds Repurchase Trading of National Interbank Market* de três meses e foi coletada na página eletrônica do *The People's Bank of China*. Nesta seção, a análise é restrita às taxas nominais de juros, mais importantes para os objetivos desta tese; as taxas reais de juros são apresentadas nos anexos deste capítulo.

¹⁵⁹ De acordo com a teoria da paridade descoberta, as taxas de juros de cada país devem incluir: i) a taxa de juros básica do SMI, a saber, aquela do país emissor da moeda-chave do sistema; ii) a expectativa de variação da moeda local em relação à moeda-chave do sistema; iii) o risco-país. Em países com regime cambial fixo, nos quais existe desconfiança de que essa paridade fixa se sustente no longo prazo, as taxas de juros devem embutir o risco dessa desvalorização esperada da moeda, de forma que as taxas de juros tendem a ser maiores.

àquelas de alguns países centrais (sobretudo do Reino Unido). Os motivos para isso podem ser vários, mas o principal parece ser o processo ininterrupto de apreciação do *won* entre o final de 2001 e meados de 2008, que permitiu ao investidor estrangeiro uma rentabilidade dupla, já que baseada nas taxas de juros e na variação cambial. Na Índia, as taxas de juros mantiveram-se sistematicamente superiores àquelas dos países centrais.

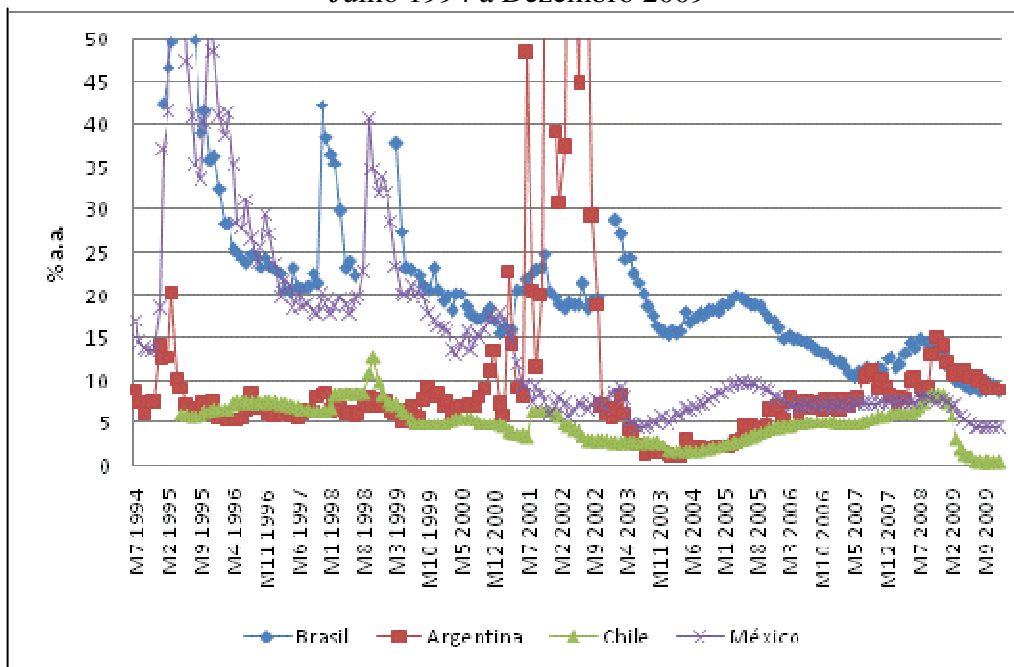
Parece haver, portanto, uma tendência para que as taxas de juros dos países periféricos sejam superiores às dos países centrais. Isso se deve, em parte, à inflação, que é normalmente mais elevada nos países periféricos; propõe-se, no entanto, que esse diferencial de juros é explicado também por questões inerentes à hierarquia do SMI. Na Ásia, a partir de 1998, esse diferencial não fica tão nítido, pelas razões supracitadas, mas entende-se aqui que isso não invalida o raciocínio. A hipótese será anunciada em profundidade no capítulo III desta tese, mas vale adiantar que a percepção subjacente é a de que a rentabilidade dos títulos periféricos deve ser superior à dos países centrais para se tornar atrativo aos agentes.

Gráfico II.25
Taxas de juros
Países centrais
 Julho 1994 a Dezembro 2009



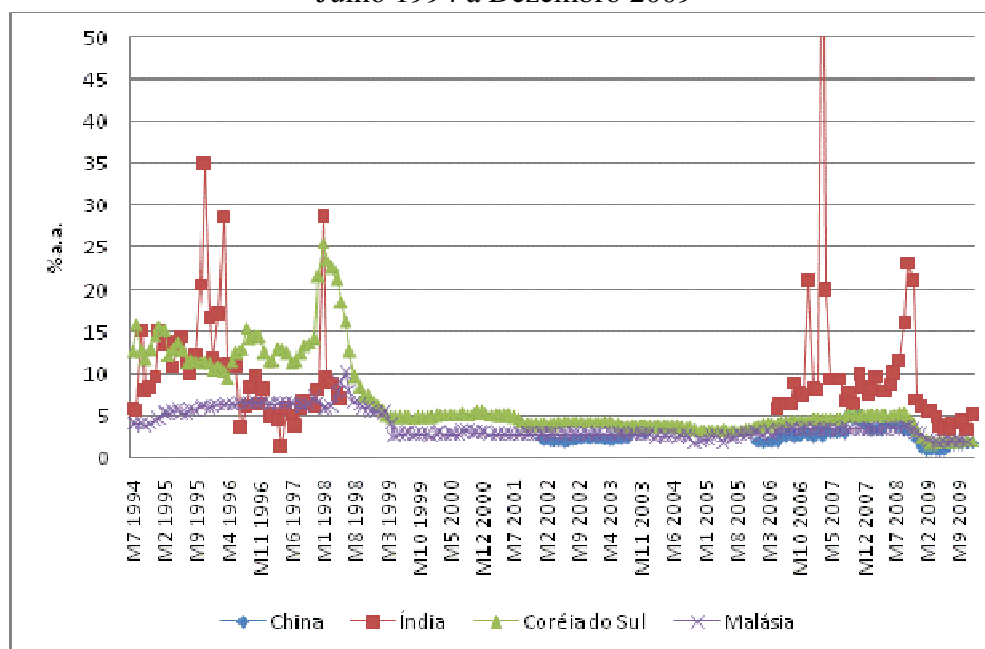
Fonte : IFS/FMI.

Gráfico II.26
Taxas de juros
Países latino-americanos
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte : IFS/FMI.

Gráfico II.27
Taxas de juros
Países asiáticos
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte : IFS/FMI e *The People's Bank of China*.

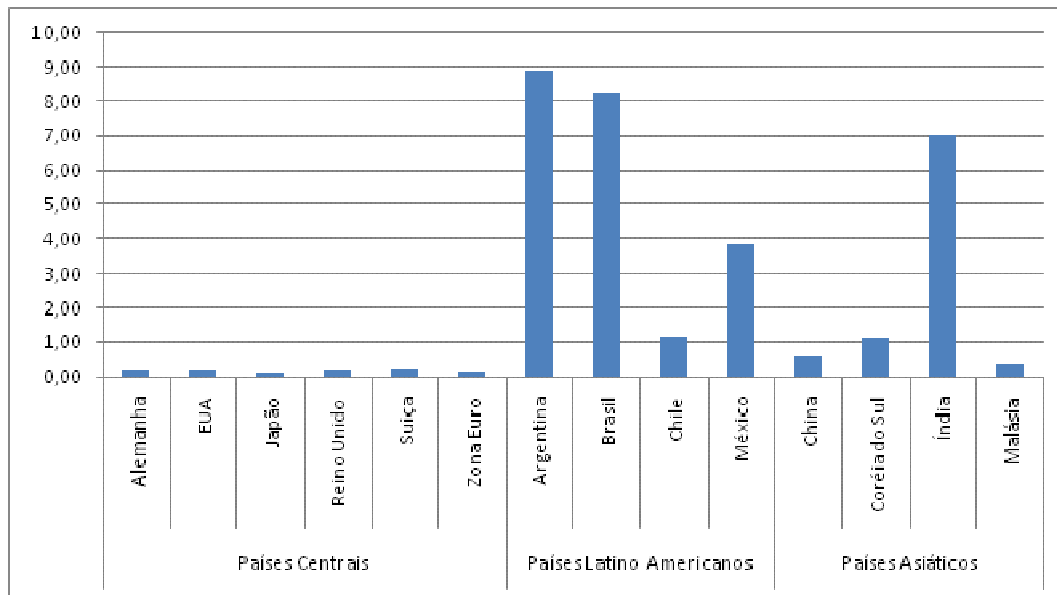
II.3.ii Taxas de juros: volatilidade

Feita a breve análise sobre o patamar das taxas de juros, haverá agora um esforço para observar a volatilidade dessa mesma taxa no período em questão. A mera análise dos gráficos acima deixa nítida a tendência das taxas de juros dos países centrais a uma relativa estabilidade. Nos países periféricos, observa-se que o período pré-crise (até 1998 na Ásia e até 2002 na América Latina) é marcado por uma extrema volatilidade das taxas de juros. Nos países asiáticos, inicia-se então um período de considerável estabilidade nas taxas, até que a eclosão da crise financeira internacional em meados de 2007 altera o cenário e as taxas voltam a variar (sobretudo na Índia). Nos países latino-americanos, nota-se certa instabilidade das taxas durante todo o período analisado, apesar de ela ter decrescido a partir de 2002.

Os cálculos estatísticos de volatilidade corroboram aquilo que indica a simples análise das séries de taxas de juros. Vê-se no gráfico II.28 que a volatilidade das taxas de juros de todos os países periféricos, no período analisado, foi maior do que aquela dos países centrais¹⁶⁰. Vale lembrar – como visto no parágrafo anterior – que a volatilidade verificada nos países asiáticos está muito mais associada ao período 1994-1998 do que aos anos mais recentes. Contudo, mesmo no período pós-1998, embora bem menor do que no período precedente, a volatilidade das taxas de juros asiáticas foi, em geral, maior do que aquela verificada nos países centrais, como indicam os gráficos II.29 a II.31.

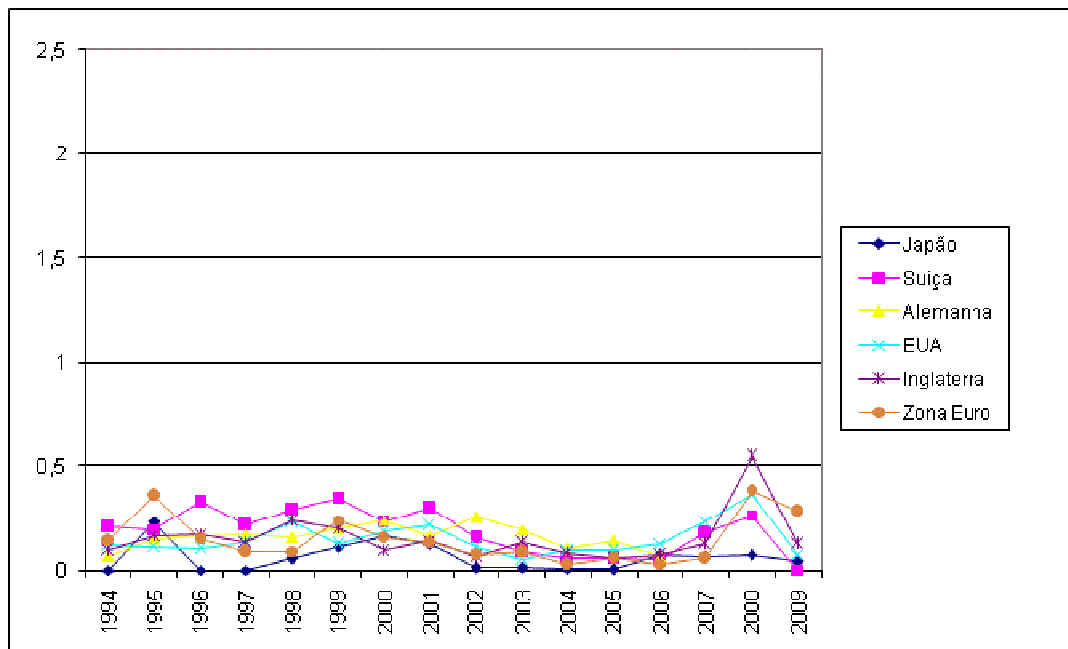
¹⁶⁰ As taxas de juros já são números relativos (já são uma taxa), por isso optou-se por apresentar aqui os desvios-padrão, ao invés dos coeficientes de variação. Foram calculados, no entanto, os coeficientes de variação ($CV = DP/média$) e o gráfico com os resultados está nos anexos deste capítulo. O padrão se manteve praticamente o mesmo, com os coeficientes de variação dos países periféricos sendo, em geral, maiores do que os dos países centrais. A exceção é o Japão, que contando com uma taxa de juros média próxima a zero, gera inequivocamente um coeficiente de variação elevado, independentemente do desvio padrão.

Gráfico II.28
Volatilidade das variações mensais das taxas de juros
 (DP da variação em p.p.)
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do IFS/FMI e do *The People's Bank of China*

Gráfico II.29
Volatilidade anual das taxas de juros¹⁶¹
Países centrais
 1994 a 2009



Fonte: elaboração própria, baseada em dados do IFS/FMI e do *The People's Bank of China*.

¹⁶¹ Calculada como o desvio padrão anual das variações mensais (em p.p.) das taxas de juros.

Gráfico II.30
Volatilidade anual das taxas de juros
Países latino-americanos
 1994 a 2009

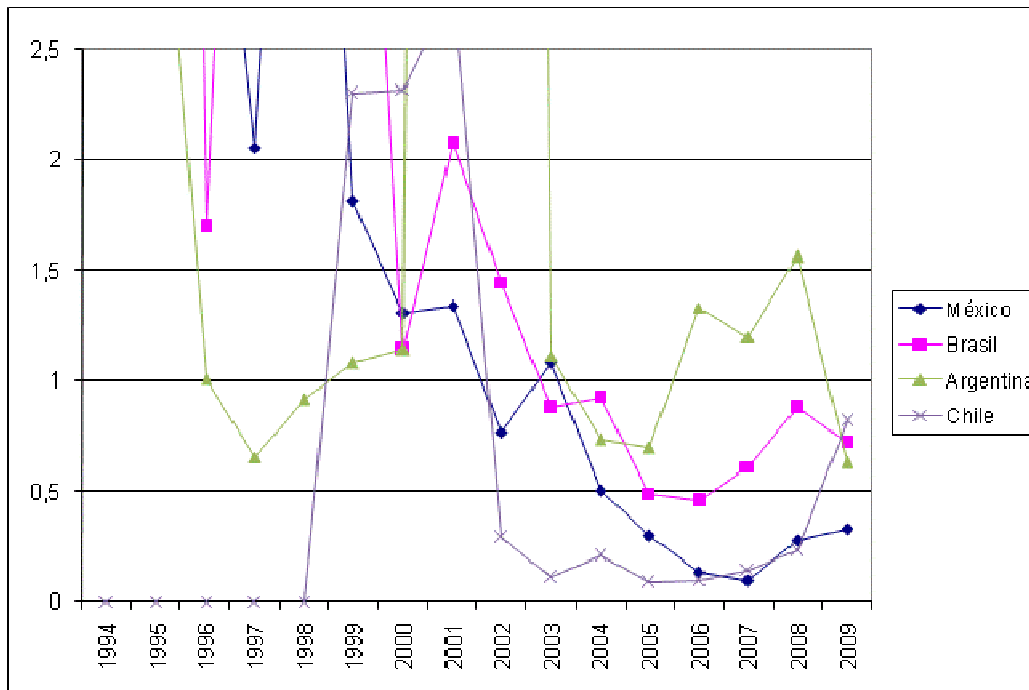
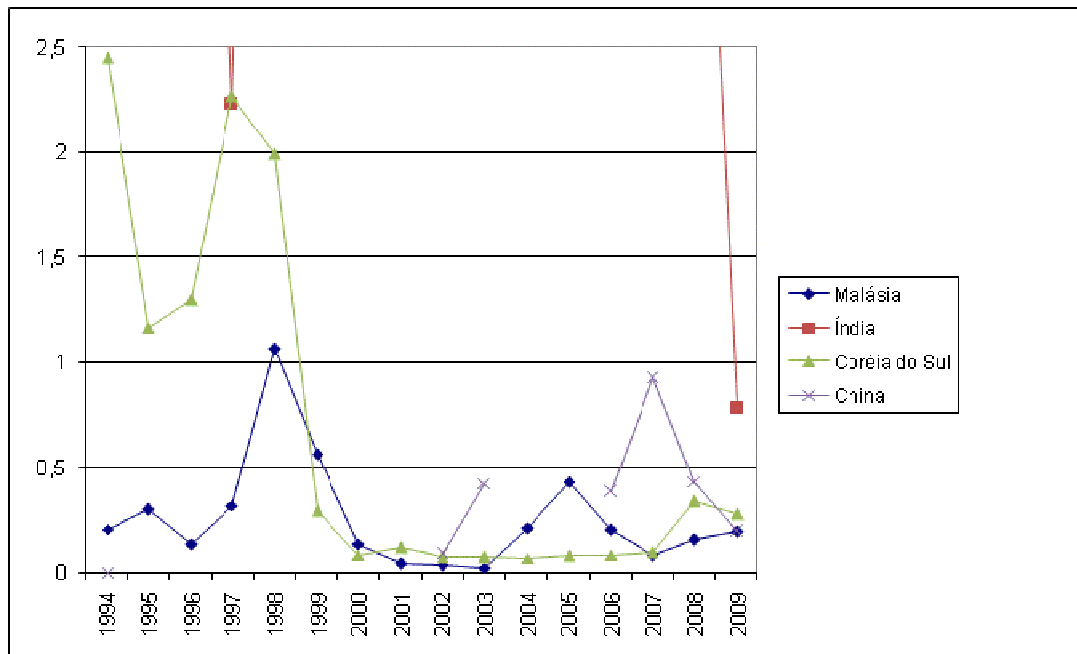


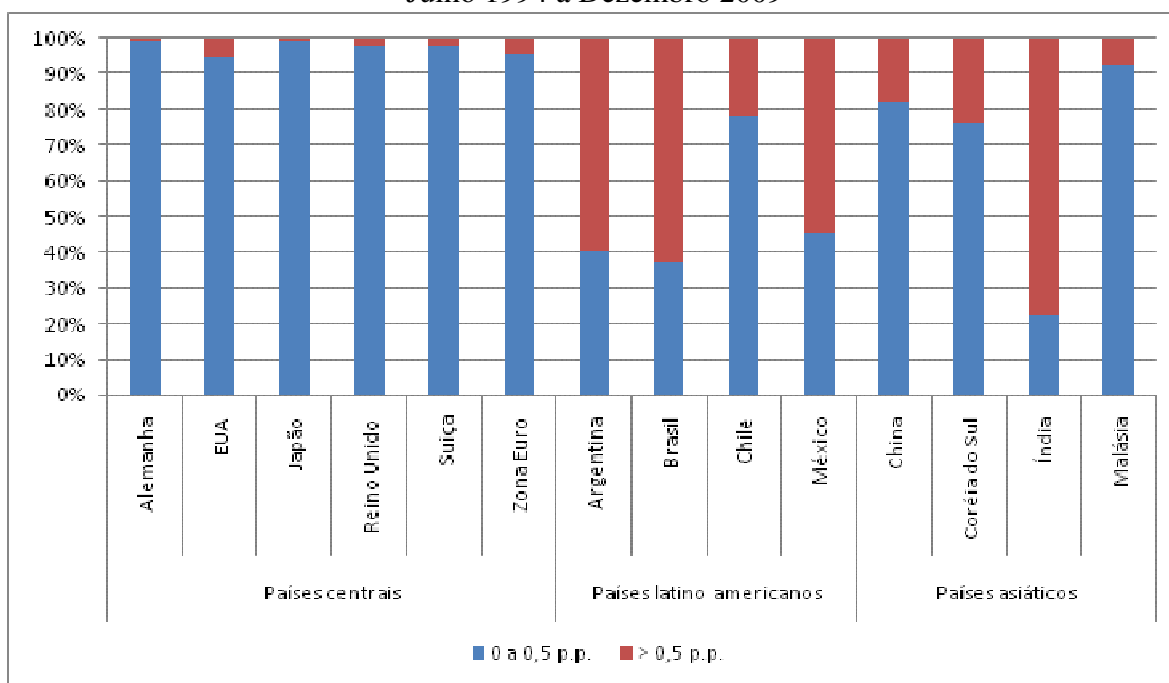
Gráfico II.31
Volatilidade anual das taxas de juros
Países asiáticos
 1994 a 2009



Fonte: elaboração própria, baseada em dados do IFS/FMI e do *The People's Bank of China*.

Para concluir a análise das taxas de juros nos diferentes grupos de países, apresenta-se abaixo um gráfico que mostra o percentual de meses, ao longo do período estudado, em que a variação na taxa de juros do país em questão foi de até 0,5 p.p ou maior do que 0,5 p.p¹⁶². Fica nítida a diferença no padrão de variação das taxas de juros dos países centrais em relação aos periféricos. Naquele grupo de países, as variações foram raríssimas vezes superiores a 0,5 p.p., enquanto em países como Argentina, Brasil, México e Índia mais da metade das variações analisadas foram superiores a esse valor.

Gráfico II.32
Variações mensais das taxas de juros
 Percentual de variações maiores ou menores que 0,5 p.p.
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: elaboração própria, baseada em dados do IFS/FMI e do *The People's Bank of China*.

Os dados indicam, portanto, que as taxas de juros dos países latino-americanos tendem a apresentar uma volatilidade extremamente acentuada. Nos países asiáticos, essa volatilidade tem estado bastante controlada, desde 1999 (à exceção da taxa indiana), mas ainda assim maior do que aquela verificada nos países centrais. Se nesses países asiáticos (China, Coreia do Sul e Malásia) as taxas de juros não vêm sendo utilizadas como

¹⁶² Essa metodologia de análise da volatilidade das taxas de juros é proposta em Calvo & Reinhart (2000).

instrumento de intervenção nas taxas de câmbio, resta analisar o comportamento das reservas cambiais, a ser feito na subseção seguinte.

De qualquer forma, defende-se aqui que, embora haja exceções, um padrão que fica indicado para as taxas de juros dos países periféricos é que elas tendem a ser superiores às dos países centrais. Essa hipótese – e sua fundamentação teórica – será retomada no capítulo III desta tese.

II.3.iii Reservas internacionais

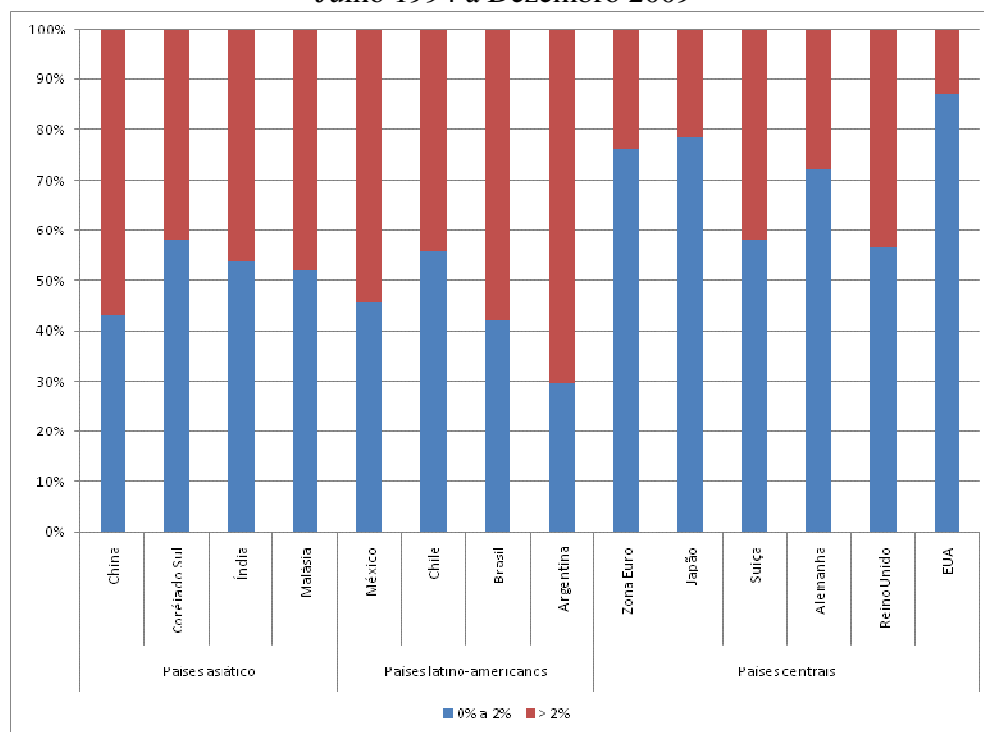
Seguindo com a metodologia de Calvo & Reinhart (2000), faz-se abaixo uma análise da volatilidade das reservas internacionais de cada um dos países analisados, com o objetivo de perceber se existem diferenças no padrão verificado para países centrais e periféricos e se há indícios de intervenção no processo de determinação das taxas de câmbio.

A compra ou venda de reservas cambiais por parte das autoridades monetárias pode ter propósitos variados, dentre os quais se destacam: estratégia de acúmulo de reservas; perseguição de um patamar para a taxa de câmbio; tentativa de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio (BIS, 2005; Prates, 2007). Entretanto, ainda que o objetivo principal de certas operações não seja intervir nas taxas de câmbio, essas intervenções acabam sendo um subproduto, já que as transações realizadas exercem quase que inevitavelmente uma influência sobre a trajetória da taxa. Ademais, essas operações oficiais no mercado cambial são geralmente anti-cíclicas, ou seja, as autoridades monetárias compram moeda estrangeira quando há entrada abundante e a vendem quando sua oferta é escassa, de forma que a consequência (perseguida ou não) acaba sendo uma contribuição à redução da volatilidade cambial.

O gráfico abaixo mostra, à semelhança do realizado na subseção anterior, o percentual de vezes em que a variação mensal das reservas internacionais foi de até 2% ou maior do que 2% (em módulo). Nota-se que na maioria dos países periféricos, a variação

foi superior a 2% em pelo menos metade dos meses analisados, enquanto na maior parte dos países centrais esse percentual é bem menor¹⁶³.

Gráfico II.33
Variações mensais das reservas internacionais
 Percentual de variações maiores ou menores que 2%
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do IFS/FMI.

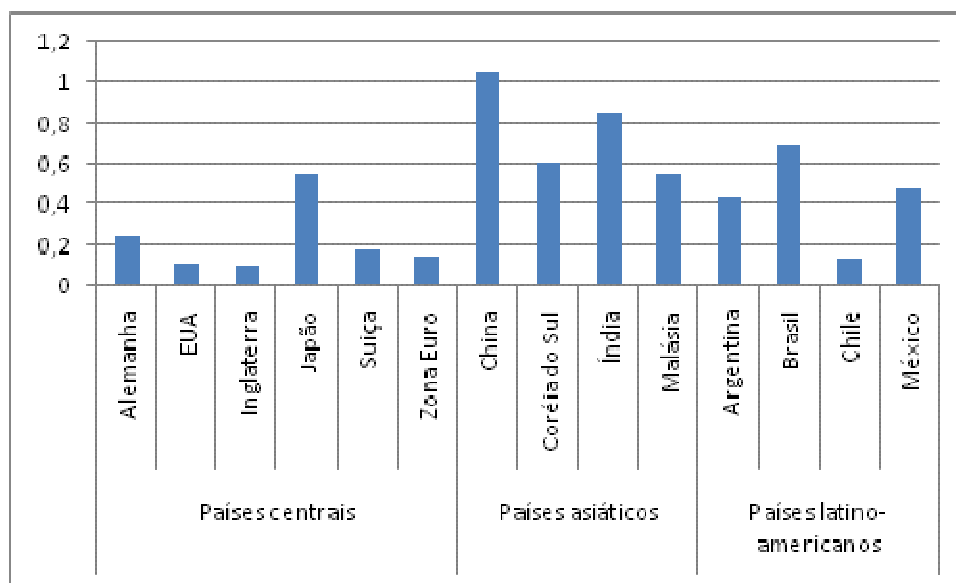
Seguindo na análise do comportamento das variações mensais das reservas cambiais, apresentam-se abaixo os coeficientes de variação de tais reservas. Diferentemente do realizado com as taxas de juros, optou-se aqui por trabalhar com o desvio-padrão das próprias reservas e não das variações mensais. Por essa razão, calculou-se o Coeficiente de Variação¹⁶⁴, já que a mera análise dos desvios padrão colocaria lado a lado ordens de grandeza incomparáveis. O gráfico II.34 corrobora o argumento de que a volatilidade das reservas cambiais nos países periféricos é maior do que a dos países centrais. Isso é fruto,

¹⁶³ As variações são calculadas com base nas reservas internacionais expressas em dólar. Dado que a proporção majoritária das reservas dos países em questão é efetivamente em dólar, as variações cambiais têm um efeito pequeno sobre essas variações das reservas.

¹⁶⁴ O coeficiente de variação é calculado como a razão entre o desvio-padrão de uma série e o módulo de sua média ($CV = DP/|média|$). Relativizando o desvio-padrão pela média, permite a comparação entre a volatilidade de séries que apresentam ordens de grandeza distintas.

indubitavelmente, da volatilidade dos próprios fluxos de capitais que entram e saem desses países, mas também de uma estratégia da maioria das autoridades monetárias de se valer das intervenções cambiais públicas com o intuito de interferir na taxa de câmbio (volatilidade e/ou patamar). Nota-se que os países centrais, que possuem regimes de flutuação cambial mais livres de intervenções, apresentem maior estabilidade em suas reservas internacionais. Os países periféricos, em contrapartida, tentando acumular montantes elevados de reservas e intervir nos mercados, no esforço por influenciar as taxas de câmbio, possuem reservas mais voláteis; e isso se verifica, na amostra em questão, para os países que possuem regimes de câmbio fixo, mas também para aqueles que possuem uma política de flutuação “suja”¹⁶⁵. É evidente que os dados aqui apresentados não são capazes de provar a hipótese – e nem é esse o intuito – mas eles contribuem para sancionar as hipóteses que vêm sendo anunciadas ao longo do capítulo e que serão tratadas com mais profundidade no capítulo III.

Gráfico II.34
Coefficiente de Variação das Reservas Cambiais¹⁶⁶
 Julho 1994 a Dezembro 2009



Fonte: Elaboração própria, baseada em dados do IFS/FMI.

¹⁶⁵ Calvo & Reinhart (2000) demonstra que os países que possuem “medo da flutuação” (*fear of floating*), ainda que declarem ter um regime de câmbio flutuante, possuem reservas de câmbio voláteis, já que se valem dessas reservas para intervir nos mercados cambiais.

¹⁶⁶ Calculado como o desvio padrão das reservas cambiais dividido pela média dessas reservas.

II.3.iv Volatilidade relativa

Hausmann *et al.* (2000) sugere que ao invés de serem feitas análises isoladas das volatilidades das taxas de câmbio, taxas de juros e reservas cambiais, deve-se observá-las de maneira conjunta, mediante o cálculo da “volatilidade relativa”. Esses índices são calculados da maneira como segue¹⁶⁷:

a) Volatilidade relativa juros vs. câmbio = volatilidade juros/volatilidade câmbio¹⁶⁸;

b) Volatilidade relativa reservas vs. câmbio = volatilidade reservas/volatilidade câmbio¹⁶⁹.

A idéia subjacente é que um país pode eventualmente ter uma volatilidade cambial baixa e uma volatilidade de taxas de juros e de reservas igualmente baixa, mostrando que a relativa estabilidade cambial não parece ser perseguida ativamente pelas autoridades monetárias. Outros países, porém, podem ter uma taxa de câmbio relativamente volátil, mas com uma taxa de juros (ou reservas) ainda mais volátil, indicando que existe um esforço para conter parte da volatilidade cambial via manipulação das taxas de juros (reservas)¹⁷⁰.

Os resultados são apresentados na tabela abaixo e são bastante interessantes. É evidente que os números em si não têm significado, mas permitem uma comparação entre os grupos de países. Os países centrais apresentam volatilidades relativas baixas, indicando que a reduzida volatilidade cambial não é conquistada à custa de elevadas volatilidades de

¹⁶⁷ O índice de Hausmann *et al.* (2000) possui uma pequena diferença, já que coloca a volatilidade das taxas de câmbio no numerador e aquela das reservas no denominador. As idéias que se apreende da análise são, todavia, as mesmas.

¹⁶⁸ Conforme padrão utilizado ao longo do capítulo, a volatilidade das taxas de juros é calculada aqui como o desvio padrão de suas variações diárias em pontos percentuais. A volatilidade das taxas de câmbio é calculada como o desvio padrão das variações diárias.

¹⁶⁹ Conforme padrão utilizado ao longo do capítulo, a volatilidade das reservas cambiais é calculada como o coeficiente de variação de tais reservas.

¹⁷⁰ A estreita relação entre os movimentos das taxas de câmbio e de juros é evidente, principalmente em um contexto de abertura financeira crescente. O sentido da causalidade, no entanto, é bi-direcional e depende das circunstâncias. Destaca-se aqui que a volatilidade cambial pode engendrar uma volatilidade das taxas de juros, seja para interferir nos movimentos cambiais, seja para manter um patamar coerente com a teoria descoberta das taxas de juros.

taxas de juros e de reservas¹⁷¹. A estabilidade cambial verificada parece, portanto, ser fruto de mecanismos de mercado e, como se procurará argumentar no capítulo III, da forma de organização do Sistema Monetário Internacional.

Tabela II.4
Volatilidade relativa (juros vs. câmbio & reservas vs. câmbio)
Julho 1994 a Dezembro 2009

		Volatilidade Relativa	
		Juros/Câmbio	Reservas/Câmbio
Países Centrais	Alemanha	6,2	8,6
	EUA	6,8	3,6
	Japão	2,8	16,6
	Reino Unido	8,6	4,1
	Suíça	7,6	6,1
	Zona Euro	5,4	4,8
Países Latino Americanos	Argentina	102,1	5,0
	Brasil	133,4	11,2
	Chile	37,6	4,6
	México	83,9	10,5
Países Asiáticos	China	174,5	333,0
	Coréia do Sul	23,9	13,1
	Índia	398,4	48,2
	Malásia	14,6	22,5

Fonte : Elaboração própria, baseada em dados da OANDA, IFS/FMI, *The People's Bank of China*.

Nos países latino-americanos, por sua vez, vê-se uma volatilidade relativa juros vs. câmbio bastante elevada, indicando tentativas recorrentes das autoridades monetárias de suavizar a volatilidade cambial mediante variações nas taxas de juros. Já nos países asiáticos, fica indicado o uso tanto de reservas quanto de juros para a administração das taxas de câmbio. Nota-se, portanto, que, apesar de terem, em alguns casos – e por algum tempo –, uma volatilidade cambial menor do que a verificada nos países centrais, essa estabilidade cambial é conquistada às custas da volatilidade de outras variáveis macroeconômicas, como as taxas de juros e as reservas e, em alguns casos, até mesmo do investimento e da produção doméstica. Não se pretende defender, com isso, que a busca da

¹⁷¹ A exceção é o Japão, que apresenta uma volatilidade elevada em suas reservas cambiais e uma volatilidade cambial baixa, resultando em uma volatilidade relativa reserva vs. câmbio um pouco mais elevada do que aquela verificada nos demais países centrais. Como indica a medida, as autoridades monetárias japonesas efetivamente intervêm – em certos momentos – na taxa de câmbio do yen em relação ao dólar.

estabilidade cambial por parte dos países periféricos deve ser abandonada, mas apenas alertar para os custos¹⁷² que ela implica, num esforço por perceber os motivos dessa diferença tão grande entre países centrais e periféricos no que diz respeito às possibilidades e dificuldades que enfrentam na condução de suas políticas cambiais e monetárias.

II.4 Considerações finais

Para sistematizar as análises feitas ao longo do capítulo, parece interessante colocar em uma tabela as principais constatações relativas à dinâmica das taxas de câmbio, de juros e reservas cambiais dos países estudados (tabela II.5). É importante notar que os rótulos colocados na tabela para cada um dos itens analisados não devem ser consideradas como avaliações de caráter absoluto, mas sim de caráter relativo, ou seja, em relação aos valores verificados para os outros países da amostra. Dizer que uma taxa de juros é baixa exigiria toda uma explicação para justificar o que se considera como “baixo”, “elevado” ou “muito elevado”. A tabela II.5, no entanto, não tem a pretensão de realizar uma avaliação fina, mas sim de comparar a dinâmica das taxas de câmbio, de juros e as reservas dos diferentes países, a fim de destacar as características específicas a cada grupo de países. Percebe-se, por exemplo, que a curtose do histograma de distribuição das variações da Zona Euro é “pequena” em relação àquela dos outros países da amostra; aquela da Argentina, em contrapartida, é “extremamente elevada” em relação a essa mesma amostra; e assim por diante¹⁷³.

¹⁷² Nos países que emitem dívida pública com taxas de juros superiores àquelas que remuneram suas reservas cambiais (ou seja, a maioria dos países periféricos), esse montante acumulado de reservas gera um custo quase-fiscal. No que diz respeito ao uso das taxas de juros para interferir na volatilidade e no patamar da taxa de câmbio, o grande problema é que a política monetária fica à mercê dos movimentos cambiais.

¹⁷³ Brasil, em 1999 e Argentina, em 2002, substituíram seus regimes cambiais fixos por regimes de flutuação “suja”, de forma que a tabela separa esses dois sub-períodos.

Tabela II.5: Resumo das análises relativas às taxas de câmbio, de juros e as reservas cambiais

País	Regime cambial	Taxa de câmbio			Histograma das variações cambiais			
		Trajectoria	Variações	Volatilidade	Curva de distribuição de frequência	Assimetria	Curtose	Amplitude
Zona Euro	Flexível	Relativa estabilidade no longo prazo	Nem muito pequenas, nem muito grandes; quase sempre entre -2 e 2%	Baixa (em torno de 0,005)	Curva relativamente próxima a uma normal	Pequena (positiva)	Pequena	Pequena
Japão	Flexível	Relativa estabilidade no longo prazo	Nem muito pequenas, nem muito grandes; quase sempre entre -2 e 2%	Baixa (em torno de 0,005), com alguns momentos em que ela é mais alta	Curva relativamente próxima a uma normal	Média (negativa)	Pequena	Grandezas variadas
RU	Flexível	Relativa estabilidade no longo prazo	Nem muito pequenas, nem muito grandes; quase sempre entre -2 e 2%	Baixa (em torno de 0,005)	Curva relativamente próxima a uma normal	Pequena (positiva)	Pequena	Pequena
Suíça	Flexível	Relativa estabilidade no longo prazo	Nem muito pequenas, nem muito grandes; quase sempre entre -2 e 2%	Baixa (em torno de 0,005)	Curva relativamente próxima a uma normal	Pequena (negativa)	Pequena	Normalmente pequena
Argentina pré-2002	Rigidez completa	Completamente plana	Nulas	Nulas	Grande concentração em torno de 0,0%;	Extremamente elevada (positiva)	Extremamente elevada	-
Argentina pós-2002	Flutuação “suja”	Relativa estabilidade durante longos períodos, mas com <i>overshootings</i>	Presença de variações bastante grandes e bastante pequenas	Grandezas variadas	Grande concentração em torno de 0,0%;	Extremamente elevada (positiva)	Extremamente elevada	-

País	Regime cambial	Taxa de câmbio			Histograma das variações cambiais			
		Trajatória	Variações	Volatilidade	Curva de distribuição de frequência	Assimetria	Curtose	Amplitude
Brasil pré-1999	Taxa fixa	Desvalorização controlada e uniforme	Pequenas	Muito baixa	Grande concentração em torno de 0,0%	Média (positiva)	Elevada	Grandezas variadas; algumas observações muito grandes
Brasil pós-1999	Flutuação “suja”	Instabilidade total	Grandezas variadas	Grandezas variadas	Grande concentração em torno de 0,0%	Média (positiva)	Elevada	Grandezas variadas; algumas observações muito grandes
Chile	Flutuação “suja”	Longos movimentos uniformes de depreciação ou apreciação	Normalmente pequenas, com momentos em que ela supera 2%	Normalmente baixa, mas com momentos em que ela é alta	-	Média (positiva)	Elevada	-
México	Flutuação “suja”	Instabilidade total	Grandezas variadas	Grandezas variadas	Grande concentração em torno de 0,0%	Elevada (positiva)	Bastante elevada	Grandezas variadas; algumas observações muito grandes
China	Taxa fixa	Rigidez	Nulas ou quase nulas	Normalmente nula ou senão muito baixa	Completamente concentrada sobre o 0,0%	Bastante elevada (negativa)	Extremamente elevada	Nulas ou muito pequenas

País	Regimes cambial	Taxa de câmbio			Histograma das variações cambiais			
		Trajectoria	Variações	Volatilidade	Curva de distribuição de frequência	Assimetria	Curtose	Amplitude
Coréia do Sul	Flutuação “suja”	Relativa estabilidade durante longos períodos, mas com <i>overshootings</i>	Grandezas variadas	Normalmente baixa, mas com alguns momentos em que ela é grande	-	Elevada (positiva)	Bastante elevada	Grandezas variadas; algumas observações muito grandes
Malásia	Taxa fixa	Relativa estabilidade durante longos períodos, mas com <i>overshootings</i>	Quase sempre bastante pequenas, mas com momentos em que elas são grandes	Normalmente muito baixa	-	Elevada (positiva)	Bastante elevada	-
Índia	Flutuação “suja”	Relativa estabilidade durante longos períodos, mas com <i>overshootings</i>	Quase sempre bastante pequenas, mas com momentos em que elas são grandes	Normalmente muito baixa	Grande concentração em torno de 0,0%;	Elevada (positiva)	Elevada	Normalmente bem pequena, mas heterogênea

País	Regime cambial	Taxa de juros	Reservas internacionais	Volatilidade relativa	
				Taxa de juros	Reservas
Zona Euro	Flexível	Baixa e estável	As grandes variações são menos frequentes	Baixa	Baixa
Japão	Flexível	Baixa e estável	As grandes variações são menos frequentes	Baixa	Alta
RU	Flexível	Baixa e estável	As grandes variações são menos frequentes	Baixa	Baixa
Suíça	Flexível	Baixa e estável	As grandes variações são menos frequentes	Baixa	Baixa
Argentina pré-2002	Rigidez completa	Completamente instável	-	Muito alta	Baixa
Argentina pós-2002	Flutuação “suja”	Completamente instável	As grandes variações são muito frequentes	Muito alta	Baixa
Brasil pré-1999	Taxa fixa	Completamente instável	As grandes variações são frequentes	Muito alta	Alta
Brasil pós-1999	Flutuação “suja”	Completamente instável	As grandes variações são frequentes	Muito alta	Alta
Chile	Flutuação “suja”	Baixa e instável	As grandes variações são frequentes	Alta	Baixa
México	Flutuação “suja”	Completamente instável	As grandes variações são frequentes	Alta	Alta
China	Taxa fixa	Baixa e estável	As grandes variações são frequentes	Muito alta	Enorme
Coréia do Sul	Flutuação “suja”	Normalmente baixa, mas instável	As grandes variações são frequentes	Alta	Alta
Malásia	Taxa fixa	Baixa e estável	As grandes variações são frequentes	Média	Bastante alta
Índia	Flutuação “suja”	Normalmente baixa, mas instável	As grandes variações são frequentes	Enorme	Bastante alta

As análises realizadas ao longo do capítulo revelam, portanto, a existência de padrões distintos na dinâmica das taxas de câmbio dos países centrais e periféricos. A primeira distinção diz respeito à trajetória de médio/longo prazo das taxas de câmbio, que parece ser mais incerta (ou oscilante) nos países periféricos do que nos centrais. No curto prazo, no entanto, dois padrões de comportamento são percebidos nas taxas de câmbio dos países periféricos, um relativo aos países com regimes de administração cambial (taxas de câmbio fixas, *currency board* ou bandas cambiais) e outro que resulta dos países com taxa de câmbio flexível (flutuação “suja”). Nos países com administração cambial, as variações cambiais são controladas de maneira estrita, sendo assim habitualmente muito pequenas ou mesmo nulas; naqueles com taxas de câmbio flutuantes, as variações (diárias ou mensais) são habitualmente pequenas, mas não raro verificam-se variações bastante grandes. Nos países centrais, por sua vez, as variações não são nunca – ou quase nunca – nulas, mas tampouco se verificam variações aberrantes, mostrando um padrão “bem comportado” de variações geralmente – quase que exclusivamente – compreendidas em faixas percentuais relativamente estreitas¹⁷⁴.

Desnecessário dizer, portanto, que as volatilidades cambiais dos dois grupos de países são também bastante distintas. A volatilidade dos países periféricos com regimes de flutuação cambial é expressivamente maior do que aquela dos países centrais; já a volatilidade dos países periféricos que controlam suas taxas de câmbio de forma estrita, é habitualmente baixa, mas – e aí está uma característica essencial para a compreensão da hipótese que se defende nesta tese – há momentos em que ela também é bastante elevada. Defende-se aqui, portanto, que a volatilidade cambial dos países periféricos é *potencialmente* mais elevada do que aquela verificada nos países centrais; dito de outra forma, as taxas de câmbio dos países periféricos apresentam tendência a uma elevada volatilidade. Essa tendência pode ser combatida pelas autoridades monetárias locais – e o é, em muitos países –, mas a um custo não desprezível¹⁷⁵. Esse esforço para influenciar os movimentos das taxas de câmbio é feito principalmente por meio de variações nas taxas de juros e nas reservas (intervenções no mercado de câmbio). Como visto na tabela I.5, a

¹⁷⁴ Como se pôde notar pelo gráfico das variações cambiais (gráfico II.6) e pelos histogramas de variação cambial (gráficos II.10).

¹⁷⁵ Notadamente o custo quase-fiscal das reservas e a perda de autonomia da política monetária, como visto acima. Esse preço pago pelo esforço de se manter a taxa de câmbio razoavelmente estável será discutido ulteriormente.

maioria dos países periféricos possui efetivamente taxas de juros e reservas cambiais mais voláteis que os países centrais.

O capítulo mostrou, então, que as taxas de juros dos países periféricos – e, notadamente, dos latino-americanos – também apresentam um comportamento bastante diverso daquele verificado nos países centrais. Como visto, as taxas de juros costumam ser maiores naqueles países, apesar da trajetória recente de queda. Além disso, em muitos países periféricos a taxa de juros mostrou também uma dinâmica mais volátil do que aquela dos países centrais; entende-se aqui que essa volatilidade esteve associada a um esforço por influenciar as variações cambiais, mas que se trata também de mais uma especificidade dos países periféricos, como se procurará mostrar no capítulo III.

De qualquer forma, é imperativo que essas especificidades no comportamento das taxas de câmbio e juros dos países periféricos sejam compreendidas em sua essência, tornando possíveis políticas econômicas que as reconheçam e saibam lidar com elas de maneira apropriada. Para tanto, é preciso compreender os motivos subjacentes a essa dinâmica peculiar, permitindo que se solucione os problemas quando possível ou indicando os entraves que não podem ser solucionados, devendo ser contornados ou simplesmente respeitados. As diferenças verificadas entre os países asiáticos e os latino-americanos, por exemplo, dão pistas a respeito das estratégias mais bem sucedidas de inserção na globalização financeira. Os países que apresentaram maior cautela na abertura de suas contas financeiras e que acumularam grandes montantes de reservas internacionais parecem ter logrado maior sucesso na tentativa de estabilização de suas taxas de câmbio, de manutenção dessas taxas em patamares competitivos, além de gozarem de uma maior autonomia na condução de sua política monetária¹⁷⁶.

Mas apesar dessas diferenças nacionais, fica claro que há também características e tendências comuns a esses países periféricos. Entende-se aqui que as razões desse comportamento diferenciado das taxas de câmbio e de juros das moedas centrais e periféricas estão ligadas justamente à maneira como essas diferentes moedas se confrontam e se posicionam no cenário internacional, como visto no capítulo I. O capítulo III será dedicado a explicar o fenômeno de um ponto de vista teórico-abstrato, estabelecendo as

¹⁷⁶ Para uma análise das estratégias de inserção na globalização financeira conduzidas pelos países asiáticos e latino-americanos, ver Carneiro (2006).

mediações lógicas que explicam porque a assimetria monetária impacta a dinâmica das taxas de câmbio e juros dos diferentes países.

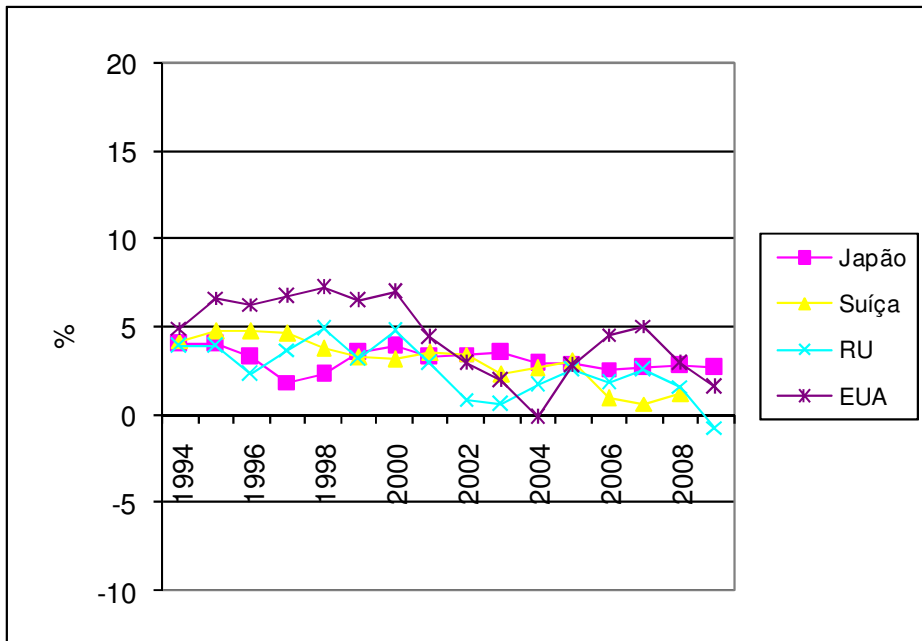
II.5 Anexos

II.5.i Taxas de juros reais

Na seção I.3, foram estudadas as taxas de juros nominais dos países selecionados. Dado, entretanto, que a taxa de inflação é diferente entres esses países, convém que se faça também uma sucinta análise das taxas de juros reais. Os gráficos II.35 a II.37 mostram essas taxas, calculadas pelo Banco Mundial a partir das taxas de juros dos empréstimos, ajustadas pela inflação (deflator do PIB). Mesmo na ausência de investigações mais profundas, algumas constatações são evidentes: i) assim como para as taxas nominais, as taxas de juros reais são mais voláteis nos países periféricos e, principalmente, nos latino-americanos; ii) as taxas de juros são normalmente mais elevadas nos países latino-americanos do que nos outros países da amostra¹⁷⁷.

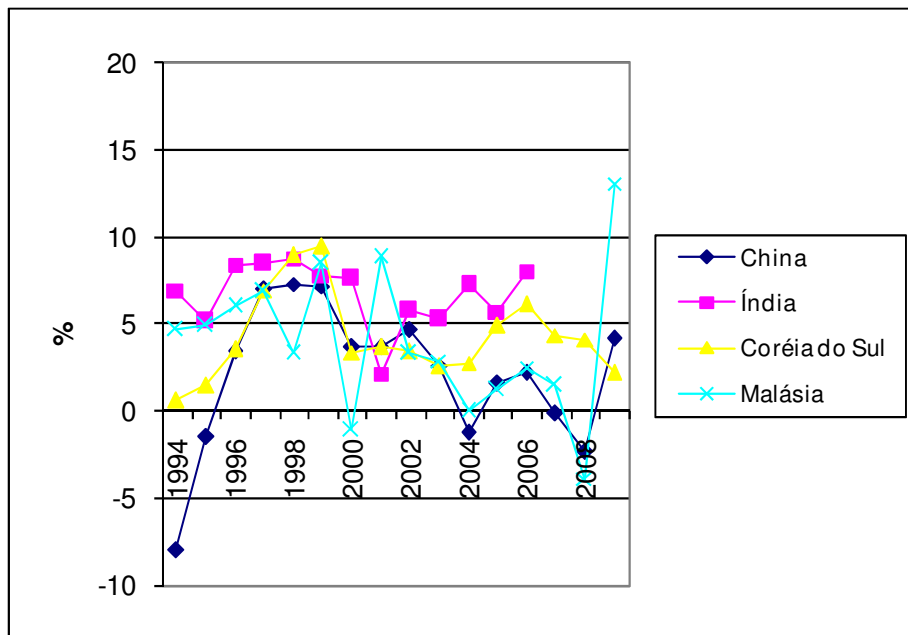
¹⁷⁷ O caso extremo é o do Brasil, onde as taxas de juros são tão elevadas que a curva sequer aparece no gráfico, já que os valores são sempre maiores que o limite superior escolhido para a escala. Foi novamente escolhida uma escala fixa para os três gráficos, para tornar a comparação mais fácil.

Gráfico II.35
Taxas de juros reais
Países centrais



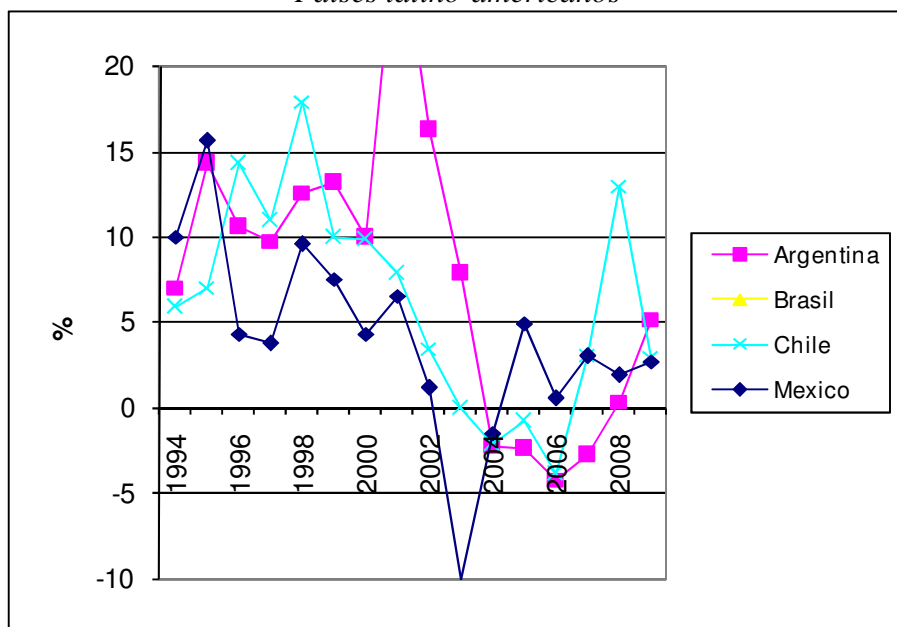
Fonte: Banco Mundial

Gráfico II.36
Taxas de juros reais
Países asiáticos



Fonte: Banco Mundial

Gráfico II.37
Taxas de juros reais
Países latino-americanos



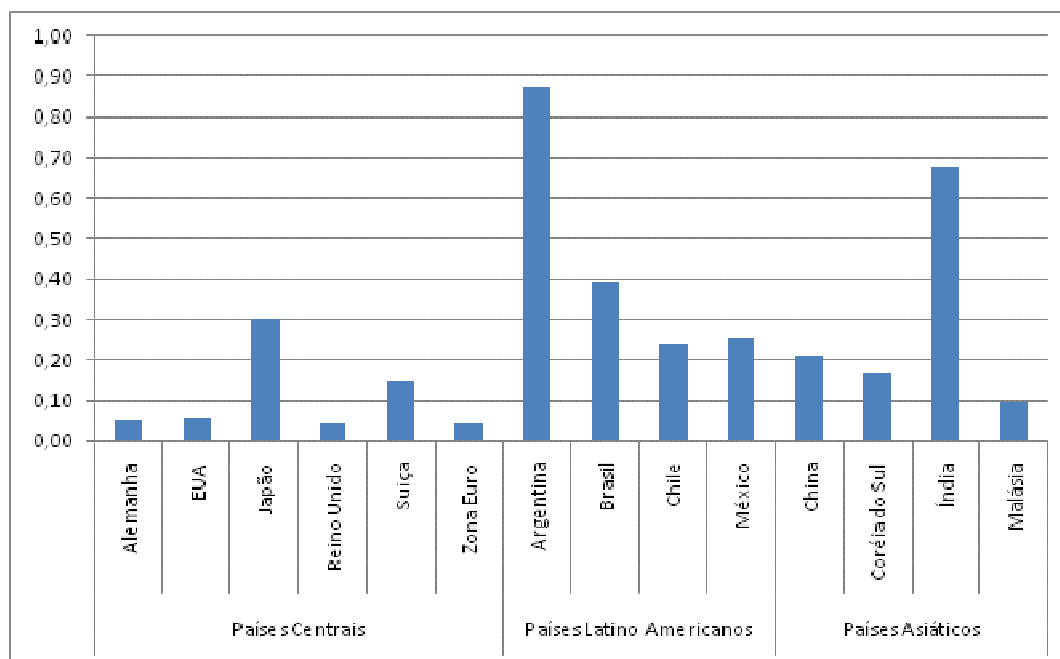
Fonte: Banco Mundial

A apresentação das taxas de juros reais é certamente importante, já que as taxas de inflação são diferentes nos países estudados, tornando a observação das taxas nominais limitada. Entretanto, é uma análise que concerne, sobretudo, a ótica interna aos países questão. Nesta tese, os esforços concentram-se principalmente sobre a compreensão dos aspectos “exógenos” de formação das taxas de juros, em especial, as características do SMI, a escolha de portfólio dos agentes internacionais e as implicações da hierarquia monetária sobre o nível e os movimentos das taxas de juros, de forma que as taxas nominais são mais importantes para a presente pesquisa.

II.5.ii Coeficiente de variação das variações mensais das taxas de juros

Como anunciado na subseção II.3.ii, o padrão para os coeficientes de variação das variações mensais das taxas das taxas de juros é o mesmo do desvio-padrão, qual seja, ele costuma ser maior para os países periféricos e, principalmente, para os latino-americanos. A exceção é o Japão, que contando com uma taxa de juros média próxima a zero, gera inequivocamente um coeficiente de variação elevado, independentemente do desvio padrão.

Gráfico II.38
CV das variações mensais das taxas de juros
(julho 1994 a dezembro 2010)



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do IFS/FMI e do *People's Bank of China*.

Capítulo III

**A hierarquia monetária e suas implicações sobre
as taxas de câmbio e juros e sobre a política econômica dos
países periféricos**

III.1 Introdução

A teoria econômica ortodoxa apresenta uma lista pré-determinada de recomendações de política econômica que não leva em conta as especificidades de cada país e seus diferentes modos de inserção na economia global. Uma análise histórica atenta torna evidente, no entanto, que os países periféricos enfrentam dificuldades não negligenciáveis na condução de sua política econômica, sobretudo no atual contexto de globalização financeira e de grande liberdade de movimentação de capitais.

Grande parte dessa dificuldade no manejo da política econômica nos países periféricos está relacionada à dinâmica diferenciada de suas taxas de câmbio e juros, constatada no capítulo II desta tese. A superação dos entraves verificados requer que se lide de maneira apropriada com essas especificidades, sendo necessário, portanto, compreender as suas causas.

No capítulo I, percebeu-se que as distintas moedas nacionais têm usos e *status* diferenciados na economia mundial, gerando padrões igualmente diferenciados na demanda por essas moedas e nos fluxos de capitais que entram e saem dos países em questão. Propõe-se, nesta tese, que é justamente essa diferença no posicionamento das moedas no SMI o elemento central de explicação das peculiaridades verificadas no comportamento das taxas de câmbio e juros e, ao fim, na condução da política econômica e nas possibilidades de desenvolvimento econômico dos diversos países.

O objetivo deste capítulo é entender o comportamento das taxas de câmbio e juros, verificado no capítulo II, relacionando-o às características do SMI apresentadas no capítulo I. Pretende-se fazê-lo, porém, a partir uma análise teórico-abstrata, que procurará perceber as mediações lógicas que estabelecem a causalidade proposta entre a condição periférica da moeda, a dinâmica diferenciada das taxas de câmbio e juros e as dificuldades no manejo da política econômica.

Retoma-se, assim, a hipótese de que a existência de uma assimetria macroeconômica no mundo atual – definida justamente por esses diferentes graus de autonomia de política econômica observados em cada país – é determinada por outra assimetria característica da configuração econômica global, a saber, a assimetria monetária, engendrada por fatores de

ordem geoeconômica e geopolítica¹⁷⁸. Mais precisamente, o Sistema Monetário Internacional é hierarquizado segundo a capacidade das diferentes moedas nacionais de desempenhar as funções da moeda em âmbito internacional. De acordo com esse desempenho (ou não desempenho) internacional de suas funções, essas moedas possuem diferentes graus de liquidez no cenário internacional, o que determinará as características da demanda mundial por essas moedas e pelos ativos nelas denominados. Por um lado, essa demanda exigirá diferentes taxas de remuneração para cada moeda ou ativo, de acordo com seu grau de liquidez. Por outro lado, essa demanda apresentará uma maior ou menor sensibilidade aos diferentes estágios de confiança dos agentes globais (ou de preferência internacional pela liquidez), de forma que os fluxos de capitais que se direcionam a esses países serão estáveis ou instáveis. A eventual instabilidade desses fluxos exercerá uma pressão que tende a resultar em grande volatilidade das taxas de câmbio e, em razão da importância dessa taxa para os países periféricos, a provocar consideráveis dificuldades para a condução da política econômica.

Desenvolvendo a linha de raciocínio que acaba de ser apresentada, o presente capítulo busca a compreensão dessa assimetria macroeconômica e de suas causas, contribuindo para a formulação de uma agenda alternativa de política econômica, que respeite as restrições criadas pela arquitetura econômica global, mas que tente superar os obstáculos e favorecer o desenvolvimento econômico dos países periféricos. O capítulo está organizado da seguinte forma: na seção III.2 discute-se a questão do uso e da liquidez das moedas em âmbito internacional; nas seções III.3 e III.4 apresenta-se as implicações da liquidez (ou falta de liquidez) das moedas, respectivamente, sobre o patamar das taxas de juros e sobre a volatilidade das taxas de câmbio e juros dos diferentes países; na seqüência, são tecidas algumas considerações finais.

III.2 O uso e a liquidez da moeda em âmbito internacional

O Sistema Monetário Internacional (SMI) sempre foi assimétrico, com moedas que ocupam uma posição central, outras que têm uma importância secundária e por fim aquelas

¹⁷⁸ Cf. Prates (2002).

que são completamente ignoradas no cenário internacional¹⁷⁹. Como enunciado no capítulo I, supõe-se nesta tese que são questões geopolíticas e geoeconômicas que determinam o uso internacional das moedas; principalmente, a dimensão da economia emissora da moeda em questão e sua integração com o restante do mundo; o poder político dos países em âmbito internacional; e o voluntarismo político. E, como visto também no capítulo I, é justamente em função do uso internacional das moedas que se pode determinar os diferentes níveis da hierarquia do SMI.

A análise parte do uso internacional das moedas e da liquidez determinada por esse uso, para que se tente entender, justamente em função dessa liquidez (ou ausência de liquidez) internacional, qual o perfil da demanda por essas moedas e pelos ativos nelas denominados. O caráter da demanda dos investidores estrangeiros pelos ativos nacionais permite observar o comportamento dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países e, por fim, seus impactos sobre as taxas de câmbio e juros e, conseqüentemente, sobre as políticas econômicas nacionais.

O uso de uma moeda para além de suas fronteiras nacionais define sua liquidez em âmbito internacional, como será proposto abaixo; e a liquidez internacional da moeda é importante para a determinação da demanda existente não só pela moeda, mas também pelos ativos financeiros nela denominados. Antes de avançar esse raciocínio, portanto, é importante que se retome brevemente alguns preceitos teóricos relativos à liquidez da moeda, com o objetivo de permitir o estudo dessa questão também na esfera internacional.

Keynes (1936) é reconhecido como o primeiro autor a ter desenvolvido com propriedade a questão da liquidez e de sua importância para os agentes numa economia monetária, onde a incerteza¹⁸⁰ é a regra. Em âmbito internacional, no entanto, essa questão da liquidez não é tão bem desenvolvida. Antes de prosseguir, faz-se necessário chegar a uma definição consistente sobre o que é a liquidez em âmbito internacional.

¹⁷⁹ Keynes (1930) já indicava a existência em âmbito internacional de uma hierarquia entre as moedas nacionais e da consequente diferenciação na autonomia de política monetária dos distintos países e nas possibilidades de ajustamento de eventuais desequilíbrios no seus balanços de pagamentos. Para maiores detalhes a respeito das alusões de Keynes sobre a hierarquia do SMI à época, ver Belluzzo & Almeida (2002) e Cintra & Prates (2008).

¹⁸⁰ A incerteza tratada por Keynes não diz respeito ao risco probabilístico dos eventos, mas sim ao fato de que o futuro é completamente desconhecido, de forma que os agentes buscam a liquidez. Para uma análise sobre a incerteza em Keynes, ver Dequech (2000).

Segundo Plihon (2001), liquidez é a capacidade de um ativo de ser transformado em um meio de pagamento¹⁸¹ sem perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Extrapolando esse conceito ao âmbito global, tem-se que liquidez internacional é a capacidade de um ativo de ser trocado, nas condições supracitadas, contra um meio de pagamento aceito em âmbito internacional. Por conseguinte, as moedas que exercem as funções da moeda em âmbito internacional são líquidas por definição, pois já são um meio de pagamento internacional e, sendo também unidade de conta e reserva de valor nesse mesmo âmbito, possibilitam a conversão de moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma (nem monetária, nem temporal)¹⁸².

As moedas periféricas, por sua vez, não exercem nenhuma das funções internacionais apresentadas no capítulo I¹⁸³. Dessa forma, ainda que elas sejam líquidas (e mesmo o ativo líquido por excelência) em seu país de emissão, no cenário internacional a situação é diferente. Como dito acima, as moedas centrais da economia mundial são líquidas por definição, já que elas exercem, em âmbito internacional, as funções da moeda. As moedas periféricas, por sua vez, por não exercerem nenhuma das funções monetárias no plano internacional, não têm nesse âmbito a liquidez própria da moeda. E, pelas mesmas razões, os títulos denominados nessas moedas têm também uma liquidez reduzida, já que, ainda que eles sejam imediatamente conversíveis na moeda em questão (em âmbito nacional), esta moeda periférica não representa um meio de pagamento no cenário internacional. Sua

¹⁸¹ Orléan (1999) refere-se à transformação em uma “riqueza imediata”, a saber, o dinheiro.

¹⁸² “[N]o caso do ativo que é capaz de desempenhar simultaneamente as funções de meio de troca e de reserva de valor, a transformação de uma função em outra não envolve qualquer custo. Seu preço – em termos de si mesmo como meio de troca e unidade de conta – é fixo por definição, o que lhe confere o prêmio máximo de liquidez. De forma análoga, a avaliação da liquidez de outros ativos depende de sua maior ou menor capacidade de ser a qualquer momento convertido em moeda sem incorrer em perda (Hicks, 1987 *apud* Meirelles, 1997).

¹⁸³ Há moedas periféricas que começam a ter um uso regional, ou seja, nos países vizinhos a seu país de emissão. Contudo, esse uso é ainda muito marginal e não se configura, por enquanto, como um elemento importante na determinação da demanda por essas moedas e da dinâmica das taxas de câmbio e juros (não sendo, portanto, central para os objetivos desta tese). Há também raras exceções, nas quais alguns países periféricos emitem, nos mercados internacionais, títulos denominados em suas moedas nacionais. Nesses casos, as moedas periféricas exercem apenas a função unidade de conta, já que os títulos são pagos em uma moeda central. Segundo Tovar (2005), no entanto, essas emissões têm um caráter excepcional, já que: “*There is no guarantee that the recent increase in this sort of issuance by sovereigns in the region reflects a permanent trend. History provides many examples of rapidly shifting preferences on the part of international investors*”. Esses momentos de exceção se explicam sobretudo pelas fases dos ciclos econômicos mundiais, a serem debatidos abaixo, e pela expectativa de apreciação dessa moeda periférica, que gera um duplo ganho aos detentores dos títulos denominados nessa moeda (um ganho associado às taxas de juros e outro decorrente das variações cambiais).

posse, portanto, não conduzirá necessariamente a um aumento da liquidez internacional disponível aos agentes, já que no momento em que eles quiserem honrar seus compromissos, terão que convertê-la em uma moeda com uso internacional e pode ser que uma das condições exigidas para a liquidez dos ativos não seja verificada. Ou seja, as transações do título denominado em moeda periférica numa moeda periférica; e dessa moeda periférica numa moeda central implicam, para o agente detentor dos títulos, os riscos de demora, custo ou mesmo perda de capital.

Resgatando a teoria clássica da escolha de portfólio (e.g. Hicks, 1962), o *trade-off* tradicional para a detenção de ativos é aquele entre *liquidez* e *rendimento*. Dado que as moedas periféricas não são líquidas como as moedas centrais (o mesmo raciocínio sendo válido para os títulos denominados em cada uma dessas moedas), os agentes internacionais vão demandá-las unicamente na busca por grandes rendimentos.

Entretanto, essa busca pelo rendimento (*search for yield*) não ocorre de maneira ininterrupta, mas somente nos momentos de euforia dos ciclos de liquidez, quando os agentes demonstram um grande “apetite pelo risco”. Essa demanda, portanto, seja por moedas periféricas, seja pelos títulos nelas denominados, é extremamente sensível ao estágio global de preferência pela liquidez, ou seja, às diferentes fases dos ciclos internacionais de liquidez.

De acordo com Prates (2002), o volume e a direção dos fluxos de capitais dos países periféricos são determinados essencialmente por fatores exógenos a esses países. Primeiramente, há um fator de ordem estrutural, a saber, a emergência da globalização financeira, que engendrou uma nova dinâmica para as finanças internacionais. Em segundo lugar, há os fatores de ordem conjuntural, notadamente o momento do ciclo econômico mundial e o nível das taxas de juros do país emissor da moeda central – e, secundariamente, dos outros países centrais –, que determinam o estado de liquidez dos mercados financeiros internacionais. Esses fatores internacionais são, portanto, o principal determinante do volume de capitais passível de ser investido nos países periféricos. A repartição desses fluxos entre os países periféricos, porém, é determinada pelas características nacionais de cada país, principalmente o desempenho econômico e as taxas de juros domésticas¹⁸⁴.

¹⁸⁴ Jeanne & Micu (2002) analisa os fatores de “incitação” (ligados aos países de origem dos capitais) e de “atração” (ligados aos países receptores dos capitais) e mostra que esses fatores de atração dos capitais condicionam a repartição regional dos fluxos, em especial, se eles se dirigem primordialmente à Ásia ou à

Entretanto, nos momentos de reversão dos ciclos de liquidez, essas características domésticas não têm mais a mesma importância que elas tinham até então – como se verá adiante – e o retorno dos capitais a seu país de origem (ou a praças consideradas mais seguras) não faz discriminação entre os países receptores, como fizera no momento da entrada dos fluxos. Dito de outra forma, quando há abundância de capitais em âmbito mundial, em busca de rendimentos (*searching for yield*), os elementos domésticos tem importância para a atração desses capitais; mas, quando o apetite pelo risco dos agentes internacionais se reduz, a fuga de capitais é mais generalizada e menos dependente dos fatores internos¹⁸⁵.

Assim, as decisões de investimento e, principalmente, de realocação desse investimento se explicam mais pela situação dos mercados de origem do que pelos fundamentos dos países receptores desse capital. Miranda (1997, p. 250)¹⁸⁶ sugere que:

“o momento em que aparecem problemas cambiais e de financiamento externo é definido exogenamente por meio da adoção de estratégias de *cash-in* pelos portfólios relevantes à sustentabilidade dos fluxos de capitais em direção a determinado país. O momento de realização de lucros implica sair de posições em ações e títulos em determinada economia ou divisa e tomar posições em outras divisas. Ademais, se a busca de ganhos-extras leva investidores institucionais a sobreinvestir ou sobreemprestar a determinados países, quando tais imperfeições de mercado são percebidas, dão lugar a uma reação inversa repentina, com os fluxos de financiamento não só declinando, mas se tornando fortemente negativos”.

Observa-se, então, que na periferia do sistema o investimento externo se efetua, sobretudo, em função da rentabilidade oferecida e de uma lógica de diversificação de portfólio, lhe conferindo um caráter fortemente especulativo.

Nesse contexto, os países periféricos sofrem mais intensamente os efeitos da reversão dos ciclos de liquidez, já que suas moedas, não sendo líquidas em âmbito

América Latina. Alguns documentos do FMI (e.g. FMI, 2003) reconhecem também que os fatores de “incitação” são muitas vezes mais importantes que aqueles de “atração”, notadamente a partir de meados dos anos 1990.

¹⁸⁵ Entretanto, os efeitos dessa fuga de capitais não são homogêneos e as características das economias nacionais são importantes para determinar a capacidade de cada país de enfrentar as crises e as conseqüências dessas crises.

¹⁸⁶ A análise de Miranda é baseada em Schulmeister (1988).

internacional, são os primeiros ativos a serem abandonados nos momentos de “fuga para a qualidade”. Nesses momentos, portanto, a demanda dos investidores internacionais pelas moedas periféricas, assim como pelos títulos nelas denominados, cessa súbita e indistintamente. O “comportamento de manada” dos agentes faz com que praticamente não haja mais demanda privada por essas moedas, pois seu componente especulativo era preponderante e, num ambiente de incerteza exacerbada, ele é reduzido a quase zero¹⁸⁷.

Nessa situação, como a demanda por essa moeda se reduz e sua oferta aumenta, há uma tendência, como seria o caso para qualquer ativo financeiro, à baixa de seu preço (ou seja, à elevação de sua taxa de câmbio¹⁸⁸). O Banco Central do país emissor dessa moeda, porém, tentará (na maior parte dos casos) enfrentar essa tendência e ofertará dólares no mercado de câmbio, contra sua moeda. Essa oferta de dólares, no entanto, é restrita pela existência de uma reserva cambial suficiente¹⁸⁹, o que não é sempre o caso. De toda maneira, o que ocorre, ao fim, é que a moeda em questão, aparentemente líquida nos momentos de euforia da economia mundial, tem a partir de então uma liquidez reduzida¹⁹⁰. Podemos deduzir desse processo, que a liquidez dessas moedas é, na verdade, **condicional** ou **cíclica**, já que as condições de sua troca variam enormemente em função da situação da economia mundial ou, mais exatamente, do estágio em que se encontram os ciclos internacionais de liquidez. Como discutido acima, os fluxos de capitais que se direcionam a esses países periféricos são fortemente instáveis, pois dependem essencialmente dos critérios de busca por uma grande rentabilidade ou por uma valorização patrimonial rápida. Nos momentos de “apetite pelo risco”, então, pode-se verificar um imenso montante de capitais que circula pelo mundo e é investido também nesses países. Quando ocorre a reversão dos ciclos, porém (e ela é inevitável...), a fuga em direção aos ativos perenemente líquidos (e principalmente em direção à moeda reserva, o ativo líquido por excelência do

¹⁸⁷ “Numa economia com estas características [uma economia monetária], tanto a produção de mercadorias quanto a posse de ativos é uma aposta, em condições de incerteza, na capacidade destas formas particulares de riqueza de, no momento da conversão, preservarem seus valores em dinheiro, proporcionando, ao mesmo tempo, um ganho ao capitalista.” (Belluzzo, 1997, p. 155).

¹⁸⁸ No caso da medida indireta utilizada nessa tese.

¹⁸⁹ Ou de empréstimos externos, sobretudo do FMI.

¹⁹⁰ “*Liquid assets are financial assets that are traded in well-organized, orderly spot markets where spot market prices are expected to change in an orderly fashion*” (Davidson, 2002, p. 79). Nos momentos críticos da economia mundial, essas características não são mais observadas nas transações das moedas periféricas.

SMI) é massiva e instantânea¹⁹¹. De acordo com Thérét (2007), “*a crise revela a natureza da moeda*”. Pode-se dizer, então, que as moedas periféricas têm uma “natureza” ilíquida na cena internacional, ainda que elas tenham espasmos de liquidez, já que uma grande parte de sua demanda privada existe apenas nos momentos de expectativas otimistas generalizadas por parte dos agentes internacionais. As moedas centrais, por sua vez, têm uma **liquidez perene**, já que os fluxos de capitais que se dirigem aos países desenvolvidos têm um caráter mais sustentável e, conseqüentemente, a demanda por essas moedas é mais constante (ao menos uma parte dessa demanda)¹⁹².

Em todo esse raciocínio, falta ainda um elemento teórico crucial para a explicação desse caráter de condicionalidade ou perenidade da liquidez internacional das moedas. Para a compreensão da diferença entre a liquidez das moedas centrais e a liquidez buscada pelos países periféricos para suas moedas mediante abertura financeira e liberalização cambial, é preciso resgatar na teoria monetária a importante distinção entre *liquidez da moeda* e *liquidez dos mercados*.

A liquidez da moeda, como enunciado acima, provém da própria definição de liquidez e das características da moeda; mais precisamente, de seu uso. Ou seja, quando uma moeda exerce suas funções clássicas, ela é, por definição, líquida, visto que já é um meio de pagamento passível de ser utilizado imediatamente para o pagamento de bens e serviços ou para a quitação de dívidas.

¹⁹¹ Até mesmo porque uma grande parte dos investimentos estrangeiros nos países periféricos é de curto prazo. “Os novos mercados têm a obsessão da liquidez, como diz o professor Michel Aglietta. Essa obsessão, aliás, é a decorrência natural e inevitável de mercados cuja operação depende de conjecturas a respeito da evolução do preço dos ativos. Apesar de todas as técnicas de cobertura e distribuição de riscos entre os agentes, ou até por causa delas, estes mercados desenvolveram uma enorme aversão à iliquidez e aos compromissos de longo prazo” (Belluzzo, 1997, p. 188). Se os agentes aceitam, em determinados momentos, se privar da liquidez internacional, isso não ocorre quase nunca por longos períodos, já que a conversibilidade da moeda periférica não é necessariamente sustentável no longo prazo (e.g. peso argentino durante a vigência do *Plan de Convertibilidad*).

¹⁹² Prates (2002) propõe que os fluxos de capitais que se dirigem aos países centrais são mais constantes em função de outra assimetria da economia mundial, a saber, a assimetria financeira. Segundo a autora, os fluxos de capitais que se dirigem aos países periféricos são guiados, principalmente, pelas avaliações e decisões dos operadores financeiros, tendo, assim, um caráter especulativo e volátil. Os países centrais, por sua vez, contam com montantes expressivos de fluxos de capitais ligados à esfera produtiva ou com um caráter menos especulativo. Nos termos desta tese, pode-se dizer que uma parte não desprezível dos fluxos de capitais que se direcionam aos países centrais é motivada por uma busca pelas moedas enquanto moedas; essa demanda é, portanto, mais estável. Uma boa parte dos fluxos de capitais que se dirigem aos países periféricos, por sua vez, busca as moedas periféricas não enquanto moedas, mas enquanto ativos financeiros, conferindo a essa moeda o caráter especulativo e volátil supramencionado.

Já a liquidez de mercado diz respeito às condições em que um ativo é transacionado em determinado mercado, ou seja, aos custos – monetários e temporais – envolvidos na operação. Propõe-se nesta tese que a liquidez de mercado é determinada basicamente por quatro aspectos:

- i) *Instituições*: as características institucionais do mercado, suas regras e modo de funcionamento interferem nas condições com que os ativos são transacionados.
- ii) *Tamanho*: de acordo com o tamanho do mercado, as transações dos ativos em questão influenciarão, em maior ou menor grau, o preço desses ativos;
- iii) *História*: o histórico das transações realizadas em um mercado constrói sua reputação e, portanto, define a confiança que os agentes terão para entrar e operar nesse mercado, interferindo nas condições de intercâmbio dos ativos.
- iv) *Agentes*: os agentes presentes no mercado, seus objetivos com a posse dos ativos e, principalmente, seu grau de interdependência na tomada de decisões impactam diretamente nas condições com que os ativos são transacionados.

Conscientes desta distinção entre liquidez da moeda e liquidez dos mercados, pode-se retornar à questão da hierarquia monetária. Do ponto de vista da liquidez das moedas, as moedas periféricas não são líquidas em âmbito internacional, já que não desempenham nesse âmbito suas funções clássicas; ou seja, elas não são moedas no cenário internacional. Trata-se, portanto, de uma questão estrutural, ligada à hierarquia do Sistema Monetário Internacional.

Para tornar as proposições mais claras, é útil a distinção feita por Aglietta (1986) entre moeda e divisa: se usada para além dos limites de seu espaço nacional, uma moeda nacional torna-se uma divisa¹⁹³. Sugere-se, então, que as moedas periféricas são moedas – em âmbito nacional –, mas não são divisas – já que não desempenham suas funções

¹⁹³ Para uma boa análise sobre o tema, ver Rossi (2008).

internacionalmente. Assim sendo, essas moedas possuem a liquidez própria da moeda em âmbito nacional, mas não possuem, no âmbito internacional, o que se pode chamar de **“liquidez da divisa”**¹⁹⁴.

A liquidez internacional vislumbrada pela maioria dos países periféricos, portanto, não diz respeito à liquidez da moeda (ou da divisa), mas apenas a sua dimensão “de mercado”. Essa liquidez é normalmente buscada mediante reformas liberais dos mercados cambiais, que têm por objetivo reduzir os custos de transação (em termos monetários e também quanto ao tempo exigido para as operações). Esse processo inclui a abertura financeira que, aumentando a liberdade dos movimentos de capitais, conduz a um contexto de liberdade de operações no mercado de câmbio que o tornaria mais líquido. Entretanto, essas tentativas de “construir” uma liquidez ignorando as assimetrias do SMI são contraproducentes, pois, como indica Orléan (1999), a liquidez estimula a especulação¹⁹⁵. No caso das moedas periféricas, quando há a tentativa de se criar um mercado líquido, a especulação torna-se rapidamente preponderante. Dessa forma, mudar as características do mercado de câmbio com o intuito de aumentar a liquidez agrava os problemas, ao invés de resolvê-los. A dimensão mais importante, nesse caso, não concerne os aspectos de mercado, jurídicos ou institucionais, mas o fato de ter ou não ter uma liquidez “estrutural”: a *liquidez da divisa*, que é determinada pela organização do SMI, suas assimetrias e correlações de forças.

Abordando de forma esquemática essa questão da liquidez dos ativos e da propensão a investir dos agentes, parte-se abaixo da análise de uma economia nacional para, enfim, transladar-se o raciocínio para a cena internacional. No interior de um espaço nacional, pode-se hierarquizar os ativos de acordo com seu grau de liquidez. A moeda estatal, imediatamente disponível ao seu detentor para a liquidação de dívidas, está na base desta ordenação e, a partir dela, vêm os depósitos a vista, a prazo, títulos de curto e longo

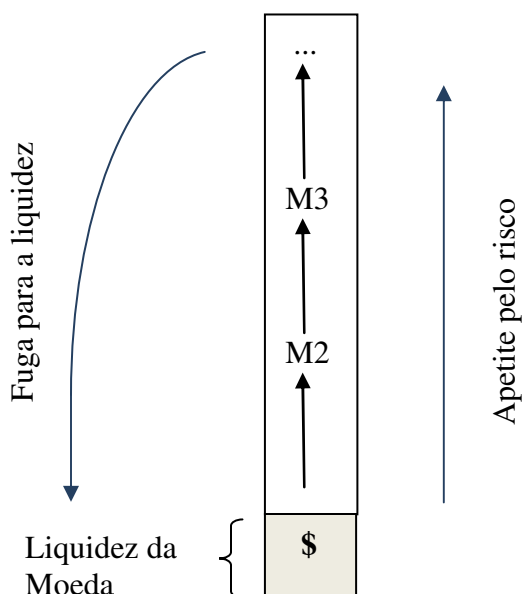
¹⁹⁴ De acordo com Hicks (1962, p. 797) “*An asset which was liquid, even fully liquid, in terms of national money was not necessarily liquid in terms of international money. It was necessary, when both sorts of liquidity were in question, to draw a distinction*”.

¹⁹⁵ De acordo com Keynes (1936, p. 114), a especulação é o “resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada ‘liquidez’”. O conceito clássico de *especulação*, presente em Keynes (1936) é o da “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”. Segundo este conceito, diante da expectativa de uma variação dos preços, os agentes alteram a composição de suas carteiras, seja para evitar prejuízos, seja para auferir lucros, caracterizando uma atividade especulativa. Para maiores detalhes e para um conceito “contemporâneo” de *especulação*, ver Farhi (1999).

prazo, etc. Para simplificar, utiliza-se no esquema III.1 os agregados monetários M2, M3, etc, ao invés de cada ativo. Nos momentos de otimismo da economia, o “apetite pelo risco” dos agentes nacionais será crescente, fazendo com que eles se disponham, paulatinamente, a investir em ativos menos líquidos. No momento de uma mudança na chamada psicologia dos mercados e de elevação da preferência pela liquidez, nota-se um retorno súbito do capital privado em direção aos ativos mais líquidos e, sobretudo, à moeda, detentora por definição da “liquidez da moeda”.

Esquema III.1

Liquidez dos ativos e demanda dos agentes *Âmbito Nacional*



Fonte: Elaboração própria

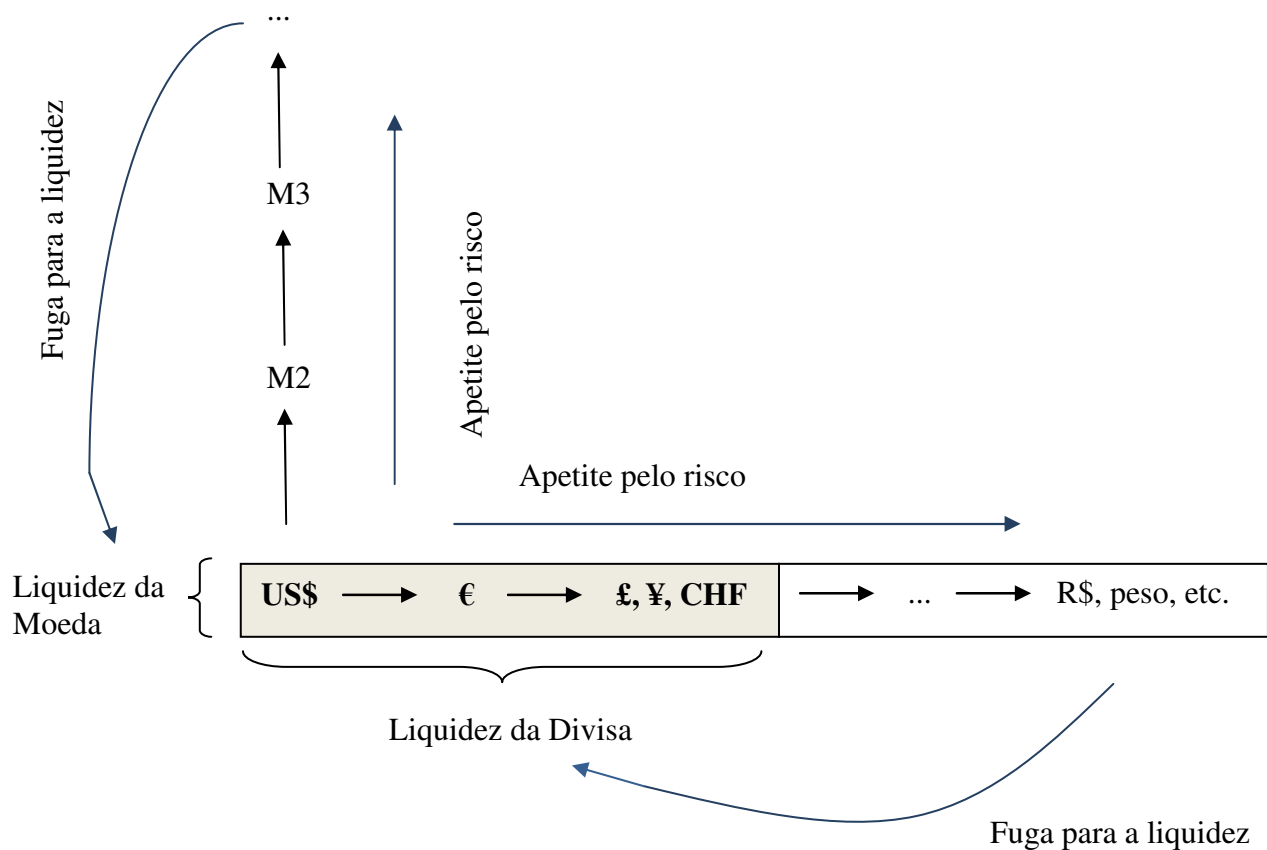
No cenário mundial, a hierarquia dos ativos no interior de cada espaço nacional é mantida, mas surge ao investidor internacional a opção de investir em outras praças, dando origem a outra dimensão hierárquica, relativa às moedas nacionais em questão. O esquema III.2 mostra o dólar como o ativo líquido por excelência da economia mundial e, a partir dele: i) na vertical (de baixo para cima): ativos em dólar, com liquidez decrescente; ii) na horizontal (da esquerda para a direita): outras moedas nacionais, com liquidez internacional decrescente. Acima de cada moeda nacional, pode-se também estabelecer um espectro de

ativos denominados na moeda em questão, com liquidez decrescente. Forma-se, assim, uma matriz, na qual o ativo mais líquido está abaixo e à esquerda (o dólar) e o grau de liquidez se reduz conforme se move para cima e para a direita. Na linha de baixo da matriz, encontram-se as diferentes moedas nacionais que, por definição, possuem, no interior de seus espaços nacionais, a liquidez própria da moeda. No entanto, apenas as moedas que exercem suas funções clássicas em âmbito internacional possuem a liquidez da divisa, como assinalado.

Esquema III.2

Liquidez dos ativos e demanda dos agentes

Âmbito Internacional



Fonte: Elaboração própria

Para além da dimensão da liquidez evidenciada acima – a saber, a liquidez da moeda em âmbitos doméstico e internacional –, há ainda outra dimensão da liquidez: a já aventada liquidez de mercado.

Na dimensão doméstica, a liquidez da moeda estabelece uma divisão binária e qualitativa entre a moeda e os demais ativos monetários. O Estado Nacional impõe o curso forçado da moeda, que se torna o ativo líquido por definição da economia nacional¹⁹⁶. No que diz respeito aos demais ativos, é a liquidez de mercado que estabelece o ordenamento entre eles.

Na dimensão internacional, a liquidez da divisa estabelece igualmente uma divisão binária e qualitativa entre as moedas centrais e as periféricas. As características do SMI determinam quais moedas desempenham suas funções em âmbito internacional e, portanto, são detentoras da liquidez da divisa e quais moedas não possuem a liquidez da divisa. Essa divisão entre os grupos é intransponível no curto prazo, já que tem um caráter estrutural. É um atributo dos ativos, não podendo ser criada por reformas de mercado¹⁹⁷.

A liquidez de mercado, por sua vez, também age sobre a dimensão horizontal do esquema III.2, estabelecendo a hierarquia das moedas no interior de cada um dos dois grupos. As moedas centrais são todas detentoras da liquidez da divisa, mas algumas possuem mercados mais líquidos do que outras, possibilitando seu ordenamento. As moedas periféricas, a seu turno, são todas desprovidas da liquidez da divisa, mas também podem ser ordenadas de acordo com a liquidez de seus mercados. A liquidez dos mercados, como proposto acima, é determinada por fatores institucionais, históricos e pelos agentes presentes no mercado. É passível, portanto, de alterações de curto prazo, capazes de modificar o ordenamento até então vigente no interior de cada grupo de moedas. Trata-se, destarte, de um atributo dos mercados e não dos ativos em questão.

À semelhança do que ocorre em âmbito nacional, o aumento do “apetite pelo risco” do investidor internacional faz com que ele se disponha a aplicar recursos em ativos cada vez mais distantes da “origem” ou do ponto de liquidez máxima. Dado, porém, que se trata agora da economia mundial, estes recursos se direcionarão a ativos cada vez mais ao alto, mas também mais à direita da matriz, em busca de rendimentos excepcionais. No entanto, no momento de reversão do ciclo de liquidez, ocorre igualmente um retorno repentino aos

¹⁹⁶ Há casos excepcionais em que a moeda estatal deixa de ser o ativo líquido por excelência de uma economia nacional, mas isso não invalida o raciocínio.

¹⁹⁷ Segundo Orléan (1999), a liquidez não é uma característica dos ativos, mas dos mercados. O autor concorda, porém, que a moeda – e só ela – é inerentemente líquida. Fazendo a analogia para a cena internacional, o que se propõe aqui é que é que a divisa – e só ela – é detentora de uma liquidez internacional inerente: a liquidez da divisa.

ativos mais líquidos do espectro e, sobretudo, aos ativos detentores da liquidez da divisa. As moedas que não possuem a liquidez da divisa são abandonadas, ainda que seus mercados tenham alta liquidez, já que o que se busca nesses momentos é a liquidez da divisa e não a liquidez de mercado.

A iliquidez das moedas periféricas em âmbito internacional tem uma série de implicações sobre as economias em questão. As seções seguintes dedicam-se à compreensão das principais conseqüências dessa iliquidez, quais sejam: i) sobre o patamar das taxas de juros; e ii) sobre a volatilidade das taxas de câmbio e de juros dos países periféricos.

III.3 Ausência de liquidez da divisa e patamar das taxas de juros

Keynes (1936) propõe que as taxas de juros são a remuneração pela iliquidez de um ativo. Ora, se a iliquidez tem distintas dimensões, como sugerido nesta tese, as taxas de juros devem refleti-las. Uma decorrência direta da condição periférica da moeda, portanto – em função de sua iliquidez –, é o elevado patamar das taxas de juros dos países emissores (Carneiro, 2008). As análises empíricas do capítulo II indicaram a existência dessa tendência, cabendo a esta seção a tentativa de demonstrar teoricamente o fato, relacionando a formação da taxa de juros às análises sobre liquidez, realizadas na seção III.2.

De acordo com a teoria da paridade descoberta da taxas de juros (UIP¹⁹⁸), a taxa de juros de um determinado país é composta pela taxa de juros básica da economia mundial, de um *spread*, que englobaria o preço pelos riscos subjacentes à posse do título em questão – no caso de um título soberano, esses riscos podem ser agregados no chamado risco-país –, além da variação cambial esperada entre a moeda de denominação do título e a moeda reserva. Essa teoria propõe idéias interessantes e esclarecedoras a respeito da interação entre as taxas de juros dos distintos países e, igualmente, entre as taxas de juros e de câmbio de cada país. Ela é, no entanto, incompleta, já que não considera de maneira satisfatória um ponto essencial à determinação das taxas de juros dos distintos países em uma economia globalizada, qual seja, a hierarquia monetária e suas implicações sobre a liquidez internacional das distintas moedas. Seguindo a linha de raciocínio de Belluzzo &

¹⁹⁸ Do termo em inglês: *uncovered interest rate parity*.

Carneiro (2003) e de Carneiro (2008), defende-se aqui que o diferencial de juros representaria também um prêmio pela iliquidez da moeda que denomina o ativo.

Aproveitando as pistas fornecidas pela teoria da paridade descoberta das taxas de juros¹⁹⁹, complementadas pela questão (essencial) da liquidez internacional das moedas, propõe-se que a taxa de juros de um país pode ser desagregada nos seguintes elementos²⁰⁰:

i^* = taxa básica de juros da economia mundial

PI = prêmio pela iliquidez

RP = risco-país

VC = variação cambial esperada

A taxa básica de juros da economia mundial (i^*), nada mais é do que a taxa básica de juros do país emissor da moeda-chave do SMI²⁰¹. Como aponta Belluzzo (1997) “a moeda reserva constitui a representação geral e abstrata da riqueza do sistema globalizado e, portanto, as condições de sua posse definem os parâmetros para a busca de outras formas de riqueza, inclusive das outras moedas do sistema”. Essa taxa de juros, portanto, não depende das demais taxas verificadas na economia internacional e, ao contrário, são as outras taxas de juros que dependem dela²⁰². Ela pode ser pensada, então, como uma taxa de juros determinada numa economia fechada, logo, definida pela preferência pela liquidez dos agentes²⁰³. Nos termos deste trabalho, a liquidez em questão é a da moeda, de forma que o importante nesse ponto é a *preferência pela liquidez da moeda*. Essa taxa de juros paga pelos títulos públicos do país emissor da moeda reserva – que representam o risco

¹⁹⁹ Isso não significa concordância com o arcabouço teórico subjacente à UIP (e não é esse o caso), mas apenas que se compreende que alguns elementos propostos por essa teoria como determinantes das taxas de juros na economia mundial são efetivamente importantes para a compreensão do processo em questão.

²⁰⁰ É essencial destacar que não há qualquer pretensão aqui de afirmar que esses são os únicos elementos formadores das taxas de juros. Tais taxas são determinadas por convenções, que se balizam pelos elementos aqui elencados, mas não de maneira exclusiva. Questões de cunho político – ou de correlação de forças entre agentes ou classes – devem sempre ser consideradas para a compreensão da determinação das taxas de juros dos países periféricos, mas esse é um tema que foge do escopo desta tese. O ponto aqui relevante é a necessidade de se distinguir questões relativas a *risco* de questões relativas a *liquidez*, como se procurará fazer abaixo.

²⁰¹ Esse primeiro termo é o mesmo que aquele proposto pela teoria da paridade descoberta das taxas de juros.

²⁰² Revelando a autonomia de política econômica do país emissor da moeda-chave.

²⁰³ Tomando como dadas a oferta monetária e a propensão marginal ao consumo. Para maiores detalhes, ver capítulo 13 da Teoria Geral (Keynes, 1936).

zero do sistema – pode ser entendida, seguindo o esquema III.2 apresentado na seção anterior, como um *prêmio pela iliquidez na dimensão doméstica*²⁰⁴.

PI também é um prêmio dado ao agente pela iliquidez do título que detém, mas nesse caso, a iliquidez em questão não é a mesma do parágrafo anterior, mas é aquela relativa à *moeda de denominação*, que surge quando se trabalha com uma economia internacional aberta (eixo horizontal do esquema III.2). Esse prêmio de iliquidez é também determinado pela preferência pela liquidez, mas aquela relativa à economia global, ou seja, a *preferência pela liquidez da divisa*. A exigibilidade desse prêmio nos ativos que não possuem a liquidez da divisa determina, desde logo, que as taxas de juros desses títulos partam de um patamar superior àquele verificado nos títulos detentores da liquidez da divisa²⁰⁵.

Seguindo na lista de componentes da taxa de juros, chega-se ao risco-país (RP), que pode ser desagregado em dois: o risco político e o risco de mercado. O risco político diz respeito basicamente às possibilidades de mudanças nas condições normativas do ambiente de investimento (normalmente na legislação ou tributação vigentes) e ao risco soberano de inadimplência (risco de crédito²⁰⁶). O risco de mercado envolve, nesse caso, os riscos cambial e de mudança nas taxas de juros. O risco-país, portanto, indica o prêmio adicional que deve ser pago pelo emissor do título pelos riscos que a posse do ativo significará para seu detentor. Já há aí uma importante diferença em relação aos prêmios anteriores, que eram prêmios pagos pela iliquidez e não pelo risco, como é o caso agora. Os prêmios pela iliquidez (seja na dimensão doméstica, seja na dimensão internacional) são determinados pela preferência pela liquidez (da moeda e da divisa, respectivamente); e a busca pela liquidez é fruto da incerteza, no sentido keynesiano do termo. Já os riscos supracitados

²⁰⁴ Nos termos de Keynes (1936, p. 122), a taxa de juros é uma “recompensa pela renúncia da liquidez por um tempo determinado”.

²⁰⁵ Há exceções – como visto no capítulo II –, mas esse costuma ser o padrão verificado. As exceções se devem, em geral, há duas razões: i) economias com controles na conta financeira têm uma autonomia maior na determinação de suas taxas de juros, já que o menor grau de integração da economia doméstica com o mercado financeiro mundial desestimula as atividades especulativas; ii) havendo expectativa de apreciação da moeda local, as taxas de juros podem ser menores, já que a rentabilidade do ativo será dada pelos juros, mas também pela variação cambial.

²⁰⁶ Dado que esse exercício analítico trata de títulos soberanos, o risco de crédito se restringe ao risco soberano de inadimplência.

(soberano, cambial, de juros, etc.) têm um componente probabilístico e são passíveis de cálculo pelas agências de *rating*, bancos ou investidores²⁰⁷.

Outra relevante distinção – a mais importante, talvez – está no fato de que os componentes da taxa de juros referentes aos prêmios pela iliquidez (i^* e PI) são exógenos ao país em questão²⁰⁸, sendo determinados preponderantemente pela preferência pela liquidez dos agentes (nacionais e internacionais). No caso de uma economia nacional, Keynes (1936) propõe que uma mudança na preferência pela liquidez dos agentes pode conduzir a uma elevação das taxas de juros²⁰⁹. Propõe-se aqui que o mesmo ocorre em âmbito internacional, onde uma mudança na preferência internacional pela liquidez pode, por si só, induzir a um aumento no diferencial de juros, ainda que não tenha havido nenhuma alteração nos fundamentos macroeconômicos desses países.

Já o prêmio pelos riscos possui componentes exógenos, mas também endógenos. Como fator exógeno²¹⁰, vale destacar, em primeiro lugar, as conseqüências – indiretas – da condição periférica da moeda sobre os riscos associados aos ativos nela denominados. Sobretudo sobre o risco de mercado, que é potencialmente mais elevado nos países emissores de moedas periféricas, em função da tendência à volatilidade das taxas de câmbio e juros, a ser discutida na seção seguinte. Mas para além das questões ligadas à condição periférica das moedas, há ainda outros fatores exógenos que influenciam o risco-país, já que os riscos que o compõem estão, em maior ou menor grau, vinculados à conjuntura econômica internacional. Uma elevação da aversão ao risco dos agentes, por exemplo, pode elevar tanto o risco político quanto o de mercado de diversos países²¹¹ – eventualmente de maneira indistinta.

Entretanto – e aí está uma grande diferença em relação aos componentes i^* e PI – os prêmios de risco são em parte determinados pelas condições da economia nacional em questão. E dentre essas características nacionais, tem extrema relevância a liquidez dos

²⁰⁷ A validade desses cálculos é bastante questionável, como mostrou o episódio recente da crise financeira iniciada no mercado imobiliário estadunidense. Entretanto, o ponto aqui ressaltado é que enquanto o prêmio pela iliquidez (da moeda ou da divisa) é fruto da “psicologia dos mercados” ou de convenções, os prêmios de riscos são minimamente matematizáveis, já que são probabilísticos.

²⁰⁸ A exceção é o país emissor da moeda chave.

²⁰⁹ Se os agentes interpretam de uma mesma maneira as novas informações às quais eles têm acesso (seja por utilizarem uma mesma lógica, seja em função de um “comportamento de manada”).

²¹⁰ Exógeno, já que determinado pelas características do SMI.

²¹¹ A rigor, não são necessariamente os riscos que se elevam, mas a percepção do risco, por parte dos agentes.

mercados, trabalhada na seção III.2²¹². O ponto importante, no entanto, é que a relação entre a liquidez de mercado e o prêmio de risco embutido nas taxas de juros não é sempre negativa, como advogam certos autores. Arida (2003) e Arida, Bacha & Lara-Resende (2004) defendem que reformas no aparato jurisdicional das economias periféricas poderiam reduzir o risco-país e, portanto, as taxas de juros de tais países. Pode-se supor que, de fato, a liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros – e cambial, em especial – conduziriam, como defendem os autores, a uma redução do risco político associado a tais investimentos. Contudo, esse aumento da liquidez de mercado estimula a especulação, como discutido anteriormente; e a especulação nos países periféricos é preponderantemente pró-cíclica²¹³, potencializando as variações de preço, aumentando a convergência das opiniões e das decisões de compra/venda no mercado, etc. Ao fim, a liquidez de mercado, que nas fases de otimismo da economia internacional pode até promover a redução do risco de mercado, tende a exacerbá-lo quando da reversão dos ciclos. Logo, o risco-país como um todo tende a ser ainda mais cíclico, já que mesmo seu componente “endógeno” – ou ligado à economia nacional em questão – torna-se bastante sensível à conjuntura internacional, com um risco político possivelmente mais baixo, mas um risco de mercado (sobretudo cambial) potencialmente maior.

Para terminar com a lista dos elementos que compõem as taxas de juros, resta discutir a variação cambial esperada (VC)²¹⁴. Não cabe aqui uma discussão sobre os inúmeros determinantes das variações cambiais, tema extremamente complexo e inconcluso²¹⁵. O importante é notar que essas variações também são causadas por fatores exógenos e endógenos e, dentre esses últimos, a liquidez de mercado é, mais uma vez, central. Como será visto na seção seguinte, o aumento dessa liquidez de mercado tende a tornar as taxas de câmbio mais voláteis, reduzindo a confiabilidade das expectativas quanto à sua trajetória. Ao fim, isso colabora com a tendência já anunciada – e a ser discutida na seção seguinte – à volatilidade das taxas de juros.

²¹² É evidente que a liquidez de mercado não é a única característica da economia nacional que interfere nos prêmios de risco. Qualidade da inserção externa, montante acumulado de reservas internacionais e inúmeros outros fatores interferem nesse prêmio.

²¹³ Nos países centrais a especulação pode igualmente adquirir um caráter pró-cíclico, como ocorreu na crise financeira iniciada em 2007. Entende-se, contudo – como visto no capítulo II –, que nos países periféricos a tendência a esse comportamento pró-cíclico por parte dos especuladores é ainda mais evidente.

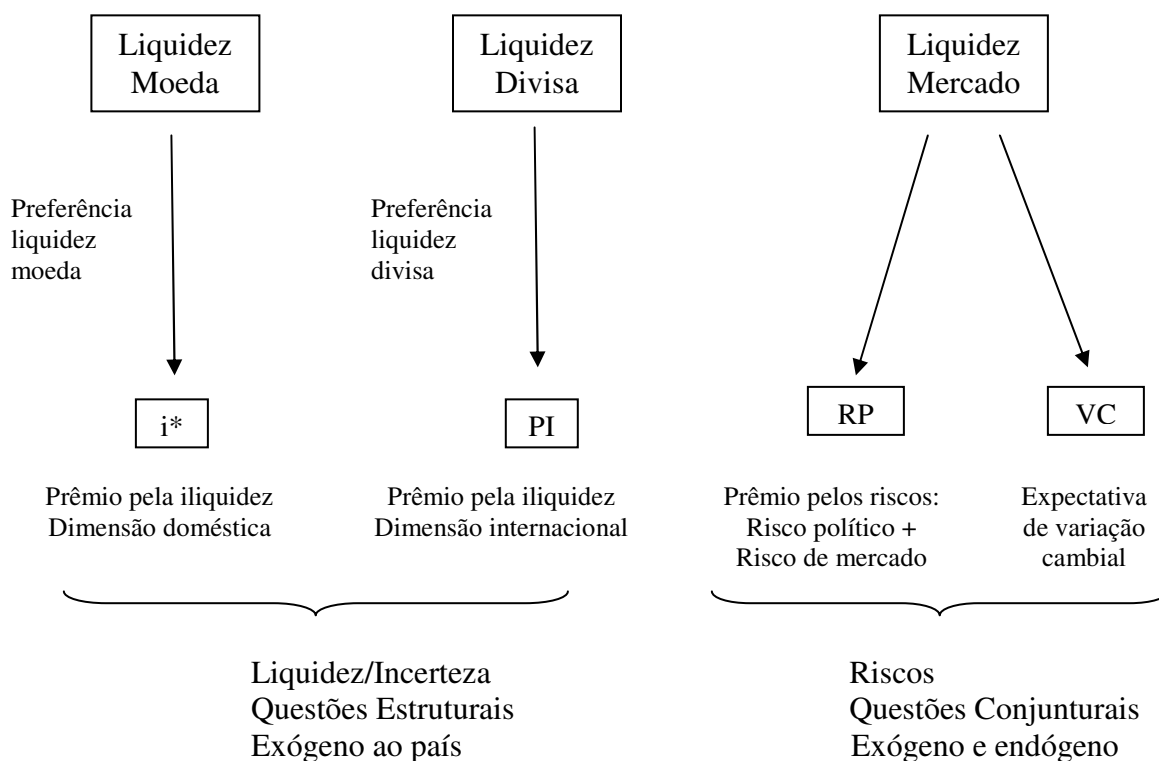
²¹⁴ Esse último termo é também o mesmo que aquele proposto pela UIP.

²¹⁵ Para uma discussão sobre a hierarquia monetária e os determinantes das taxas de câmbio, ver Andrade & Prates (2009).

Como mostrado, portanto, os componentes das taxas de juros apresentados acima guardam relação com as distintas dimensões da liquidez, discutidas na seção precedente. O esquema III.3, abaixo, sistematiza essa discussão:

Esquema III.3

Relação entre a liquidez em suas diversas dimensões e alguns dos componentes das taxas de juros



Fonte: Elaboração própria

Destarte, tendo em mente os elementos que compõem as taxas de juros, apresentados acima, percebe-se que apenas alguns componentes das taxas de juros dos países periféricos guardam relação com as características da economia nacional, a saber, os prêmios de risco e a expectativa de variação cambial. Os demais componentes estão atrelados à hierarquia do SMI e à preferência pela liquidez dos agentes internacionais, não sendo passíveis de alteração por meio de políticas macroeconômicas ou reformas de mercado. Isso não significa que essas iniciativas nacionais não sejam relevantes. Ao contrário, são elas que permitem a diferenciação entre os países periféricos, tanto do ponto

de vista da liquidez (de mercado) de seus ativos (moedas e títulos) – como visto na seção III.2 – quanto na formação de suas taxas de juros. O capítulo II deixou evidente que os países periféricos possuem características comuns ao grupo, mas possuem igualmente particularidades específicas a cada país; essas especificidades se devem, indubitavelmente, às diferenças na institucionalidade econômica nacional, nas políticas econômicas conduzidas em cada país, etc., de forma que essas questões próprias a cada economia nacional não podem jamais ser ignoradas. O ponto relevante, no entanto, é a necessidade de compreender quais são as questões determinadas em âmbito nacional e quais são aquelas ligadas principalmente à economia internacional, para que se possa evitar medidas ineficazes ou contraproducentes. No caso das taxas de juros, analisadas nesta seção, a questão crucial é que a relação entre aumento da liquidez e redução dos prêmios de risco não é sempre verificada, já que a liquidez em questão é a “de mercado”, que pode, em certos momentos, elevar o risco-país e as taxas de juros, ao invés de diminuí-los.

Esse ponto será retomado posteriormente, numa tentativa de identificar certos equívocos nas políticas de liberalização dos mercados. O importante a ressaltar por enquanto é que a hierarquia monetária determina, na maioria das vezes, um patamar para as taxas de juros dos países periféricos mais elevado do que aquele verificado nos países centrais²¹⁶. Esse diferencial de juros tem dois componentes: um ligado a questões estruturais (prêmio de liquidez, determinado pela preferência pela liquidez da divisa em um SMI hierarquizado) e outro mais dependente de aspectos conjunturais (prêmios de risco e variação cambial esperada, determinados em parte – mas não exclusivamente – pela liquidez de mercado). Lembrando que, como visto, a relação entre essa liquidez de mercado e o prêmio de risco não parece ser aquela preconizada pela ortodoxia.

O elevado patamar das taxas de juros dos países emissores de moedas periféricas, todavia, não é a única consequência do caráter hierarquizado do SMI. Defende-se nesta tese que o caráter ilíquido das moedas periféricas – sob o ponto de vista da liquidez da divisa – faz com que as taxas de câmbio e de juros dos ditos países apresentem tendência a grande volatilidade, como se verá na seção seguinte.

²¹⁶ Como visto no capítulo II, existem exceções a esse padrão, que se explicam, em geral, pela presença de controles de capital na conta financeira de alguns países periféricos ou por expectativas de apreciação de sua moeda.

III.4 Ausência de liquidez da divisa e volatilidade das taxas de câmbio e juros

A partir da análise realizada no capítulo II, propôs-se que as taxas de câmbio e de juros dos países periféricos tendem a ser mais voláteis que aquelas dos países centrais. Procura-se, nesta seção, analisar o fenômeno de um ponto de vista teórico-abstrato, com o intuito de compreender suas causas e a relação que guarda com a hierarquia do SMI, estudada no capítulo I. Inicia-se a seção com o estudo da volatilidade cambial para, em seguida, passar-se à observação da volatilidade das taxas de juros.

Como visto na seção III.2, a escolha de portfólio dos agentes é baseada primordialmente no *trade-off* entre liquidez e rentabilidade. Dado que as moedas periféricas e os ativos nela denominados não possuem a liquidez da divisa, eles são demandados pelos agentes estrangeiros unicamente pela rentabilidade que oferecem. Não há, portanto, uma “demanda cativa” por essas moedas e ativos em âmbito internacional. Essa demanda tem um caráter preponderantemente especulativo, surgindo com intensidade nos momentos de “apetite pelo risco” da economia internacional, mas desaparecendo com a mesma intensidade quando ressurge um ambiente de “aversão ao risco” ou de “fuga para a qualidade” por parte dos investidores globais.

Dito de outra forma e nos termos deste trabalho, em momentos de otimismo da economia internacional, os agentes estão dispostos a investir em ativos que não possuam a liquidez da divisa, desde que tenham mercados minimamente líquidos e ofereçam rentabilidade que compense essa baixa liquidez. Mas em momentos de elevação da preferência pela liquidez dos agentes internacionais – por razões possivelmente alheias aos países em questão – a liquidez de mercado não é mais suficiente para manter a demanda pelos ativos periféricos, havendo um retorno súbito aos ativos detentores da liquidez da divisa (como visto no esquema III.2). Esse abandono dos ativos que não são denominados nas moedas centrais implica fuga de capitais dos países periféricos e, ainda que os fluxos de capitais que entram e saem dos países emergentes sejam residuais em comparação com o montante total do capital internacional em circulação, seus efeitos potencialmente desestabilizadores sobre os mercados de câmbio e de capitais domésticos são significativos, já que em relação à dimensão desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é pequeno (Prates, 2002). A relação entre os fluxos de capitais financeiros e o

turnover dos mercados cambiais é radicalmente maior nos países periféricos, evidenciando o peso do capital especulativo sobre o total do capital estrangeiro investido nesses países²¹⁷.

Além da elevada proporção da demanda especulativa sobre o total da demanda pelas moedas periféricas (e ativos nela denominados), há ainda uma especificidade que faz com que essa especulação contribua com a volatilidade cambial: a ação especulativa nos países periféricos, contrariamente ao proposto por Friedman (1953), é quase sempre pró-cíclica e não estabilizadora²¹⁸. A principal razão é que o “comportamento de manada” é a ação racional dos agentes em um ambiente marcado pela incerteza (Keynes, 1936; Davidson, 2002). Não se pretende dizer com isso que não há incerteza nos países centrais, é evidente que há, já que ela é inerente ao sistema capitalista. Entretanto, nos países centrais o grau de confiança nas expectativas, a profundidade dos mercados financeiros e o histórico de uma instabilidade menor do que aquela percebida nos países periféricos faz com que a atitude dos investidores se revista, às vezes, de um caráter menos especulativo. Nos países periféricos, por sua vez, em função do histórico de instabilidades, da falta de informações suficientes sobre a economia em questão, ou simplesmente da perspectiva de lucros excepcionais, os especuladores tendem a adotar, nos momentos de instabilidade, um comportamento que, ao invés de reconduzir a taxa de câmbio ao seu nível pré-crise, acentua sua variação. Ou seja, como as moedas periféricas não são líquidas em âmbito internacional – porque não possuem a liquidez da divisa –, a elevação de sua taxa de câmbio provoca rapidamente uma baixa de sua demanda, que contribui ainda mais com esse movimento de depreciação da moeda. Do outro lado da operação, verifica-se uma tendência ao aumento da demanda pelas moedas centrais, como resultado de sua apreciação – ou da queda de suas taxas de câmbio. Ao fim, portanto, a assimetria monetária exacerba a amplitude das variações das taxas de câmbio das moedas periféricas²¹⁹.

²¹⁷ Nos países centrais também há demanda especulativa por suas moedas, mas ela é proporcionalmente menos relevante, já que há também uma importante demanda “cativa” ou transacional. Esse capital volátil, portanto, causa menos impacto sobre os mercados cambiais. O capítulo II mostrou que a relação entre os fluxos financeiros líquidos e o giro dos mercados cambiais é expressivamente maior nos países periféricos, em relação aos centrais.

²¹⁸ Isso não significa que a especulação nos países centrais seja sempre anti-cíclica, mas apenas que o caráter pró-cíclico é mais evidente nos países periféricos, como visto no capítulo II. Nos países centrais, é mais comum que haja um “ponto de reversão”, a partir do qual os agentes agirão no sentido de interromper o movimento verificado na taxa de câmbio; nos países periféricos, no entanto, os agentes tendem a agir no sentido de dar continuidade ao movimento verificado.

²¹⁹ “Como moedas não são bananas, em particular a moeda reserva, a sua demanda aumenta como decorrência direta da sua valorização. Ou seja, para todos aqueles que têm ativos nas demais moedas, particularmente

Destarte, os fluxos de capitais, que apresentam uma mobilidade cada vez maior em âmbito internacional, têm uma instabilidade ainda mais acentuada nos países periféricos, em função da alternância dos movimentos internacionais de *feast or famine*²²⁰. Tendo em conta a importância desses fluxos para as economias em questão e a supremacia adquirida pela conta financeira no estágio atual do capitalismo, essa instabilidade dos fluxos de capitais gera pressão no sentido de uma grande volatilidade das taxas de câmbio desses países. Existem países, inegavelmente, que conseguem enfrentar essa pressão e manter suas taxas de câmbio estáveis, como visto no capítulo II; mas existem outros – talvez a maioria –, que não logram impedir essa volatilidade²²¹.

Mas não é apenas a volatilidade dos fluxos de capitais que cria essa tendência nos países periféricos a uma elevada volatilidade das taxas de câmbio. Mudanças na psicologia dos mercados podem conduzir a uma alteração nas taxas de câmbio sem que os fluxos de capitais oscilem. Isso ocorre quando – por um motivo qualquer – alteram-se as taxas de câmbio futuras e, através de mecanismos de arbitragem, as taxas de câmbio à vista também são impactadas²²². Geralmente são mudanças no prêmio de liquidez, nos riscos percebidos das diferentes moedas e títulos ou nas expectativas com relação às taxas de juros, que dão origem a uma convenção, por parte dos agentes, quanto a uma alteração futura na taxa de câmbio. Inicia-se, então, um processo que guarda um forte componente de profecia auto-realizável, já que os agentes adotam posições no mercado futuro que, alterando a cotação futura de determinada moeda, alteram também – via arbitragem – suas taxas de câmbio à vista. Considerando que nos países periféricos o horizonte expectacional é mais instável (ou percebido como tal, pelos agentes internacionais), essas alterações nas taxas de câmbio sem relação direta com o fluxo real (físico) de divisas entrando ou saindo do país também

naquelas inconversíveis, a resposta à valorização da moeda reserva é um aumento da sua procura. O inverso ocorre com as moedas menos líquidas cuja desvalorização relativa produz uma redução da demanda” (Belluzzo & Carneiro, 2003, p. 3).

²²⁰ Termo usado originalmente pelo FMI como referência à volatilidade dos fluxos internacionais de capital, ora abundantes, ora escassos (e.g. FMI, 2003, p. 4).

²²¹ Depois das crises financeiras dos anos 1990, inúmeros países periféricos adotaram uma estratégia de obtenção de elevados superávits comerciais. Grande parte desses países, no entanto, aprofundou o processo de abertura financeira, de forma que mesmo contando com superávits na balança de transações correntes e volumosas reservas internacionais, eles não são imunes aos momentos de reversão dos fluxos de capital financeiro e às importantes variações cambiais associadas.

²²² Para análises aprofundadas sobre o mecanismo de arbitragem, ver Farhi (1998) e Rossi (2010).

podem ser uma relevante fonte de instabilidade para a taxa de câmbio²²³. Como não são moedas em âmbito internacional, as moedas periféricas – e os títulos nelas denominados – são encaradas apenas como ativos passíveis de valorização ou de geração de elevados rendimentos. A expectativa de variação cambial e a “volatilidade” dessas expectativas, portanto, fazem parte da estratégia dos agentes para a aquisição e manutenção da moeda e ativos periféricos e contribuem com a volatilidade efetiva das taxas de câmbio.

Defende-se aqui, portanto, que a tendência à volatilidade das taxas de câmbio periféricas está ligada, sobretudo, à volatilidade dos fluxos de capitais que se direcionam a tais países, mas também a algo que se pode denominar “volatilidade das expectativas” com relação às moedas periféricas, ambas ligadas à condição periférica das moedas em questão. Ademais, além de mais voláteis, as taxas de câmbio dos países periféricos apresentam amplitudes maiores de variação e não possuem limites máximos, podendo atingir subitamente valores outrora inimagináveis²²⁴.

A volatilidade das taxas de juros, por sua vez, está fortemente vinculada à volatilidade das taxas de câmbio, mas não de maneira exclusiva, havendo também razões próprias aos elementos que a compõem, como se proporá.

Diante da propensão verificada a uma grande volatilidade das taxas de câmbio, as autoridades monetárias dos países periféricos vêem-se diante de duas atitudes possíveis. A primeira delas, recomendada pelo *mainstream* e pela maioria das instituições multilaterais (e.g. FMI, BIS), é a de deixar a taxa flutuar livremente. Essa negligência, no entanto, resulta em grandes custos para a economia nacional, sobretudo no que diz respeito à distorção dos preços relativos, o risco de elevação das taxas de inflação, a possibilidade de ocorrência de *currency mismatches*, a redução do horizonte expectacional dos agentes, etc²²⁵.

A outra atitude possível das autoridades monetárias é a de confrontar essa volatilidade das taxas de câmbio. Isso pode ocorrer pela instituição de um regime de câmbio fixo ou por meio de intervenções esporádicas para evitar a livre flutuação. Qualquer que seja a escolha, as taxas de juros serão, provavelmente, um dos principais instrumentos

²²³ A ocorrência dessa dinâmica depende, evidentemente, do grau de desenvolvimento do mercado futuro no país em questão.

²²⁴ Como visto no capítulo II.

²²⁵ Algumas das consequências da variabilidade cambial excessiva sobre as economias periféricas foram discutidas no capítulo II desta tese.

de controle das variações cambiais, o que acentua seu grau de variabilidade²²⁶. Os dados empíricos do capítulo II deixaram essa dinâmica indicada, a saber, que a estabilidade (ou a redução da volatilidade) das taxas de câmbio de alguns países periféricos é obtida por meio da manipulação das taxas de juros. Fica claro, destarte, que a volatilidade – ou a tendência à volatilidade – das taxas de câmbio dos países periféricos pode determinar também uma grande volatilidade das taxas de juros desses países.

Além disso, como antecipado acima, os próprios componentes das taxas de juros, discutidos na seção III.3, podem determinar um grau elevado de volatilidade para a taxa. Entende-se neste trabalho que a taxa de juros dos países periféricos é composta pela taxa de juros do país central (i^*), um prêmio pela iliquidez da moeda que denomina o título (PI), um prêmio pelos riscos associados à sua posse (R) e a variação cambial esperada (VC)²²⁷. O prêmio pela iliquidez, como visto na seção anterior, depende das condições macroeconômicas internacionais – sobretudo a fase vigente dos ciclos internacionais de liquidez – e do estado de aversão ao risco dos agentes internacionais; é, portanto, bastante instável e suscetível a variações grandes e repentinas. Os riscos associados à posse de um título, como discutido, são determinados por fatores endógenos ao país emissor, que são mais estáveis, já que ligados a características macroeconômicas nacionais, mas também por fatores exógenos a esse país e que, à semelhança do prêmio pela iliquidez, são bastante mutáveis. A variação cambial esperada também é bastante volátil, já que a própria taxa de câmbio o é e as expectativas com relação à taxa futura são recorrentemente remodeladas. Nota-se, assim, que alguns dos componentes das taxas de juros dos países periféricos têm um elevado grau de variabilidade, contribuindo para a tendência de elevada volatilidade das taxas de juros desses países.

Percebe-se, então, que os países periféricos enfrentam dificuldades adicionais no manejo de sua política econômica que são raramente consideradas pela teoria econômica convencional. Em primeiro lugar, porque as taxas de câmbio tendem a ser voláteis, tornando a política cambial mais necessária, mas mais complexa de ser colocada em prática. Em segundo lugar, porque a política econômica nacional, em muitos desses países,

²²⁶ Outros instrumentos também são utilizados no esforço por controlar as variações cambiais, dentre os quais vale destacar as intervenções nos mercados cambiais pelo uso das reservas internacionais acumuladas e a determinação de certas modalidades de controle de capital na conta financeira.

²²⁷ Convém lembrar que esses elementos não devem ser compreendidos como os únicos, mas apenas como alguns dos elementos que compõem as taxas de juros.

estará implicada na luta contra essa volatilidade cambial exacerbada, resultando na perda de autonomia da política econômica e, principalmente, da política monetária²²⁸. Em terceiro lugar, porque, ainda que as taxas de juros não sejam utilizadas como instrumento de intervenção nas taxas de câmbio, elas são determinadas em parte por componentes exógenos ao país em questão, reduzindo a margem de manobra das autoridades monetárias domésticas.

De acordo com o Triângulo de Mundell, existe uma “trindade impossível” nas opções de política econômica, já que um país deve eleger dois dentre os três seguintes objetivos: taxa de câmbio fixa, liberdade de movimentação de capitais e autonomia de política monetária. Num país periférico, contudo – conforme sugere Flassbeck (2001) –, existe na verdade uma “dualidade impossível”, uma vez que a abertura da conta financeira, em si, já restringe a autonomia de política monetária, qualquer que seja o regime cambial em vigor.

Nos países de moeda forte, a fixação da taxa de juros em patamares baixos pode engendrar uma fuga de capitais e a elevação da taxa de câmbio; em um dado momento, porém, essa elevação da taxa de câmbio atingirá um nível que estimulará o retorno dos capitais, à espera de uma reapreciação da moeda. Isso ocorre, porque esses países contam com um fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros²²⁹. Nos países periféricos, por outro lado, não há um teto para a elevação das taxas de câmbio, já que não há um fluxo permanente considerável de capital²³⁰ (Carneiro, 2002). Taxas de juros abaixo de um determinado piso têm, destarte, conseqüências maiores aos países periféricos do que aos centrais. As autoridades monetárias se vêem compelidas, assim, a seguir de maneira mais estrita aos movimentos das taxas de juros do país central (i^*) e dos demais componentes

²²⁸ Ao invés da manipulação das taxas de juros, as autoridades monetárias podem combater a volatilidade das taxas de câmbio por meio de intervenções nos mercados cambiais, possibilitadas pelas reservas internacionais acumuladas. Todavia, essa estratégia resulta, normalmente, em custos quasi-fiscais, em função do diferencial entre os juros dos títulos públicos nacionais e aqueles que remuneram as reservas internacionais.

²²⁹ Esses fluxos mais estáveis de capitais são explicados por aquilo que se chamou anteriormente de “demanda cativa” pelas moedas e ativos centrais, procurados para desempenhar as funções da moeda em âmbito internacional. Tendo um caráter menos especulativo, esses fluxos são menos voláteis. É evidente que há fluxos de capitais puramente especulativos que se dirigem também aos países centrais, mas a presença de fluxos mais estáveis faz com que o esgotamento dos recursos seja menos provável.

²³⁰ Os bens e serviços exportados por esses países sofrem uma maior concorrência internacional e os investimentos financeiros neles alocados são extremamente voláteis.

das taxas de juros, discutidos acima, na determinação da taxa básica de juros das economias nacionais²³¹.

Além disso, como aponta Carneiro (*op. cit.*), as variações das taxas de juros e câmbio necessárias nos países periféricos para interromper a fuga de capitais têm uma amplitude muito mais elevada que aquela observada nos países centrais. Por fim, apesar do controle da inflação, não se pode dizer que esses países apresentam uma estabilidade monetária, já que entre os principais preços da economia, existem dois – taxas de câmbio e de juros – que tendem a ser voláteis.

Os países periféricos têm, portanto, uma capacidade extremamente limitada de colocar em prática políticas econômicas anti-cíclicas²³²; ao contrário, em função da “disciplina dos mercados”, as autoridades monetárias agem, geralmente, de maneira pró-cíclica, para inspirar confiança aos agentes²³³.

Fica claro, então, que esse comportamento das taxas de câmbio e essas regras de formação das taxas de juros determinam, para os países, diferentes graus de autonomia de política econômica, em função de seu posicionamento no Sistema Monetário Internacional. “Em outras palavras, a assimetria monetária implica assimetria macroeconômica, a qual diz respeito aos diferentes graus de autonomia de política dos países que integram o sistema” (Prates, 2002, p. 150). Nos países centrais e, sobretudo, no país emissor da moeda-chave do SMI, a autonomia de política econômica é bastante grande, já que as taxas de juros podem ser determinadas visando unicamente aos objetivos domésticos. Nos países periféricos, no entanto, é preciso lidar com a tendência à volatilidade das taxas de câmbio e, num contexto de abertura financeira, as taxas de juros são fortemente influenciadas pela conjuntura econômica internacional. Essa constatação é importante para que os *policy makers* compreendam as dificuldades adicionais enfrentadas pelos países periféricos na condução

²³¹ “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” (Belluzzo, 1997, p. 183).

²³² Essa capacidade depende também do grau de abertura financeira dos países.

²³³ Em 2008 e 2009, no entanto, um grande número de países periféricos foi capaz de colocar em prática políticas anti-cíclicas para enfrentar os efeitos da crise dos *subprimes*. Uma hipótese para explicar esse comportamento que se diferencia do padrão histórico encontra-se no fato de que a crise teve seu epicentro nos EUA e não nos países periféricos. Além disso, tendo em conta a gravidade da “aversão ao risco” verificada, é possível que os governos dos países periféricos tenham entendido que seria inútil adotar políticas pró-mercado (IEDI, 2008). Ainda não se pode dizer se essa capacidade de exercer políticas anti-cíclicas é um conquista permanente dos países periféricos ou não passa de um comportamento de exceção. Tais reflexões deverão ser feitas à luz dos acontecimentos futuros.

de sua política econômica e passem a buscar soluções efetivas para essas dificuldades que, como se vê, têm componentes estruturais e ligados à hierarquia do SMI.

III.5 Considerações finais

Esse trabalho sugere que os países periféricos enfrentam grandes dificuldades na condução da política econômica no atual contexto de globalização financeira, principalmente em função da hierarquia do Sistema Monetário Internacional. Dito de outra forma, a assimetria monetária gera uma assimetria macroeconômica.

O grande problema é que as razões dessa assimetria macroeconômica não vêm sendo tratadas de maneira correta pela teórica econômica convencional. Um diagnóstico equivocado conduz inevitavelmente a soluções equivocadas e, entende-se aqui, é o que acontece nos países que vêm seguindo as recomendações de liberalização dos mercados.

Segundo o raciocínio desenvolvido ao longo desse capítulo, a propensão a uma grande variabilidade das taxas de câmbio, observada nos países periféricos, provém, principalmente, da volatilidade dos fluxos de capitais que se dirigem a esses países²³⁴. Esses fluxos são voláteis, porque a demanda internacional por essas moedas periféricas – bem como pelos ativos nela denominados – depende enormemente do estado global de preferência pela liquidez, já que essas moedas não são líquidas em âmbito internacional. É necessário notar, entretanto – como visto –, que não é a liquidez dos mercados que é importante aqui, mas sim a liquidez da divisa. Tendo em vista que a liquidez de uma divisa depende de seu uso e que seu uso em âmbito mundial é determinado por fatores geopolíticos e geoeconômicos (que estabelecem um SMI hierarquizado), as reformas de mercado de caráter liberal são prejudiciais às economias dos países periféricos, já que reforçam a tendência à especulação, potencializando a volatilidade dos fluxos de capitais e, por conseguinte, das taxas de câmbio e de juros. Ademais, não são suficientes para eliminar o prêmio de iliquidez que os ativos denominados numa moeda periférica devem conter em suas taxas de juros para tornarem-se atrativos aos agentes internacionais.

Analisando os ciclos de liquidez, nota-se que nos momentos de euforia, basta que certos mercados sejam suficientemente líquidos (e rentáveis) para que os agentes

²³⁴ Como visto no capítulo II, o grau de volatilidade não é o mesmo em todos os países periféricos, revelando que as políticas conduzidas em alguns países são capazes de enfrentar, de alguma forma, essa volatilidade.

internacionais se disponham a neles investir. Nos momentos de reversão dos ciclos, no entanto, os investidores internacionais desejam a liquidez da divisa e as características dos mercados deixam de ter a importância de outrora. Podemos dizer, portanto, que a preferência pela liquidez, em âmbito internacional, é uma *preferência pela liquidez da divisa*.

A liquidez da divisa, no entanto, é estrutural, ligada a questões de economia política internacional e, principalmente, à hierarquia do SMI. O Estado Nacional dos países periféricos, destarte, só pode agir sobre a liquidez dos mercados²³⁵. Quando isso é feito por meio da liberalização dos mercados cambiais, a lógica subjacente é a de confiar aos agentes privados a responsabilidade pela obtenção do equilíbrio entre oferta e demanda de divisas, mediante a variação dos preços – mecanismo tradicional de mercado. O grande problema, como visto ao longo do capítulo, é que não há uma demanda de longo prazo pelas moedas periféricas, de forma que seu componente especulativo costuma ser mais importante do que no caso das moedas centrais e os movimentos de saída de divisas são geralmente repentinos e violentos. Ademais, como já ressaltado, o preço que variará nesse caso é a taxa de câmbio, um dos preços básicos da economia e cuja variação acarreta uma série de problemas aos países periféricos.

²³⁵ Ao menos em horizontes de curto e médio prazo. A capacidade de um Estado Nacional periférico de criar as condições para que, no longo prazo, sua moeda adquira o status de divisa é um tema ainda a ser estudado. Breves ilações a esse respeito serão feitas nas Considerações Finais desta tese.

Considerações finais

O desenvolvimento econômico não é resultado de uma evolução natural das economias periféricas. Na verdade, ele não pode ser vislumbrado senão a partir de planos de longo prazo, que se empenhem na realização de mudanças estruturais nas economias em questão. Nesse percurso, é essencial que sejam conduzidas políticas econômicas adequadas e essas mudanças, com atenção especial sobre as taxas de câmbio e de juros, preços básicos de toda economia.

Nesta tese, foram estudadas as taxas de câmbio e juros de três grupos de países e a constatação principal é que essas taxas possuem algumas particularidades nos países periféricos, em relação àquelas verificadas nos países centrais. O que se propõe é que as taxas de câmbio dos países periféricos *tendem* a ser mais voláteis, ainda que essa tendência seja combatida em alguns países, por meio de medidas de administração cambial. No que diz respeito às taxas de juros, nota-se que elas são, em geral, mais elevadas e mais voláteis nos países periféricos do que nos centrais.

De acordo com a análise aqui realizada, essas particularidades das taxas de câmbio e de juros dos países periféricos guardam uma relação estreita com a hierarquia do Sistema Monetário Internacional, mais especificamente, com o *status* das distintas moedas no cenário internacional. Como visto, as moedas que são utilizadas em escala global possuem aquilo que se chamou aqui de “liquidez da divisa”, enquanto aquelas que não têm um uso internacional não possuem essa liquidez. Com isso, a demanda por essas moedas periféricas apresenta características diferentes daquela associada às moedas centrais, de forma que a atitude dos agentes globais diante dessas moedas e, conseqüentemente, os fluxos de capitais que se direcionam aos distintos países são também diferenciados. Ao fim, tudo isso determina que as taxas de câmbio e de juros apresentem as especificidades supracitadas.

Contudo, é preciso destacar que as taxas de câmbio e juros dos países periféricos não são, evidentemente, iguais. O tratamento conjunto dos países periféricos de um lado e dos centrais de outro é apenas uma estratégia de pesquisa, para verificar se o fato de ser periférico ou central determina implicações sobre as variáveis aqui estudadas, mas é indiscutível que existe uma grande heterogeneidade entre os países periféricos avaliados. Como antecipado, existem países que logram manter uma taxa de câmbio relativamente estável face ao dólar; entretanto, como essa estabilidade é fruto de políticas deliberadas com esse propósito, isso não é contraditório com a constatação sobre a volatilidade

potencial das taxas de câmbio dos países periféricos. Da mesma forma, existem países periféricos que apresentam taxas de juros relativamente baixas e estáveis; como visto, porém, essas taxas são possíveis, principalmente, graças à presença de controles de capital na conta financeira ou à existência de expectativas generalizadas quanto à apreciação da moeda nacional do país em questão.

É evidente, portanto, que duas questões diferentes e complementares foram o tempo todo tratadas. Inicialmente, há questões de ordem externa, já que ligadas ao modo de funcionamento da economia mundial. Em paralelo, há questões de ordem interna a cada país, já que associadas às instituições e políticas econômicas domésticas. Ambos conjuntos de questões são essenciais para a compreensão da dinâmica econômica dos países, mas é necessário que eles sejam tratados de maneira independente, para evitar conclusões e recomendações equivocadas em matéria de política econômica. É claro que há imbricações entre essas duas esferas, mas análises segmentadas são também necessárias.

As questões de ordem externa destacadas nesta tese se associam diretamente à organização do Sistema Monetário Internacional, principalmente, o papel desempenhado pelas distintas moedas nacionais no cenário global. Desde o fim da II Guerra Mundial, o dólar ocupa o lugar de moeda-chave do sistema e, apesar do desmonte do Acordo de Bretton Woods, em 1973, a moeda americana manteve durante décadas uma centralidade incontestável. Entretanto, ainda que a crise financeira iniciada em 2007 tenha atingido uma dimensão mundial, ela começou nos Estados Unidos – no mercado imobiliário dos *subprimes* – criando um fato raro na história recente, a saber, a desconfiança de uma parte da comunidade internacional com relação à economia mais poderosa do mundo, a estadunidense, e a sua moeda, o dólar²³⁶.

Esse contexto, ligado à criação recente do euro e ao aumento da importância econômica dos países periféricos (notadamente da China) faz com que surjam opiniões prevendo alterações futuras na configuração do SMI. Há autores que propõem que a importância da moeda estadunidense será relativizada nos próximos anos²³⁷; se o papel do dólar se alterar, o papel de outras moedas nacionais será igualmente alterado e a hierarquia

²³⁶ Alguns autores (e.g. Stevens, 2009) propõem, inclusive, que a crise foi produzida pela hegemonia do dólar, que engendrou desequilíbrios globais insustentáveis.

²³⁷ Cf. Carneiro (2010), Ocampo (2009), Stiglitz *et al.* (2009), Reisen (2009), Cohen (2009) e Eichengreen (2009).

do SMI será de alguma forma transformada. Outros autores, contudo, defendem que a hegemonia do dólar não foi abalada (e.g. Cintra, 2009). Mesmo o Banco Central Europeu reconhece que “*despite these volatile developments in international markets, currency preferences have been, by and large, unaffected*” (ECB, 2010).

No caso eventual de alterações na configuração do SMI, nenhuma moeda é considerada atualmente como uma possível substituta do dólar no papel de nova moeda-chave do sistema²³⁸. A possibilidade mais provável, portanto, seria a da formação de zonas regionais de influência monetária. Além da zona de influência do dólar, as outras zonas possíveis seriam a do euro, na Europa e ex-colônias europeias na África; uma zona asiática em torno do yen e do renminbi; e até mesmo, eventualmente, uma zona latino-americana, tendo o real brasileiro como a principal moeda. Para estimular essa configuração, a China, o Brasil e outros países interessados podem expandir os convênios bilaterais recentemente estabelecidas para a realização de uma parte do comércio externo em suas próprias moedas, além de criar novos convênios regionais que caminhem nessa mesma direção. Tais iniciativas são ainda muito incipientes e não serão capazes de produzir mudanças significativas no curto prazo; para o médio e o longo prazos, no entanto, são medidas que poderiam dar uma contribuição à formação dessas zonas monetárias regionais.

Se uma tal configuração, baseada em zonas regionais, se concretiza, uma nova questão aparece: um SMI multipolar é estável ou instável? A esse respeito, não há tampouco consenso. Eichengreen (2009) propõe ser possível um mundo pluri-monetário estável, já que a competição entre as moedas imporia certa disciplina a cada um dos países emissores. Com opinião oposta, há autores que sugerem que um SMI centrado sobre inúmeras moedas seria instável, notadamente no contexto atual de globalização financeira (Herr, 2006; Aglietta, 2007; Carneiro, 2010). Essa instabilidade seria causada pelos freqüentes movimentos de realocação de portfólio por parte dos agentes internacionais e por eventuais conflitos no âmbito da diplomacia monetária dos distintos países (Cartapanis, 2009).

Essas possibilidades são por enquanto meras ilações, mas o que quer que aconteça com o SMI, é necessário que cada país saiba diferenciar os entraves que podem ser

²³⁸ Alguns autores defendem o uso dos Direitos Especiais de Saque (DES), a moeda contábil do FMI, como a moeda reserva em escala mundial, mas é consensual que essa medida não seria fácil de ser colocada em prática.

enfrentados, daqueles que devem ser contornados ou somente respeitados. Da mesma forma, é preciso que cada país esteja também atento às suas questões domésticas, para aproveitar da melhor maneira possível as oportunidades que se apresentam²³⁹. As questões de ordem interna relevantes para as discussões desta tese são principalmente as políticas cambial e monetária, o grau de abertura financeira e as regras relativas aos mercados cambiais. Em primeiro lugar, é evidente que a estabilidade das taxas de câmbio, nos países periféricos, deve ser buscada ativamente pelas autoridades monetárias, já que não será jamais o resultado normal (ou natural) dos mercados. Em segundo lugar, os países que possuem uma abertura financeira mais parcimoniosa são menos suscetíveis à volatilidade dos fluxos de capitais, o que os torna mais capazes de buscar a supramencionada estabilidade das taxas de câmbio e, também, de ter uma política monetária mais autônoma. Em terceiro lugar, a liberalização dos mercados cambiais, embora seja importante para estimular a internacionalização das moedas – visto que facilita as operações de câmbio –, pode gerar sérios problemas, já que no caso das moedas que não possuem a liquidez da divisa, esse esforço para criar um mercado líquido estimula a especulação, gerando efeitos nocivos sobre a economia local (principalmente sobre as taxas de câmbio).

Ao invés de liberalizar os mercados, é preciso que as autoridades monetárias sejam capazes de fornecer a contrapartida necessária aos agentes, mantendo a liquidez do mercado cambial, mas sem torná-lo vulnerável aos movimentos especulativos e desestabilizadores. Para tanto, faz-se necessário o acúmulo de reservas internacionais, estratégia que vem sendo seguida por muitos países periféricos. Ademais, para reduzir a suscetibilidade desses países às vicissitudes dos ciclos de liquidez internacional é recomendável a imposição de certas modalidades de controle de capital. São apenas dois exemplos de medidas importantes para que os países em questão, cientes da complexidade de sua condição periférica, possam reduzir sua vulnerabilidade e as restrições de política econômica que lhe são impostas²⁴⁰. Reconhecendo, porém, que a origem desses problemas passa sobretudo por questões ligadas à economia política internacional, o que torna os

²³⁹ Entende-se aqui que as questões domésticas são subordinadas às questões internacionais, principalmente nos países periféricos. Isso não significa, no entanto, que as questões domésticas devam ser ignoradas; ao contrário, elas são muito importantes para a determinação do desempenho econômico e da possibilidade de desenvolvimento dos distintos países.

²⁴⁰ Essas duas medidas já são praticadas por alguns países periféricos. Os casos de China e Índia são provavelmente os mais representativos.

esforços para superá-los mais difíceis de se colocar em prática, mas certamente mais eficazes.

Referências bibliográficas

- AGGIO, G. O. & M. A. ROCHA (2009) *Dois momentos para a teoria cartalista da moeda – De Knapp a Goodhart*. Revista EconomiA, Brasília (DF), v. 10, n. 1, p. 153-168, jan/abr 2009.
- AGLIETTA, M. (1979) *La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique*. Revue économique. Volume 30, n°5, 1979. pp. 808-844.
- _____. (1986) *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte.
- _____. (1995) *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 2008.
- _____. & L. BERREBI (2007) *Désordres dans le capitalisme mondial*. Paris : Editions Edile Jacob.
- _____. & DEUSY-FOURNIER, P (1994) *Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire*. In : *Économie Internationale*, n° 59, 3^e trimestre 1994.
- _____. & Y. LANDRY (2007) *La Chine vers la superpuissance*. Paris : Economica.
- _____. & A. ORLÉAN (1984) *La violence de la monnaie*. Paris : Editions Edile Jacob.
- ALONSO, J. E. S. *et al.* (2007) “Getting institutions better”: *novo paradigma desenvolvimentista para a América Latina?* In: Colóquio de la Sociedad Latinoamericana de economía política.
- ANDRADE, R. & D. M. PRATES (2009) *Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem keynesiana*. Mimeo.
- ARIDA, P. (2003) *Por uma moeda plenamente conversível*. In: Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul-set.
- _____; BACHA, E. & LARA-RESENDE, A. (2004) *High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*. Rio de Janeiro: Casa das Garças, (mimeo).
- ARISTOVNIK, A. & C. TANJA (2009) *Compositional Analysis of Foreign Currency Reserves in the 1999-2007 Period: The Euro vs. The Dollar as Leading Reserve Currency*. MPRA Paper No. 14350, March 2009.
- AUBIN, C. ; J. P. BERDOT ; GOYEAU, D. & J. LEONARD (2007) *L’euro comme monnaie d’endettement international*. Communication au 55^{ème} Congrès de l’AIELF. Varsovie, 21-23 mai 2007

- BELLUZZO, L. G. M. (1997) *Dinheiro e as transfigurações da riqueza*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, p.151-193.
- _____. & J. S. G. ALMEIDA (2002) *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida ao impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- _____. & R. M. CARNEIRO (2003) *O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas*. Suplemento 1 do Boletim *Política Econômica em Foco*, IE/Unicamp, maio/ago 2003.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. & P. DEUSY-FOURNIER (1994) *La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973*. In : *Économie Internationale*, n°59, 3^e trimestre 1994.
- _____. ; MOJON, B & A-D. SCHOR (1998), *The international role of the euro*. Paris: Document de travail CEPII, no. 98-03.
- BERTHAUD, P. (2009) *La question du change et de la devise clé*. Papier présenté au Colloque d'EPI de Poitiers 14-15 mai 2009.
- BERTUCH-SAMUELS, A. & RAMLOGAN, P. (2007) The euro: ever more global. *Finance and development*, March 2007, Volume 44, Number 1.
- BIANCARELI, A. M. (2007) *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- _____. (2010) *O Brasil e a integração na América do Sul: iniciativas para o financiamento externo de curto prazo*. In: IPEA (2010) *Inserção internacional soberana*. Brasília.
- BIS (2005) *Foreign exchange market intervention in emerging market economies: an overview*. BIS Papers n° 24.
- _____. (2007a) *Financial stability and local currency bond markets*. CGFS Papers n° 28, Basel, June 2007. Disponível em <http://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf>.
- _____. (2007b) *Quarterly Review*. Basel, March 2007.
- _____. (2010a) *80th annual report*. Basel, June 2010.
- _____. (2010b) *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2010*. Basel, December 2010.

- _____. (2010c) *Quarterly Review*. Basel, June 2010.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. & P. MAURO (2010) *Rethinking macroeconomic policy*. IMF staff position note, February/2010.
- BORDO, M; MEISSNER, C. & A. REDISH (2005) *How Original sin was overcome*. In: EICHENGREEN, B. & R. HAUSMANN (2005) *Other people's Money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: The University of Chicago Press.
- BOURGUINAT, H. (1985) *La concurrence des monnaies véhiculaires: vers le polycentrisme monétaire?* In : *Croissance, échange et monnaie en économie internationale*, Mélanges en l'honneur de J. Weiller, Economica, Paris.
- _____. (1987) *Les vertiges de la finance internationale*. Paris : Economica.
- _____. (1995) *Finance Internationale*. Paris : PUF.
- BOYER, R; DEHOVE, M & D. PLIHON (2004) *Les crises financières*. Paris : La documentation française.
- BRAGA, J. C. S. (1997). *Financeirização global*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org) (1997).
- BRUNHOFF, S. (2005) *A instabilidade monetária internacional*. In: CHESNAIS, F. (2005) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial.
- CALVO, G. A; REINHART, C. M. (2000) *Fear of Floating*. NBER Working Paper, n.7993.
- CARDOSO DE MELLO, João Manuel. Prólogo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1998, p. 15-24.
- CARNEIRO, R. M. (1999) *Globalização financeira e inserção periférica*. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p.58-92.
- _____. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp.
- _____. (2006) *Globalização financeira e regimes de acumulação*. IE/Unicamp, mimeo.
- _____. (2008) *Globalização e inconvertibilidade monetária*. In: *Revista de Economia Política*, vol. 28, n° 4(112), pp.539-556.

- _____. (2010) *O dólar e seus rivais*. Observatório da economia global, Textos avulsos n° 1, abril/2010.
- CEPAL (1998) *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: textos seleccionados*. Santiago de Chile: Fondo de Cultura Económica.
- _____. (2002) *Globalización & desarrollo*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- CHESNAIS, F. (1997) *La mondialisation du capital*, nouvelle édition augmentée. Paris: Syros.
- _____. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- CINTRA, M. A. M. (2009) *O dólar e o yuan como moeda reserva internacional*. Mimeo.
- COASE, R. H. (1937) *The Nature of the Firm*. *Economica* 4:386-405.
- COHEN B. J. (1971) *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, London.
- _____. (1998) *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press.
- _____. (2000) *Life at the top: international currencies in the twenty-first century*. *Essays in international economics*, n° 221, December 2000
- _____. (2009) *The Future of Reserve Currencies*. *Finance & Development*, IMF Sept 2009 – Volume 46 – Number 3.
- COOPER R. (1975) *Prolegomena to the Choice of an International Monetary System*. International Organization, vol. 29.
- DAVIDSON, P. (2002) *Financial markets, Money and the real world*. Cheltenham: Edgard Elgar.
- DE CONTI, B. M. (2007) *Regimes cambiais em países periféricos: a experiência brasileira recente (1994-2006)*. Dissertação de mestrado. Campinas, IE/Unicamp.
- DE GRAUWE, P. (1999) *La monnaie internationale*. Bruxelles : De Boeck Université.
- DEQUECH, D. (2000) *Fundamental uncertainty and ambiguity*. *Eastern Economic Journal*, v. 26, n° 1, p. 41-60.
- _____. (2007-8) *Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics*. In: *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 30, n° 2, Winter 2007-8.

- DISYATAT, P & GALATI, G. (2005) *The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries*. BIS Paper n.24.
- DOMINGUEZ, K. (2006) *International Borrowing and Macroeconomic Performance in Argentina*.
- DORNBUSCH, R. (1976). *Expectations and Exchange Rate Dynamics*. In: Journal of Political Economy, Vol. 84, pp. 1161-76.
- DUTTAGUPTA, R *et alli*. (2005) *Moving to a flexible exchange rate: how, when, and how fast?* IMF, Economic Issues 38.
- ECB (2008) *International role of the euro*. ECB publications, July 2008.
- _____. (2002) *Review of the International Role of the Euro*. Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurointernationalrole2002en.pdf> .
- EICHENGREEN, B. (2000) *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Ed.34.
- _____. (2009) *The dollar dilemma*. Foreign affairs. September/October.
- _____. & R. HAUSMANN (2005) *Other people's Money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: The University of Chicago Press.
- _____; _____; & U. PANIZZA (2003) *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why they matter*. NBER Working Paper 10036, October, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.
- _____; _____; & _____ (2005) *The pain of original sin*. In : EICHENGREEN, B. & R. HAUSMANN (2005) *Other people's Money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: The University of Chicago Press.
- _____; _____; & _____ (2005) *The mystery of original sin*. In : EICHENGREEN, B. & R. HAUSMANN (2005) *Other people's Money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: The University of Chicago Press.
- FANELLI, J. M. (2002) *Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad em Argentina*. In: Revista de la CEPAL, n.77.
- FARHI, M. (1998) *O futuro no presente: um estudo dos derivativos financeiros*. Tese de doutoramento: IE/Unicamp.

- _____. (1999) *Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem*. In: Economia e Sociedade, n.13. Campinas, pp. 93-114, dez. 1999.
- _____. (2007) Análise comparativa do regime de metas de inflação : *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes. IE/Unicamp. Texto para discussão, n° 127, julho 2007.
- _____ & D. M. PRATES (2009) A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. Texto para discussão, IE/Unicamp, n°164, jun/2009.
- FAUGÈRE, J. & C. VOISIN (1993) *Le système financier et monétaire international: crises et mutations*. Paris: Nathan.
- FLANDREAU, M. & C. JOBST (2009) *The empirics of international currencies: network externalities, history and persistence*. The Economic Journal, 119 (April), 643–664.
- FLASSBECK, H. (2001) *The Exchange rate: economic policy tool or market price?* UNCTAD Discussion Papers, n.157.
- FMI (2010) *IMF Board of Governors approves major quota and governance reforms*. IMF, Press release n° 10/477, December 16/2010.
- _____. (2003) *Global financial stability report – Market developments and issues*. World economic and financial surveys. Washington, march 2003.
- FRANKEL, J. (2003) *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*. NBER Working Paper.
- FRENKEL, R. & L. TAYLOR (2006) *Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment*. DESA Working Paper No. 19, February 2006.
- FRIEDMAN, M (1953) *The case for flexible exchange rates*. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- GOLDBERG, L. S. (2010) *Is the international role of the dollar changing?* Federal Reserve Bank of New York, Current issues in economics and finance, vol. 16, January 2010.
- _____. & TILL (2005) *Vehicle currency use in international trade*. NBER Working Paper n° 11127.
- GOODHART, C. A. E. (1998). *Two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas*. European Journal of Political Economics, 1, 407-32.
- GUILLAUMIN, G. & D. PLIHON (2008) *Les monnaies dans la mondialisation*. In : *Questions Internationales*, Novembre – Décembre 2008.

- GURTNER, F. (2004) *Why did Argentina's currency board collapse?* In: HAUSSMANN, R.; PANIZZA, U. & E. STEIN (2000) *Why do countries float the way they float.* BID Research department, Working paper 418, May 2000.
- HAYEK, F. (1976) *Denationalisation of Money.* London: IEA, 1990.
- HERR, H. (2006) Theories of financial globalisation. Artigo apresentado no 2006 Global Labour University Conference, University of Kassel.
- HELLEINER, E. (1994) *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990's.* Ithaca and London: Cornwell University Press.
- HICKS, J.R. (1962) *Liquidity, The Economic Journal*, Vol, 72, n.288, pp.787-802.
- HOLLAND, M. (1998) *Taxas de câmbio e regimes cambiais no Brasil.* Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- IEDI (2008) *A crise financeira e suas conseqüências sobre as economias emergentes e o Brasil.* Carta IEDI n. 339.
- GOLDBERG, L. S. & C. TILLE (2005) *Vehicle currency in international trade.* NBER Working Paper Series, n° 11127, disponível em <http://www.nber.org/papers/w11127>.
- KACEF, O. & J. P. JIMÉNEZ (2009) *Macroeconomic policies in times of crisis: options and perspectives.* ECLAC – Proect document collections.
- KAUFMANN, D.; KRAAY, A. & M. MASTRUZZI (2010) *The Worldwide Governance Indicators : A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues.* World Bank Policy Research.
- KENWOOD, A. G. & A. L. LOUGHEED (1992) *The growth of the international economy 1820-1990.* London and New York: Routledge.
- KEYNES, J. M. (1930) *Treatise on money*, vol.2 – The Applied Theory of Money. The Collected Writtings of John Maynard Keynes, vol. VI. London: MacMillan, 1971.
- _____. (1936) *The general theory of employment, interest and money.* 14. ed. London: MacMillan, 1964.
- KNAPP, G. F. (1905). *The State Theory of Money.* San Diego: Simon Publications 2003.
- KRUGMAN, P. (1991) *The International Role of the Dollar: Theory and Prospects.* In: *Currency and crises*, MIT Press.

- _____ & M. OBSTFELD (2009) *Economia Internacional: teoria e política*. São Paulo: Ed. Makron Books.
- KUPFER, D; LAPLANE, M. & C. HIRATUKA (2010) *Perspectivas do Investimento no Brasil: temas transversais*. Rio de Janeiro: Synergia Editora.
- LAGO, I. M.; DUTTAGUPTA, R. & R. GOYAL (2009) *The Debate on the International Monetary System*. IMF Staff Position Note, November 11, 2009.
- LERNER, A. P. (1943). Functional finance and the Federal debt. *Social Research*, 10.
- LINDERT, P. H. (1969) *Key currencies and gold 1900 – 1913*. Princeton studies in international finance n° 24. Princeton: Princeton University, 1969.
- MC KINSEY GLOBAL INSTITUTE (2008) *Mapping global capital markets*. Fourth annual report, january 2008.
- MEIRELLES, A. J. A. (1997) *Moeda endógena e teoria monetária da produção*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- MIOTTI, L; PLIHON, D & QUENAN, C. (2008) *The dollar, the euro and exchange rate regimes in Latin America*.
- MIRANDA, J.C. (1997) *Dinâmica financeira e política macroeconômica*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org) (1997).
- MOHANTY, M & TURNER, P. (2005) *Intervention: what are the domestic consequences?* BIS Papers n.24.
- NORTH, D. C. (1990) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. NY: Cambridge Univ. Press.
- OCAMPO, J. A. (2001) *International asymmetries and the design of the international financial system*. Santiago, Chile: CEPAL, abr., 2001 (Serie temas de coyuntura n.15).
- _____. (2009) *Reforming The Global Reserve System*. In: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A & J. E. STIGLITZ (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*. New York: Oxford University Press.
- ORLÉAN, A. (1999) *Le pouvoir de la finance*. Paris: Editions Edile Jacob.
- _____. (2002) *La monnaie contre la marchandise*. Contribution au numéro spécial de *L'Homme*, intitulé « Questions de monnaie », n°162, avril-juin 2002, 27-48, sous la direction de Stéphane Breton.

- PALMA, J. G. (2004) *Four sources of “de-industrialization” and a new concept of the “Dutch Disease”*. Unpublished paper presented at UNU-INTECH. Disponible sur le site : <http://listweb.bilkent.edu.tr/bsb/2005/Jul/att-0025/04-Ch. 3.doc>
- PEREIRA, E. A. & FERREIRA, A. N. (2003) *O ajuste recessivo*. In: Política Econômica em Foco, n° 1. Cecon, IE/Unicamp.
- PLIHON, D. (1996) *Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano*. In: CHESNAIS, F. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- _____. (2001) *La monnaie et ses mecanismes*. Paris: La Découverte, 2001.
- _____. (1991) *Les taux de change*. Paris: La Découverte.
- POUELLE, C. (2006) *Le rôle international de l’euro depuis 1999 : facteurs et enjeux*. Bulletin de la Banque de France, n° 147, Mars 2006.
- PRATES, D. M. (2002) *Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa*. Thèse de doctorat. Campinas: IE/Unicamp.
- _____. (2007) *A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes*. Texto para discussão, IE/Unicamp, n° 133, set/2007.
- _____ & M. A. M. CINTRA (2007). *Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil*. IE/Unicamp, Texto para discussão n° 137, out 2007.
- _____ ; CUNHA, A. M. & M. T. C. LÉLIS (2007) *Ajustes nas contas externas e a demanda precaucional por reservas no Brasil*. Indicadores Econômicos FEE, v. 34, p. 93-118.
- ROSSI, P. L. (2008) *A pirâmide e a esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros*. Dissertação de mestrado, IE/Unicamp.
- _____. (2010) *O mercado internacional de moedas, o carry trade e as taxas de câmbio*. Observatório da economia global. Textos avulsos, n°5, out/2010.
- SHULMEISTER, S. (1988) *Currency speculation and dollar fluctuations*. Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 167, pp. 343-365.
- STEVENS, J. (2009) *Reserve currency dilemma – The paradox of parochial concerns*. Standard Bank, Economics international insights, july/2009.
- STIGLITZ, J. E. (2009) *Death cometh for the Greenback*. The National Interest online10.27.2009.

- STRANGE, S. (1986) *Casino capitalism*. Oxford: Basil Blackwell, 1986.
- _____. (1996) *The retreat of the state. The diffusion of power in the world economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- TAVARES, M.C. ; FIORI, J.L (Org.) (1997) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, p. 15-24.
- _____.& MELIN, L. E. (1997) *Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org) (1997).
- TAVLAS, G. (1998) *The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro*. Finance and development, june 1998, pp. 46-49.
- THÉRET, B. (2007) *La monnaie au prisme de ses crises d'hier et d'aujourd'hui*. In : THERET, B. (org.) *La monnaie dévoilée par ses crises*. Paris: Edition de l'EHESS, vol. 1.
- TOVAR, C. E. (2005) *International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America*. In: *BIS Quarterly Review*, p. 109-118, December 2005, Basle, Bank for International Settlements.
- UNCTAD (2009) *Trade and development report*. New York and Geneva: United Nations Publications.
- WILLIAMSON, J. (1993) *Exchange rate Management*. In: *The Economic Journal*, vol. 103, n. 416, jan.
- WILLIAMSON, O. E. (1981) *The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach*. *The American Journal of Sociology*, Vol. 87, No. 3. (Nov., 1981), pp. 548-577.