



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

LUIZA BOTELHO DE SOUZA

**A TRAJETÓRIA DOS REGIMES CAMBIAIS
DA AMÉRICA DO SUL NO PERÍODO RECENTE**

CAMPINAS
2012

LUIZA BOTELHO DE SOUZA

**A TRAJETÓRIA DOS REGIMES CAMBIAIS DA
AMÉRICA DO SUL NO PERÍODO RECENTE**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de graduação em Ciências Econômicas, do Instituto de Economia da UNICAMP, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. André Martins Biancareli

CAMPINAS
2012

Aos meus pais, Primavera e Alexandre que já estiveram onde estou. E para minha irmã Helena, que com certeza estará.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais, que me ensinam a ser uma pessoa melhor todos os dias e sempre buscar obter êxito nos meus objetivos. Agradeço também à minha irmã Helena, a minha melhor versão e para quem sempre tento ser exemplo.

Agradeço aos meus amigos de toda a vida, aos amigos da faculdades, às incríveis companheiras de times e de república e aos que de alguma forma contribuíram para o fim desta jornada.

Agradeço também a todos os professores que marcaram minha vida escolar e universitária. Sobretudo agradeço ao meu orientador por ter aceitado desempenhar essa nobre e trabalhosa função.

E, por último, um agradecimento geral a todos que viram em mim, de alguma maneira, um motivo de orgulho.

*"Muitas das coisas na vida -
automóveis, amantes, câncer - são
importantes, principalmente para
os que as possuem."*

John Kenneth Galbraith

RESUMO

A teoria e a prática acerca da adoção dos regimes cambiais nem sempre são sinônimos, especialmente no caso das economias periféricas, inseridas em um momento econômico composto por crescentes fluxos internacionais de capital, mercados integrados e desregulamentados ao mesmo tempo em que estão submetidas às assimetrias do presente Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Em decorrência disso, esse trabalho tem com objetivo apresentar uma base teórica que compreenda os tipos de câmbio, a variedade dos regimes cambiais e sua significância. Em seguida, a relação centro-periferia é evidenciada através da descrição dos fenômenos ocasionados pela dependência dos fluxos de capital externo que influem diretamente nas taxas de câmbio e nos efeitos ocasionados pela escolha destas. A parte teórica desenvolvida compreende tanto os modelos inerentes à visão ortodoxa dos ciclos de capital e dos momentos de crise, quanto as proposições alternativas que atendem às especificidades das economias periféricas e foram apresentadas mais recentemente. Ademais, os momentos de crise específicos do período 1994-2010 são evidenciados para elucidar os resultados práticos obtidos na última seção. Assim, encerra-se com estudos empíricos que complementam o estudo debruçados sobre as trajetórias cambiais particulares dos seguintes países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela, além de compará-los entre si, de modo a verificar convergência ou divergência não só do regime de câmbio, mas das políticas econômicas próprias de cada regime. Para tal, as bases de dados obtidas através de órgãos como o Bank for International Settlements (BIS), OANDA e os bancos centrais dos países foram essenciais para dar concretude ao estudo de caráter comparativo.

Palavras-chave: Regime cambial, taxa de câmbio, fluxos de capitais, política econômica, economias periféricas.

ABSTRACT

The theory and practice of the adoption of exchange rate regimes are not always synonymous, especially in the case of peripheral economies, entered into an economic moment composed of increasing international capital flows, integrated and deregulated markets, concomitantly with the submission to the asymmetries of the International Monetary and Financial system. As a result, this work aims at presenting a theoretical basis to understand the types of exchange, a variety of exchange rate regimes and their significance. Then, the center-periphery relationship is evidenced by the description of the phenomena caused by dependence on foreign capital flows that directly influence exchange rates and their effects. The theoretical part comprises both developed models inherent in the orthodox view of the cycles of capital and moments of crisis, as the alternative proposals that meet specific peripheral economies and have been presented recently. Furthermore, the moments of crisis in the specific period 1994-2010 are shown to elucidate the practical results obtained in the last section. Thus concludes with empirical studies that complement the study poring over the trajectories of each exchange rate for the following countries: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Peru and Venezuela. Those countries are analyzed separately and through general comparison in order to verify the convergence or divergence not only for the exchange rate regime, but also for the economic policies of each regime. To this end, databases obtained through bodies such as the Bank for International Settlements (BIS), OANDA and the central banks of countries was essential to give concreteness to the study of comparative data.

Keywords: Exchange rate regime, exchange rates, capital flows, economic policy, peripheral economies.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 : MODELO IS-LM-BP - MUNDELL-FLEMING	10
GRÁFICO 2: FLUXOS REAIS DE CAPITAL LÍQUIDO DIRECIONADO PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO, 1971-2009 (BILHÕES DE DÓLARES)	24
GRÁFICO 3 : FLUXOS DE CAPITAL PRIVADO LÍQUIDO PARA OS PAÍSES EMERGENTES	25
GRÁFICO 4 : TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BILATERAL DIÁRIA – PESO ARGENTINO/US\$	39
GRÁFICO 5 : TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BILATERAL DIÁRIA – REAL BRASILEIRO/US\$	41
GRÁFICO 6 : TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BILATERAL DIÁRIA – PESO CHILENO/US\$	42
GRÁFICO 7 : TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BILATERAL DIÁRIA – PESO COLOMBIANO/US\$	43
GRÁFICO 8 : TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BILATERAL DIÁRIA – NOVO SOL/US\$	44
GRÁFICO 9: TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BILATERAL DIÁRIA – BOLÍVAR VENEZUELANO/US\$	46
GRÁFICO 10: TAXA DE CÂMBIO EFETIVA REAL – COMPARATIVO DOS PAÍSES	48

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES DE ACORDO COM O TIPO DE REGIME CAMBIAL E DE POLÍTICA MONETÁRIA	38
--	----

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	AS DUAS DIMENSÕES DOS REGIMES CAMBIAIS NOS PAÍSES EMERGENTES	4
2.1	Teoria sobre os regimes cambiais	4
2.1.1	Taxas de câmbio nominal e real	4
2.2	Regimes de câmbio	5
2.2.1	Câmbio Fixo	5
2.2.2	Câmbio Flutuante:	7
2.2.3	Câmbio Administrado/Misto:	7
2.3	Aprofundamento das questões	10
2.4	O regime de câmbio nos países emergentes	14
2.5	Especificidades nos regimes cambiais	16
2.6	Considerações finais	19
3	ANÁLISE DOS CONDICIONANTES DAS TAXAS DE CÂMBIO NA AMÉRICA DO SUL	20
3.1	A posição da periferia no Sistema Monetário e Financeiro Internacional	20
3.2	O desenvolvimento das crises	26
3.2.1	Os modelos de crise	26
3.2.2	Os principais momentos de crise que atingiram a América Latina	30
3.3	Considerações Finais	35
4	A DINÂMICA DAS TAXAS DE CÂMBIO EM ECONOMIAS SUL-AMERICANAS	37
4.1	Os regimes oficialmente declarados	37
4.2	As trajetórias cambiais	39
4.2.1	Taxas de câmbio nominais bilaterais dos países	39
4.2.2	Taxas de câmbio efetivas.....	47
4.3	Considerações finais	48
5	CONCLUSÕES	50
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

1 INTRODUÇÃO

Um valor em uma moeda pode ser precificado em termos de outra? A conversão entre moedas distintas, de diferentes países, pode ser feita através da taxa de câmbio. No ambiente doméstico, todas as operações são (ou deveriam ser) processadas com a utilização da moeda interna. No entanto, em âmbito internacional, não há uma moeda única capaz de desempenhar essa função. Ou seja, as relações entre as economias mundiais precisam desse intermédio que relacione valores em moedas distintas. Por isso a importância fundamental das taxas de câmbio, não somente em termos de bens, mas na valoração de ativos financeiros que, em sua maioria, são capazes de transpassar fronteiras e compor carteiras utilizando-se de demais moedas que não a doméstica e influenciando diretamente o comportamento dos agentes e o destino dos fluxos de capitais.

Em termos de fluxos comerciais, a taxa de inflação entre os diferentes países deve ser descontada resultando na formação dos chamados preços relativos, os quais também influem na competitividade internacional. A taxa de câmbio também influi na competitividade internacional, uma vez que possui relação direta com os fluxos de exportação e importação dos países, e, portanto, se constitui como uma ferramenta para nortear a busca pelo crescimento econômico.

Além dos bens “comercializáveis”, passíveis de compor a pauta de importação e exportação, a taxa de câmbio também é capaz de precificar os bens que são considerados “não comercializáveis”, podendo inclusive relacioná-los. Dessa forma, ao afetar todos os tipos de bens na economia, a taxa de câmbio também influi no patamar da inflação de um país.

Após a apresentação da diversidade de papéis desempenhados pela taxa de câmbio, fica clara a compreensão de mais uma de suas funções: ser um dos três preços básicos da economia, juntamente com as taxas de juros e salários.

O enfoque desse trabalho é mais específico em termos de taxas de câmbio pois compreende especialmente a dinâmica dos países periféricos da América do Sul, quais sejam, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela. Tais países periféricos possuem grande participação (e dependência, em certa medida) de suas *commodities*, sempre valoradas em termos de dólar norteamericano, e não em termos de suas moedas de baixa representatividade internacional. Além disso, esses bens também estão submetidos à significativa elasticidade-preço.

Ainda que esses países tenham avançado na industrialização e na produção de demais bens, a precificação também não ocorre utilizando as moedas domésticas. De qualquer forma, retomando, as taxas de câmbio estão diretamente relacionadas ao nível de competitividade internacional desses países. E as medidas direcionadas às taxas de câmbio e as trajetórias destas no período recente serão analisadas neste estudo.

O primeiro capítulo, de caráter introdutório, explicará o que são as taxas de câmbio e quais as características de cada uma. Em seguida, serão apresentados os tipos de regime cambial vigentes. Uma breve discussão das questões mais atuais sobre o câmbio e as visões teóricas são o assunto da seção seguinte, aprofundando as visões sobre a escolha adequada do regime cambial. A quarta seção trata das incompatibilidades entre a teoria e a prática dos regimes cambiais adotados, seguida pelas considerações finais, na quinta seção.

O segundo capítulo, também teórico, visa basicamente contextualizar o período escolhido para o estudo empírico, de 1994 a 2010. A primeira seção apresenta o Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) atual, o caráter globalizado da economia e a evolução dos ciclos econômicos, seguida da análise dos fluxos de capitais internacionais para os países periféricos. A segunda seção foca no que a literatura denominou modelos de crises cambiais e financeiras com as seguintes subdivisões: uma revisão dos modelos de crises econômicas apresentados pela literatura e apresentação dos principais momentos de crise que afetaram os países periféricos nos anos 1990 e 2000. E, a última seção, que apresenta as considerações finais.

O terceiro e último capítulo, de caráter comparativo, apresenta a dinâmica das trajetórias cambiais de Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela. A primeira seção abrange os regimes declarados dos países. A segunda seção apresenta as análises gráficas, tanto das taxas de câmbio bilaterais nominais para cada um dos países, quanto das taxas de câmbio efetivas reais em um comparativo geral. E, por último, têm-se as considerações finais. Em termos de bases de dados, as fontes estatísticas utilizadas são provenientes do Fundo Monetário Internacional (FMI), OANDA¹, BIS², bem como fontes dos Bancos Centrais dos países.

As conclusões estão em separado no quarto capítulo. Nela, são retomados os principais

¹ www.oanda.com – O site consiste num banco de dados que utiliza tecnologia para fornecer informações de comércio e câmbio nominal, serviços de moeda a partir de indivíduos para grandes corporações, gestores de carteiras de instituições financeiras. OANDA atua como formador de mercado e fonte confiável de dados de moeda.

² Bank for International Settlements – sua missão é a de fomentar os bancos centrais dos países com informações que sejam importantes para a obtenção de estabilidade monetária e financeira, atuando em cooperação internacional e, em muitos casos, de atuar como um banco para os demais bancos.

pontos e são apresentadas as constatações que levam à divergência entre a teoria e a prática em termos de regime cambial dos países periféricos.

2 AS DUAS DIMENSÕES DOS REGIMES CAMBIAIS NOS PAÍSES EMERGENTES

Em um momento econômico composto por crescentes fluxos internacionais de capital, mercados integrados e desregulamentados, as políticas econômicas têm no regime cambial um canal de atuação. Porém, para que se compreendam as questões amplas que envolvem o câmbio e seus condicionantes, a apresentação das definições destes em nível crescente de complexidade deve ser feita adequadamente para que sejam mais facilmente esclarecidos a aplicabilidade econômica nos países e os efeitos práticos das políticas cambiais.

A estrutura do capítulo está subdividida da seguinte forma: a primeira seção abrange os tipos de câmbio, com subseções referentes ao câmbio nominal e real. A segunda seção apresenta os regimes cambiais, com subdivisões referentes ao câmbio fixo, câmbio flutuante e câmbio administrado/misto. A terceira seção apresenta as discussões mais recentes sobre o tema, a quarta seção trata das divergências entre a teoria e a prática dos regimes cambiais adotados, seguida pelas considerações finais.

2.1 Teoria sobre os regimes cambiais

Para uma abordagem teórica inicial, os trabalhos de Prates (2007) e de Prates, Cunha e Ferreira (2011) foram utilizados como referência para discutir os modelos de regimes cambiais conhecidos e, em seguida, para construir uma rápida análise sobre modelos intermediários.

2.1.1 Taxas de câmbio nominal e real

Prates, Cunha e Ferreira (2011) apresentam as subdivisões das taxas de câmbio, inicialmente sob as formas de taxa de câmbio nominal e real. A taxa de câmbio nominal compreende a comparação direta entre duas moedas, ou seja, o preço para converter uma na outra: quantas unidades de moeda nacional são necessárias para adquirir determinada quantidade de moeda estrangeira. A taxa de câmbio real, por sua vez, considera os níveis de inflação doméstica e externa, de modo a estabelecer a relação entre os preços dos bens na economia nacional e os preços dos bens no exterior, além de estar sujeita ao fenômeno conhecido como arbitragem em associação à lei do preço único. Esta se vale da seguinte situação: um mesmo bem deveria ter o mesmo preço, mesmo que em mercados diferentes,

independentemente das moedas em que ele seja cotado, pois caso houvesse disparidades nos valores, comprar pelo menor preço em um local e vender pelo maior preço em outro seria uma prática vantajosa. Para o caso de efetiva ocorrência do modelo citado, haveria aumento da demanda do bem que resultaria no aumento do seu preço no mercado da compra inicial. O contrário ocorreria no mercado onde foi efetuada a venda, o que se configura como arbitragem.

Há também o terceiro conceito, apresentado por Prates, Cunha e Ferreira (2011) como taxa de câmbio efetiva real ou multilateral, confrontando um grupo de países. A efetividade dessa classificação está na utilização das inflações interna e externa para considerar uma média das taxas de câmbio entre um país e seus parceiros comerciais.

É válido considerar também a existência de fatores objetivos e subjetivos envolvidos nas decisões de ação dos agentes econômicos e que estão ligados à relação entre as moedas doméstica e externa. Quanto aos fatores objetivos, têm-se os resultados concretos das empresas, os indicadores macroeconômicos, principalmente. Já subjetivamente, o embasamento está nas expectativas – preços, comportamento da economia, dos mercados e de outros agentes –, de modo que se considere vantajoso ou não negociar na moeda doméstica³.

2.2 Regimes de câmbio

Dados os tipos de câmbio existentes, como eles serão postos em prática? O que define um regime cambial é a aplicação deste de acordo com o tipo de intervenção adotada pelo Banco Central do país, e pelo grau em que essa intervenção se dará.

Há, em linhas gerais, três tipos de regimes cambiais: fixo, flutuante e misto.

2.2.1 Câmbio Fixo

Exige que a moeda nacional tenha um valor de conversão em relação a um lastro, seja ele outra moeda de referência ou, como ocorreu durante a história, metais preciosos como o ouro, cujas cotações devem ser mantidas pelas autoridades monetárias.

³ Ademais, utilizam-se termos específicos para designar as oscilações dos valores das moedas. Em termos nominais, a apreciação da moeda nacional – definida pela diminuição do preço da moeda nacional em termos da moeda estrangeira –, leva ao aumento da taxa de câmbio. Já a depreciação da moeda nacional, que é o aumento do preço da moeda nacional em termos de moeda estrangeira, representa a queda das taxas de câmbio. Para o caso real, o termo apreciação real, que aponta o aumento do preço dos bens domésticos em termos de bens estrangeiros, representa o aumento da taxa real de câmbio. A depreciação, por sua vez, representa a diminuição do preço dos bens domésticos em termos de bens estrangeiros, e, conseqüentemente, a diminuição da taxa real de câmbio. (Blanchard, 2007).

De acordo com Prates, Cunha e Ferreira (2011), a variável central da gestão monetária se constitui no preço designado que converta a moeda doméstica em termos da divisa-chave estabelecida. Logo, nesse modelo, os agentes principais são os Bancos Centrais de cada país, os quais estipulam o valor da taxa de câmbio e o mantêm para a compra e a venda de divisas em relação à moeda estrangeira de conversão ou cesta de moedas, através de políticas de valorização ou desvalorização da moeda nacional. A aquisição da moeda de lastro para a constituição de uma reserva que mantenha a paridade é essencial para o sucesso desse método. E, como consequência da manutenção da equivalência, os Bancos Centrais devem controlar a quantidade de moeda estrangeira na economia, de modo a expandir ou contrair a oferta de moeda nacional, dependendo do objetivo buscado. Ou seja, as manobras utilizando as reservas são fundamentais para garantir a paridade estipulada, controlando o equilíbrio entre a oferta e a demanda, bem como entre exportações e importações, atividades capazes de alterar a base monetária do país.

Os registros históricos de adoção desse regime mostram que, em geral, o intuito é o de garantir estabilidade dos preços domésticos através da ligação com a divisa-chave, considerada mais estável pelos agentes econômicos. Prates, Cunha e Ferreira (2011) abordam a questão da âncora cambial como a de eximir a autoridade monetária do controle das condições de preço – taxas de juros – e da disponibilidade da moeda doméstica em circulação pura e simplesmente. Isto é, a política monetária não apresenta eficácia, já que a liquidez disponível é decorrência das intervenções no mercado de câmbio, necessárias para controlar a oferta e a demanda por divisas.

Ainda sobre estabilidade, ela é passível de ser atingida quando as contas externas estão equilibradas, ou seja, quando o Balanço de Pagamentos está equilibrado. Nesse caso, não apenas a conta corrente – que engloba as exportações, as importações, os serviços e as rendas – é influenciada pelos fluxos de capitais externos e pelas taxas de juros. Além disso, esses fluxos compõem a conta capital e financeira. Sendo o câmbio fixo para o controle da inflação, estabilizam-se os preços que dependem diretamente do câmbio e indiretamente por meio das importações a preços inferiores, além da utilização das reservas constituídas para cobrir eventuais déficits nas transações correntes.

Portanto, através da adoção do câmbio fixo, é possível modificar no curto prazo a situação macroeconômica, como no caso da inflação. Primeiramente, a estabilização dos preços dos bens *tradables* (negociáveis no exterior) é obtida com certa rapidez, levando a inflação doméstica a se aproximar da inflação da divisa-chave. Dessa forma, os agentes

econômicos tendem a crer que a possibilidade de desvalorização da moeda doméstica seja praticamente nula, também influenciando para que as taxas de juros doméstica e internacional se aproximem e sejam consideradas nas decisões dos importadores e dos exportadores. Ou seja, a adoção do câmbio fixo sinaliza os comportamentos macroeconômicos para os agentes inicialmente no curto prazo.

2.2.2 Câmbio Flutuante:

Esse tipo de regime cambial, como o nome indica, flutua ao sabor do mercado, ou seja, os preços de conversão entre as moedas são determinados no mercado, sem que haja grandes intervenções por parte das autoridades monetárias. Essa determinação no mercado se explica principalmente pelas relações entre a oferta e a demanda por moeda estrangeira, e as mesmas são responsáveis por manter o equilíbrio, especialmente aquele relativo ao saldo do balanço de pagamentos, como ressaltaram Prates, Cunha e Ferreira (2011). Determinada situação de excesso de oferta de divisas é solucionada através da apreciação da moeda nacional. Na situação contrária, de excesso de demanda, há a depreciação, ou seja, o fortalecimento da moeda de referência. E tais oscilações determinam a cotação final da moeda nos mercados através das negociações.

Contudo, o regime flutuante legítimo tem caráter mais teórico, já que na prática a ausência de quaisquer mecanismos de ajuste e intervenção por parte de autoridades monetárias é raro.

2.2.3 Câmbio Administrado/Misto:

Nesse modelo, a oferta e a demanda por moeda ainda são responsáveis por determinar a taxa de câmbio, como afirma Prates (2007). Todavia, isso não ocorre livremente, uma vez que há intervenção das autoridades de diversas formas:

- a) Determinar nível de oscilação que, em geral, é estreito;
- b) Intervenções pontuais quando julgar necessário - fenômeno conhecido como “flutuação suja”;
- c) Intervenções sistemáticas estipulando valores máximos e mínimos que podem ser atingidos pelo câmbio, ou estabelecimento de metas de correção do câmbio em intervalos de tempo, como mini-desvalorizações;
- d) Intervenções para operação simultânea e coletiva, ou seja, estabelecer o equilíbrio

entre um conjunto de moedas, estipulando valores máximos e mínimos.

A miscelânea do regime é interessante do ponto de vista de combinar os fatores considerados mais vantajosos dos regimes fixo e flutuante de acordo com os objetivos buscados. O regime fixo, como anteriormente citado, apresenta como fator relevante a estabilidade da moeda doméstica, interessante para atrair investimentos, por exemplo. Já o câmbio flutuante possibilita a oscilação das taxas de câmbio de modo a se ajustarem mais rapidamente às alterações do mercado, servindo como guia para organizar as políticas adequadamente para o cenário econômico do país.

De maneira a sintetizar os tipos de regime cambial explicitados acima, é possível considerar que o câmbio flexível é conhecido por apresentar comportamentos de instabilidade, embora seja mais rápido e eficaz quando há necessidade de ajustamento. Portanto, como destacou Friedman (1953), as vantagens desse tipo de câmbio podem ser definidas como variação do câmbio que acompanhem o comportamento do mercado, de modo a controlar choques de demanda e possibilitando a autonomia de política monetária. O câmbio fixo, por sua vez, apresenta como principal vantagem a estabilidade que favorece os níveis de investimento, comércio e produção de um país. No entanto, faz-se necessária a constituição de nível determinado de reservas internacionais para que a escolha do regime possa ser legitimada e, mais do que isso, apresente credibilidade frente ao cenário estrangeiro. Do contrário, a taxa de câmbio terá que variar para que o Banco Central garanta a oferta e a demanda por moeda. Ainda acerca do papel exercido pelo Banco Central, o regime de câmbio fixo determina a perda de independência monetária, já que o modelo atual da economia considera, geralmente, a livre mobilidade de capitais. Além disso, ao considerarmos o modelo da economia, também é inviável que a paridade do câmbio fixo seja mantida através de um lastro metálico ou mesmo de uma divisa-chave, como o foi o Dólar norte-americano. Dessa forma, é possível verificar que existe uma dificuldade de realizar intervenções por longos períodos, já que o controle simultâneo de diferentes fatores macroeconômicos passou a ser designado como “Trindade Impossível”, Mundell apud Prates (2007). O modelo Mundell-Fleming, que caracteriza os movimentos conjuntos de produto, taxa de juros e taxa de câmbio em uma economia aberta é capaz de comprovar que a mobilidade de capitais, o câmbio fixo e a autonomia para realizar políticas monetárias independentes não são coexistentes, ou seja, pelo menos uma das condições deve ser abandonada para que as demais obtenham êxito – conjugadas ou não.

O Modelo Mundell-Fleming se constitui como ferramenta para esclarecer as vantagens

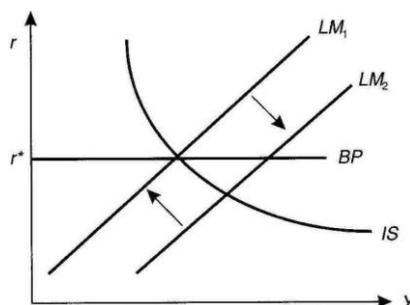
e desvantagens dos diferentes tipos de regimes cambiais. Consideremos apenas um exemplo apresentado em Blanchard (2007): o caso de livre mobilidade de capitais de maneira representativa, embora seja um caso extremo, onde alterações na paridade de juros instantaneamente alteram fluxos de capital considerados ilimitados. Quanto mais altos os juros, maior a atratividade para os fluxos.

No caso do câmbio fixo, a adoção de política monetária – seja de expansão quanto de contração da base monetária – requer a ação direta do Banco Central para controlar fuga ou entrada de capitais, respectivamente, de modo que o nível da oferta de moeda retorne ao inicial e a paridade permaneça garantida, já que se supõe que a taxa de juros nominal interna seja igual à externa. Essa configuração comprova que a política monetária é ineficiente nesse caso, já que a curva LM se desloca e depois retorna ao nível inicial de equilíbrio com as curvas IS e BP. A política fiscal, por sua vez, se mostra eficiente para afetar o nível de produto, já que tanto uma alteração na tributação quanto nos gastos do governo afetarão a curva IS e, conseqüentemente, a curva LM, garantindo nova situação de equilíbrio com produto superior ao inicial. O gráfico 1 apresenta ilustração de Política Monetária Expansionista e o movimento da curva LM em decorrência da alteração nos juros. Nesse caso, o Banco Central terá perdido parte de suas reservas, o que confirma, como citado acima, a necessidade de constituição das mesmas para a garantia da eficácia do câmbio fixo. Um último caso estudado é o de variação cambial, ou decidida pelo governo, ou decorrente de ataque especulativo. Nesse caso, também haverá pressão sobre os juros, a qual é contornada novamente pelo Banco Central, já que o deslocamento de IS relativo aos juros afeta os fluxos de capitais, os quais deverão ser ajustados via reservas do governo, deslocando LM para nova situação de equilíbrio com novo nível de produto, o que também confere eficácia nessa alteração.

A aplicação do Modelo no caso do câmbio flutuante pode ser avaliada sob as mesmas óticas: Políticas Monetária e Fiscal. A Política Monetária apresenta eficácia plena, uma vez que a alteração na base monetária resulta em alteração dos juros e nos fluxos de capital, ilustrada pelo deslocamento da curva LM. Em conseqüência, a moeda nacional apresenta oscilações em contrapartida à entrada ou saída de moeda estrangeira no país, de modo a se adequar à nova taxa de juros, deslocando a curva IS via balança comercial e instaurando novo equilíbrio com novo nível no produto. A eficácia comprova a hipótese de autonomia de política monetária. Já a Política Fiscal afeta os juros, conseqüentemente, os fluxos de capitais, mas uma alteração na taxa de câmbio desloca a curva IS para o nível inicial de equilíbrio, via

balança comercial. Logo, é possível confirmar que o regime de câmbio flutuante nos dois casos alterou a situação vigente de maneira instantânea, através da alteração da taxa de câmbio, como mostrou didaticamente o modelo de Blanchard (2007).

Gráfico 1 : Modelo IS-LM-BP - Mundell-Fleming



Fonte Blanchard, 2007.

Portanto, através da análise do Modelo Mundell-Fleming explicita-se a distinção das consequências das Políticas Monetária e Fiscal para os dois regimes cambiais, e, a principal delas, está pautada na diferença no modo de adequação às situações, qual seja autoridade monetária diretamente para o câmbio fixo e alteração na moeda para o caso do câmbio flutuante, de maneira imediata.

2.3 Aprofundamento das questões

A partir desse estudo, o embasamento e o olhar mais crítico para o avanço no nível da complexidade do tema traz à tona as discussões mais atuais e a referência para o caso particular dos países em desenvolvimento.

O tópico ganhou bastante notoriedade especialmente após a crise ocorrida na Ásia em 1997, que afetou diretamente os países em desenvolvimento. Frankel, Schmukler e Servén (2000) explicitaram em seu trabalho a preferência pelos regimes designados como extremos em termos de aplicabilidade para os países em desenvolvimento e/ou emergentes, já que os regimes intermediários não seriam opções adequadas para enfrentar o momento macroeconômico do começo do século, já que não contornam nem minimizam os efeitos de possíveis especulações. Também não oferecem proteção contra fluxos de capitais de alta volatilidade, como quando ocorre com a adoção dos regimes extremos, quando estão respaldados pelas autoridades monetárias ou pelo ajuste através da flutuação

Vê-se, então, que a política cambial a ser adotada pelos países em desenvolvimento deve se pautar em características que são recorrentes a eles, tais como o mercado restrito e dominado por agentes privados externos, em geral, cujos interesses nem sempre estão de acordo com o que a autoridade monetária visa propor. Sobre esse ponto, retornamos à análise anterior do modelo “Mundell-Fleming” e a não ocorrência da chamada “Trindade Impossível”, Mundell apud Prates (2007).

As especificidades dos países em desenvolvimento também são abordadas de outra maneira, através da classificação dada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). A última classificação divulgada pelo órgão, em 2011, denominada “*De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Framework*”, compreende os diferentes tipos de regimes cambiais adotados pelos países e reportados ao FMI (2011). Através dessa publicação, o órgão esmiúça todas as categorias existentes, além de enquadrar os países adequadamente, de acordo com o quadro da Política Monetária desenvolvido por eles. A decisão de regime adotado pelos países deve ser reportada de modo a designarem seu câmbio como *peg* (rígido), *limited flexibility* (flexibilidade limitada), *managed floating* (flutuação administrada), e *freely floating* (flutuação livre), além de outros regimes intermediários. No entanto, a adoção que está designada em compromisso nem sempre se aplica na realidade econômica dos países em desenvolvimento.

O relatório divulgado pela UNCTAD (2011), iniciado pela indagação: “What went wrong? An analysis of growth and macroeconomic prices in Latin America”, também ajuda a esclarecer o porquê desses países não conseguirem atingir a autossuficiência quando se trata de regime cambial. De acordo com o relatório, as especificidades latino-americanas partem de falta de dinamismo advindas das décadas de 1980 e 1990, questões que vão além de políticas estruturais e de poder político que alternou intervencionismo e liberalização. Além disso, na obra as taxas de juros reais e as taxas reais de câmbio são designadas como variáveis-chaves, de modo a reforçar ainda mais a necessidade de estudá-las. A importância é dada já que no caso de ambas, há a possibilidade de criação de um ambiente macroeconômico estimulador de investimentos, peça fundamental geradora de dinamismos.

Um olhar aprofundado sobre a obra permite compreender quais as características necessárias para a adoção de um regime cambial adequado e que leve ao crescimento. A taxa de câmbio deve ser competitiva em termos reais, estável em termos reais para reduzir os riscos do investimento e ajustável nominalmente, de modo a se adaptar a mudanças e aplicar correção para choques idiossincráticos. Ademais, a relação entre o câmbio e os juros é direta e

crucial. Para o caso de livre mobilidade de capitais, por exemplo, juros mais altos atraem fluxo de capitais internacionais em busca de valorização, o que resulta na também valorização da moeda doméstica, alterando o câmbio e vice-versa. Dessa forma, a incerteza acerca da decisão de investimento será ponderada e a opção pelo investimento direto será preferível à esfera financeira, para que o dinamismo seja mantido.

“The exchange rate is the variable with the most visible and lasting positive effects on investment and growth (Rodrik, 2008; Eichengreen, 2008). The appropriate variable to be observed and monitored for achieving economic competitiveness is not the nominal, but the real exchange rate.” (UNCTAD, 2011, p. 4)

Ao considerar todo o aprofundamento da literatura e as condicionantes apresentadas para a América Latina, é possível estruturar os argumentos que determinam as principais razões para a distinção entre a teoria e a prática aplicadas à região de estudo. A expressão “medo de flutuar” – cunhada por Calvo e Reinhart (2002, p. 379) – ilustra bem essa discrepância em pauta.

Grande parte dos países em desenvolvimento, embora se considerem flutuantes, está situada na classificação de flutuação administrada, a qual, de acordo com a literatura pode representar um produto da combinação da tentativa de estabilização do câmbio através de operações com o mercado doméstico aberto e a falta de credibilidade. Ademais, alguns aspectos podem ser ressaltados para que seja considerado o “medo de flutuar”. Tal expressão é traduzida pelo receio, especialmente dos países emergentes, de adotarem a flutuação genuína, ou seja, deixarem sua taxa de câmbio oscilar ao invés de agirem de maneira intervencionista. Quanto maior o “medo de flutuar”, mais intervencionistas se mostram as autoridades monetárias dos países e suas políticas adotadas. Também se deve considerar que o regime flutuante apareceu pontualmente em momentos de crise ou de considerável inflação, o que remete a períodos conturbados das economias desses países. Tem-se, então, que o “medo de flutuar” se caracteriza por uma situação de descasamento de moedas – qual seja, impactos das variações nas taxas de câmbio influem nas dívidas em moeda estrangeira, enquanto os ativos do país estão em moeda nacional. Desse modo, vê-se a dificuldade de a taxa de câmbio flutuar livremente, já que tanto empresas quanto instituições financeiras estão sujeitas aos efeitos causados entre o diferencial entre receita e despesa, simplificadamente. Para o caso dos bancos, vale lembrar que isso pode ocorrer mesmo que as maturidades dos ativos e das dívidas caminhem em concordância.

No âmbito dessas políticas, excepcionalmente nos momentos supracitados, emerge mais fortemente a falta de credibilidade, como resultado da possibilidade de ocorrência de choques gerados via variação de risco, bem como a dificuldade de obter recursos nos mercados de capital externos, justamente pela razão citada previamente.

Os países emergentes, portanto, apresentam comportamentos que decorrem dessa fragilidade frente ao mercado internacional. Não só porque muitas vezes dependem em alto grau da divisa-chave (como no caso das economias dolarizadas), mas, como afirmou Prates (2007), visam obter, através da política cambial, objetivos como a manutenção do equilíbrio externo, da competitividade externa. Além da prevenção de possíveis crises e capacidade de lidar com questões que comprometam a estabilidade financeira ocorridas no mercado. Só que, para tal, é preciso que a autoridade monetária tenha autonomia para a realização das suas políticas, o que nem sempre ocorre na prática.

Através de testes econométricos, o trabalho de Calvo e Reinhart (2002) avaliou, baseado nas variações das reservas internacionais, a relação entre os regimes considerados flutuantes definidos (Austrália, Japão e Estados Unidos) e os demais que se consideram flutuantes ou de flutuação administrada. O teste se baseia nas seguintes hipóteses: a hipótese nula testada é a igualdade das variâncias entre os países de flutuação genuína e os países em questão. A hipótese alternativa, por sua vez, sugere que se há o “medo de flutuar”, a variância das reservas dos países em questão excederá a dos países de flutuação genuína, o que ilustra o *benchmark*, práticas que induzem o desempenho superior. Os resultados obtidos demonstram que, na grande maioria, as variações das reservas internacionais dos países avaliados superam tanto àquelas de Austrália, Japão e Estados Unidos.

Ainda com base no trabalho de Calvo e Reinhart (2002), mais do que reservas internacionais, o “medo de flutuar” analisa a interação entre o regime cambial, os juros e a inflação nos países. No caso da inflação, as desvalorizações cambiais adotadas para controlá-la se constituem no fenômeno conhecido como *pass-through* – é um repasse das mudanças da taxa de câmbio para os preços comerciáveis de um país, ou seja, ligado à valorização ou desvalorização do que é cotado em moeda estrangeira. O “medo de flutuar” pode ter por fator causa a existência de *balance-sheet effects*, efeitos diretos no Balanço de Pagamentos decorrentes do descasamento de moedas (*currency mismatch*). No tocante aos juros, os estudos de Calvo e Reinhart apresentam um resultado que se aplica aos países emergentes: as políticas pró-cíclicas que culminam em um aumento da volatilidade dessas taxas. Também se verifica a forte ocorrência do desalinhamento cambial, cuja definição é o desvio da taxa de

câmbio do seu nível de equilíbrio considerado no longo prazo. O ponto de equilíbrio da taxa de câmbio real é aquele em que a produção de bens *nontradables* atende a demanda interna e ao mesmo tempo se equilibra o fluxo financeiro (Montiel, 2003). Ou seja, observação que as variações nas reservas internacionais são positivamente relacionadas às desvalorizações cambiais e à adoção de taxas de juros mais elevadas, especialmente no caso de países emergentes, serve como forma de proteção contra as perdas excessivas nas reservas.

Em suma, a bibliografia acerca do tema é diversificada e analisa profundamente as especificidades do tema, de modo a suprir teórica e empiricamente as necessidades desse estudo comparativo e avançar em termos de novas proposições.

2.4 O regime de câmbio nos países emergentes

A análise teórica anterior é essencial para a compreensão do tema. Contudo, quando os regimes cambiais são postos em prática, a escolha de um único em sua essência não ocorre sem que haja possibilidade de alteração. A decisão pelo regime que mais se adequa às características da economia interna chega a ser estratégica, de modo a atrair ou repelir investidores, garantir estabilidade, equilibrar o balanço de pagamentos, ou quaisquer outros objetivos empreendidos.

O foco principal de aplicação dos regimes cambiais nesse estudo são os países ditos “emergentes”. A adoção do câmbio flutuante não deve ser utilizada diretamente, uma vez que existem questões de fragilidade e dependência desses países em relação às moedas mais fortes dos países centrais, tais como o Dólar norte-americano e o Euro para a realização de transações, bem como questões como inflação. Dessa forma, a flutuação suja se constitui como a mais adequada, já que permite intervenção das autoridades monetárias em prol dos interesses internos. Essas barreiras ao regime flutuante estão caracterizadas como o “medo de flutuar”, termo utilizado por Calvo e Reinhart (2003), que designa a necessidade desses países de contar com a intervenção das autoridades monetárias, de modo a definir um regime típico de “flutuação suja”. Outro fator importante é o conflito de dois tipos de demanda dos agentes econômicos por características da moeda, explicitado através do trabalho de Ocampo APUD Prates (2007): a demanda por estabilidade da moeda e, ao mesmo tempo, a demanda por flexibilidade monetária, para agir em prol das negociações concomitantemente ao fortalecimento desses países mundialmente. No que tange à satisfação dessas condicionantes,

deve-se optar por um regime intermediário que seja capaz de conciliá-las da maneira mais benéfica possível. Ademais, há a questão da demanda “precaucional” por reservas. A intervenção nesse sentido é estratégica por parte dos países emergentes, frente à globalização e liberalização das finanças internacionais que constituem cenário de crescente competitividade internacional. Dessa forma, compreende-se que os países que visam a utilização do câmbio flutuante se baseiam no binômio câmbio flutuante – metas de inflação (Prates, 2007), cuja restrição à livre flutuação se mostra bastante clara e é efetuada pela combinação das políticas monetárias adotadas pelos Bancos Centrais e pelos objetivos e interesses defendidos pelos governos dos países emergentes. A intervenção também se dá para contornar as pressões dos mercados financeiros e à força dos agentes privados em contraste com o caráter “em desenvolvimento” dessas economias, vulneráveis à definição do grau de abertura financeira da economia, com a intenção de controlar o acesso à moeda externa por parte dos residentes e à moeda interna no caso de não residentes.

Ainda sobre intervenção, a política monetária pode ser adotada também visando à alteração na estrutura do mercado de moeda nacional – desde as operações de mercado aberto simples (compra e venda de títulos públicos) até a inclusão dos mercados de derivativos – que pode refletir na apreciação ou depreciação da taxa de câmbio. Ou seja, o mercado monetário compreende as operações de curto e curtíssimo prazo para o controle rápido da liquidez disponível na economia e das negociações dentro dele, que podem alterar as taxas de juros, diretamente relacionadas à taxa de câmbio. No tocante às transações mais complexas, soma-se ao mercado de derivativos as variações na quantidade de moeda estrangeira líquida dentro do setor público, o que leva ao território dos fundos cambiais – fundos que acompanham a variação do dólar por meio de títulos públicos cambiais e papéis que financiam as exportações. Portanto, desde os ativos de menor risco até os de maior risco, observa-se movimento ágil das divisas internacionais. Além disso, as operações de mercado aberto também podem atuar no futuro, lançando mão do câmbio como ferramenta, através do *hedge* – que consiste numa operação que objetiva proteger o valor de um ativo contra desvalorizações futuras ou mesmo manter o valor atual de uma dívida que será quitada futuramente, como enfatizaram Prates, Cunha e Ferreira (2011). Assim, fica clara a importante relação ente o mercado monetário, os juros e o câmbio. Por isso, a autoridade monetária precisa decidir qual diretriz seguir quando se trata de mercado financeiro, o que determina implicitamente a intervenção *versus* a possibilidade de flutuação livre.

2.5 Especificidades nos regimes cambiais

No caso de políticas cambiais intervencionistas, o principal agente é o Banco Central, que atua através de variados canais de ação para alterar a cotação cambial estipulada como ideal, tais como: taxa de juros interna visando atrair ou repelir fluxos externos de capital que valorizem ou desvalorizem a moeda interna ou ainda alterando as reservas internacionais, por exemplo. Ou seja, de maneira geral, o Banco Central atua comprando e vendendo moeda no mercado de câmbio com o objetivo de liquidação a vista ou futura.

O embate existente entre a impossibilidade de regimes intermediários nos países em desenvolvimento e as soluções de canto, ou seja, regimes de flutuação administrada *versus* conciliação das estabilizações definidas pela “Trindade Impossível” do Modelo Mundell-Fleming, foi discutido em obras como as de Frankel, Schmukler e Servén (2000) e UNCTAD (2011) e os condicionantes macroeconômicos não são os únicos fatores a serem levados em consideração no caso de escolher o regime de câmbio mais adequado: as políticas macroeconômicas devem caminhar em conjunto com elementos estruturais, tais como o sistema financeiro e seus braços de ação, a competitividade internacional, entre outros. Embora seja difícil avaliar a diferença entre a flutuação administrada e a *soft peg*⁴, sabe-se que, no caso das economias em desenvolvimento, a flutuação possibilita ação na política econômica, mas a vulnerabilidade e a dependência ainda requerem mecanismos de intervenção que, paulatinamente, expandam a autonomia dos países e limitem os efeitos de crises e desalinhamentos cambiais.

Além do “medo de flutuar” anteriormente abordado, outras condicionantes tratadas em obras teóricas também podem esclarecer as razões que levam à posição muitas vezes vulnerável dos países emergentes e a eventual necessidade de políticas intervencionistas. Essas condicionantes foram apresentadas por diferentes autores em decorrência dos resultados após as crises financeiras dos anos 1990, período que será abordado na parte empírica. São quatro os fenômenos observados e analisados: “*sudden stops*” (Calvo, 1998); “*original sin*” (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003); “*currency mismatch*” (Goldstein e Turner, 2004); “*debt intolerance*” (Reinhart, Rogoff, Savastano, 2003) e que ilustram adequadamente a complexa relação entre o câmbio, os fluxos de capitais internacionais, o mercado monetário e

⁴ Nesse tipo de regime, a moeda em questão mantém uma cotação estável em relação a uma âncora cambial ou mesmo frente a uma cesta de moedas. Sendo assim, pode haver a variação no câmbio no estreito de um ponto percentual positiva ou negativamente atrelado à âncora cambial ou um intervalo de variação de trinta pontos percentuais de largura. Em alguns casos, a variação para cima ou para baixo do câmbio ocorre normalmente no período de tempo, baseada nas diferenças das taxas de inflação em todos os países. (FMI, 2008)

o mercado financeiro.

No caso do “*sudden stops*” (Paradas Súbitas), a obra alega que os países emergentes estão sempre sujeitos a paradas súbitas nos fluxos internacionais de capital privado, sejam elas devido à reversão de expectativas, à fragilidade financeira ou outros fatores. Dessa forma, paradas súbitas resultam em desvalorizações agudas das moedas e em *current account reversals* – mudanças relativamente significativas, rápidas e custosas que afetam as contas correntes dos países.

Já o “*original sin*” (Pecado Original) procura explicar a inexistência em mercados internacionais de títulos denominados nas moedas de mercados emergentes. Ademais, enfatiza a importância de condicionantes externos aos países em desenvolvimento, quais sejam, as características do sistema financeiro internacional como um todo: a estrutura ou a operação dentro dos mercados financeiros internacionais; a fragilidade de políticas ou instituições de intervenção. O tamanho do país também é abordado, já que economias maiores com grandes emissões monetárias se constituem em atrativo da moeda para integrar o portfólio mundial. Eichengreen propõe um mecanismo de emissão de dívida de um país em sua própria moeda, para evitar que esses países sofressem também com o “*currency mismatch*”, decorrente de dívida externa.

Vê-se, então que movimentos das taxas de câmbio são capazes de gerar efeitos-riqueza relevantes, uma vez que o produto e as taxas de câmbio apresentam volatilidade para o caso particular dos países em desenvolvimento. Todavia, o governo apresenta insuficiência na capacidade de combate à instabilidade, uma vez que há grande volatilidade tanto da renda quanto dos fluxos de capitais, resultando em riscos significativos em operar com os juros. Dessa forma, são sugeridas três alternativas que visam contornar o fenômeno e evitar que ele resulte no descasamento de moedas, que são: controlar a conta financeira e evitar o financiamento externo; obter reservas internacionais em quantidade adequada para as necessidades do país e fazer da dívida interna uma ferramenta de crédito de curto prazo e com taxas de juros voláteis, o que resulta em “*maturity mismatches*” – defasagem entre os prazos de maturação da dívida.

Quanto ao “*debt intolerance*” (intolerância ao endividamento), é definido como a incapacidade de lidar com nível determinado de endividamento externo, mas em caso particular dos países em desenvolvimento que sofreram com “pecados mortais no passado”. Alguns dos fatores que explicam essa intolerância são o histórico de inflação, de pagamento

de dívida, de estabilidade macro, entre outros. Para medir a intolerância de um país, considera-se a relação entre *credit rating* (risco de crédito) da economia e sua dívida externa.

Como explicação para a ocorrência da intolerância, é possível dizer que existe um círculo vicioso em que os *defaults* – risco de quebra total – enfraquecem os sistemas financeiros e tributários dos países, de modo a resultar numa maior dependência dos recursos externos bem como maior propensão a novos e sucessivos *defaults*. Então, como solução é proposto o estabelecimento de um limite para os empréstimos, já que os fluxos verificados para esses países são pró-cíclicos, modificando as políticas macroeconômicas para um caráter também pró-cíclico.

O “*currency mismatch*”, por sua vez, é o descasamento de moedas. Sua razão de ocorrência são fragilidades passadas e presentes das políticas econômicas e das instituições nos próprios mercados emergentes, ao invés de ocorrerem nas imperfeições dos mercados internacionais de capital. Além disso, existe o fator pontual que ocorre com certa regularidade nesses países e já foi apresentado anteriormente, que se pauta no fato de os ativos desses países serem medidos em moeda doméstica, enquanto os passivos estão majoritariamente cotados em moeda externa, salvo exceções. Assim, as desvalorizações da moeda doméstica seriam ferramenta para equilibrar as contas nacionais.

Outros fatores devem ser considerados no descasamento que indicam a fragilidade do país: incentivos inadequados para fazer o *hedge*; questões ligadas aos mercados frágeis e pouco desenvolvidos de *bonds* – obrigações de renda fixa emitidas por governos, empresas ou bancos que garante que o emissor pague os juros de uma dívida com prazo determinado, bem como o pagamento do montante da dívida em data estipulada.

Além disso, soma-se informação pública inadequada sobre a dimensão e a composição setorial do descasamento; problemas de má avaliação na concessão de crédito em moeda estrangeira pelos bancos, de endividamento inadequado recorrendo à dívida externa ao invés de contrair dívida interna com correção monetária.

Os autores propuseram medidas para contornar a situação de “*currency mismatch*” que esclarecem em grande parte a necessidade de intervenção. Para eles, há necessidade de regime de câmbio flexível aliado às políticas que evitem câmbio sobrevalorizado. Também é válida a instituição de um regime de metas inflacionárias que visa ancorar as expectativas acerca da inflação, fazendo com que mude o foco para um desenvolvimento adequado do mercado doméstico dos *bonds*. No que tange ao crédito, faz-se essencial o monitoramento adequado dos órgãos financeiros da ocorrência de *currency mismatch* dos tomadores de

financiamento, aliado ao maior controle da supervisão sobre os bancos. No âmbito de controle macroeconômico, a sugestão principal apresentada foi a de publicação dos dados de *currency mismatch* pelo FMI para que as informações sejam adequadamente disponibilizadas. E, por último, sugerem que as políticas de dívida sejam revistas, enfatizando a redução da parcela da dívida pública com indexação cambial; o aumento da parcela com indexação à inflação; e a manutenção de nível adequado de reservas.

2.6 Considerações finais

De maneira geral, as obras apresentadas acima fazem referência a uma gama de fenômenos aos quais estão submetidos os países emergentes e suas economias e que têm nas políticas cambiais instrumentos de intervenção passíveis de controlar possíveis efeitos negativos. A ênfase deve ser dada ao “medo de flutuar”, comportamento característico dessa classificação de países que, ao considerar a ocorrência de variações dos fluxos de capitais internacionais também prevê que os demais fenômenos podem se derivar da situação de financiamento externo desfavorável.

Dessa forma, vê-se que a possibilidade do câmbio oscilar livremente nem sempre é factível. Ou, caso seja, podem ser necessários momentos de atuação dos órgãos para eventuais correções. No caso dos países da América do Sul, o foco do estudo, esses momentos se mostraram frequentes e serão apresentados e detalhados no capítulo seguinte deste trabalho.

3 ANÁLISE DOS CONDICIONANTES DAS TAXAS DE CâMBIO NA AMÉRICA DO SUL

Este capítulo está subdividido nas seguintes seções: a primeira apresenta as características principais do Sistema Monetário e Financeiro Internacional e a inserção dos países periféricos neste, além de contextualizar os fluxos de capitais próprios desses países. Em sequência, a segunda seção apresenta as crises cambiais e financeiras, com as seguintes subdivisões: uma revisão dos modelos de crises econômicas apresentados pela literatura e apresentação dos principais momentos de crise que afetaram os países periféricos nos anos 1990 e 2000. E, a última seção, que apresenta as considerações finais.

3.1 A posição da periferia no Sistema Monetário e Financeiro Internacional

O período de análise deste trabalho compreende os anos 1990 e 2000, décadas marcadas por crises financeiras capazes de originar consequências particularmente definidoras das políticas econômicas de recuperação dos países emergentes e, em decorrência disso, afetarem diretamente os regimes cambiais adotados – cerne deste estudo.

Os anos 1990 foram marcados pela presença retorno dos fluxos de capital internacional em um Sistema Monetário e Financeiro Internacional que tem o dólar norte-americano atuando como divisa-chave, o que, sob a visão de Tavares e Melin apud Prates (2005) compreende função essencial além da reserva de valor que marcou o padrão monetário tradicional, qual seja, a de um “papel de moeda financeira num sistema desregulado e sem paridades cambiais fixas”. Além disso, a característica mais marcante desse novo padrão é a transformação dessa divisa em uma moeda fiduciária, com o fim da paridade dólar-ouro.

O Sistema Monetário e Financeiro Internacional absorveu características adicionais após 1985, quando se iniciou a sua terceira etapa⁵, fundamental para a este trabalho. De acordo com Chesnais (1996), essa fase compreendeu a abertura e a desregulamentação das bolsas dos países centrais, a crescente ocorrência da arbitragem, e fenômenos trazidos com a recente participação dos países emergentes, tais como bolhas e choques. Dessa forma, cria-se um novo cenário marcado por uma divisa-chave mais flexível e permeável à parcela

⁵ A primeira fase do fenômeno da Globalização Financeira foi marcada pelo fim da ordem de Bretton Woods e pelo surgimento de inovações financeiras por parte dos Estados Nacionais, fundada no ano de 1979. Entre 1979 e 1985, o segundo período do fenômeno viu as taxas de juros dos Estados Unidos serem jogadas às alturas para garantir a força da moeda norte-americana, de modo que os títulos públicos do país passaram a ser símbolos do período instável vivenciado internacionalmente. Chesnais (1996).

majoritária de fronteiras, mas que traz, segundo Prates (2005), a instabilidade ocasionada por preços macroeconômicos definidos sob um regime de câmbio que passa a ser flutuante e dentro de um processo de eliminação de barreiras para os fluxos de capitais.

A Globalização Financeira trouxe, portanto, a evidência da esfera financeira em relação à esfera da produção, hegemônica até então. O mercado de capitais ganhou notoriedade e ingressou não só no cotidiano das empresas, mas no das famílias e suas poupanças – o que foi caracterizado como “institucionalização das poupanças”, Biancareli (2008), através da gestão de ativos via Investidores Institucionais⁶ voltados para a maximização do valor do acionista. Os bancos também ingressaram nesse processo, aplicando a securitização não apenas como intermediários de transações, mas nos processos envolvendo suas carteiras de empréstimos através da vinculação de títulos a elas. Toda essa mudança de lógica transformou a estrutura das empresas, trazendo a importância da Governança Corporativa, a separação entre propriedade e gestão e a importância do “shareholder value”, como mostraram Lazonick & O’Sullivan (2000). Tem-se, portanto, como apresentou Chesnais apud Biancareli (2008), a expressão dos “três Ds”:

“desregulamentação ou liberalização monetária e financeira; descompartmentalização dos mercados financeiros nacionais; e desintermediação (abertura das operações de empréstimos, antes reservados aos bancos, a todo tipo de investidor institucional)”.
(Biancareli, 2008, p. 4)

A força dos mercados financeiros tornou-se crescente e estendeu o processo de abertura comercial e financeira também para os países emergentes a partir da década de 1990, mesmo sem construir as estruturas necessárias tanto em termos de financiamento das empresas quanto de fortalecer os nascentes mercados financeiros desses países.

Ainda sobre os anos 1990 nos países em desenvolvimento, em sua primeira metade, houve a necessidade de estabilização das economias e uma situação de similaridade na inserção desses países na nova lógica. Então, os regimes de câmbio adotados eram semelhantes, com ênfase nas bandas cambiais, ou âncoras cambiais. No entanto, a segunda metade da década apresentou uma reversão dos fluxos externos de capital que tornou insustentável a manutenção das reservas necessárias para o tipo de regime adotado. Logo, vê-

⁶O termo compreende as seguradoras, os fundos de pensão e os fundos mútuos, que, segundo Braga (1997): “(...) adotam estratégias de gestão de portfólio, reduzindo o tempo médio de manutenção das ações, em função de ganhos de capital mais imediatos, internacionalizando suas aplicações e alimentando o crescimento dos mercados de derivativos”.

se que a constituição do Sistema Monetário e Financeiro Internacional é marcada pelo caráter assimétrico e hierárquico⁷ que reflete a relação entre centro e periferia. Basicamente, a assimetria monetária compreende a taxa de juros do dólar – que é a taxa de juros básica do sistema e é inferior às demais taxas de juros vigentes, já que remunera a moeda considerada mais segura e líquida – e a emissão de dívida externa em dólar, comprometendo o papel da taxa de câmbio como instrumento de política econômica. A assimetria financeira, por sua vez, compreende os fatores conjunturais e estruturais que determinam os fluxos de capitais, os quais são definidos nos países centrais e são guiados por lógicas especulativas de valorização.

De maneira geral, a desigualdade entre os países na economia globalizada é representada pelo fenômeno denominado “ciclo de liquidez internacional”. Biancareli (2008) afirma que esses ciclos são reflexos dos fluxos de capitais descontínuos destinados ao financiamento externo dos países periféricos. Vale ressaltar que, tanto para Biancareli quanto para Prates, foram os anos 1990 marcam o ponto de partida para a globalização financeira das economias periféricas através da abertura financeira e do retorno dos fluxos de capitais privados.

Dessa forma, vê-se necessário aprofundar a questão dos fluxos de capitais voltados especificamente para as economias emergentes e a relação com as crises e as respostas adotadas por eles, diretamente associadas às políticas cambiais. Biancareli (2008) destaca os principais atores do processo de constituição dos fluxos de capitais, quais sejam, os investidores institucionais agindo globalmente afetam o crédito bancário internacional trazendo-o cada vez mais para o curto prazo e atrelando-o à proteção via operações de *hedge* e em mercados derivativos relacionados ao câmbio. Concomitantemente, vê-se outras vertentes, tais como o IDE, processos de fusões e aquisições e demais ativos globais calcados na crescente securitização.

Com essa diversidade de agentes e de interesses particulares, a instabilidade citada acima é evidenciada através das decisões políticas dos países centrais, de modo que nem sempre a demanda monetária dos demais países é convergente com os objetivos das políticas econômicas centrais, como mostrou Biancareli (2008). Como consequência, as operações aliadas às baixas taxas de juros que correspondem às questões dos passivos dos países centrais

⁷ Para compreensão do diagnóstico, há vertentes da literatura que apresentam visões sobre os três tipos de assimetria: monetária, financeira e macroeconômica. Para o caso da assimetria monetária, ver Krugman (1995) como visão *mainstream* e questões abordadas no capítulo anterior, como o “pecado original”. A assimetria macroeconômica é abordada através da Trindade Impossível de Eichengreen (2000), reforçando a dificuldade dos países periféricos realizarem políticas macroeconômicas autônomas. Já a assimetria financeira é analisada profundamente por Prates (2005), enfatizando os fluxos de capitais e seus determinantes.

podem, a qualquer momento, interromper os fluxos de capitais voltados para os países em desenvolvimento sem que haja qualquer alternativa para esses receptores.

Como apontaram Calvo e Reinhart (2000), a questão de interrupção dos fluxos para os países periféricos é regular e avessa à vontade desses países. Normalmente, as interrupções estão atreladas a fatores cambiais e bancários – mais graves pois geralmente resultam em períodos de recessão – que desencadearam crises. Sobre o ponto de vista cambial, Reinhart e Reinhart (2008) mostraram através de estudos estatísticos que os períodos onde há maior onda de capitais internacionais (período de bonança), geralmente ligados à busca de rentabilidade em mercados externos ao centro ocasionam apreciação da moeda periférica, embora afetem negativamente o balanço em termos de transações correntes. No entanto, como efeito da bonança, vê-se o maior risco de *defaults* e crises financeiras, já que cria-se uma atmosfera de retomada da confiança.

Em termos do período que será analisado na parte empírica deste trabalho, é válido ressaltar que se encontra no segundo ciclo caracterizado por Akyüz (2011), que teve seu marco inicial na América Latina através do Plano Brady⁸ e perdurou até a crise Asiática, que será abordada mais detalhadamente adiante.

A partir da inserção dos países emergentes efetivamente na economia globalizada, os ciclos de liquidez caracterizados por Akçyüz (2011) afetaram esses países em mais dois momentos: entre 2000 e 2008 – terceiro ciclo concomitante ao ciclo de preços das *commodities* e marcado pela bolha dos “.com” no começo da década e com seu ponto final na crise originada pela bolha imobiliária dos EUA que culminou na quebra do banco Lehman Brothers e em consequências que se estenderam dos mercados financeiros centrais contaminando os periféricos, pontuadas pela extrema aversão ao risco e busca pela segurança, como advogou o autor. E o quarto ciclo é rapidamente consecutivo ao terceiro, marcado pela tentativa de recuperação em meados de 2009 através da queda dos juros advogada pelo Federal Reserve e que ainda está vigente.

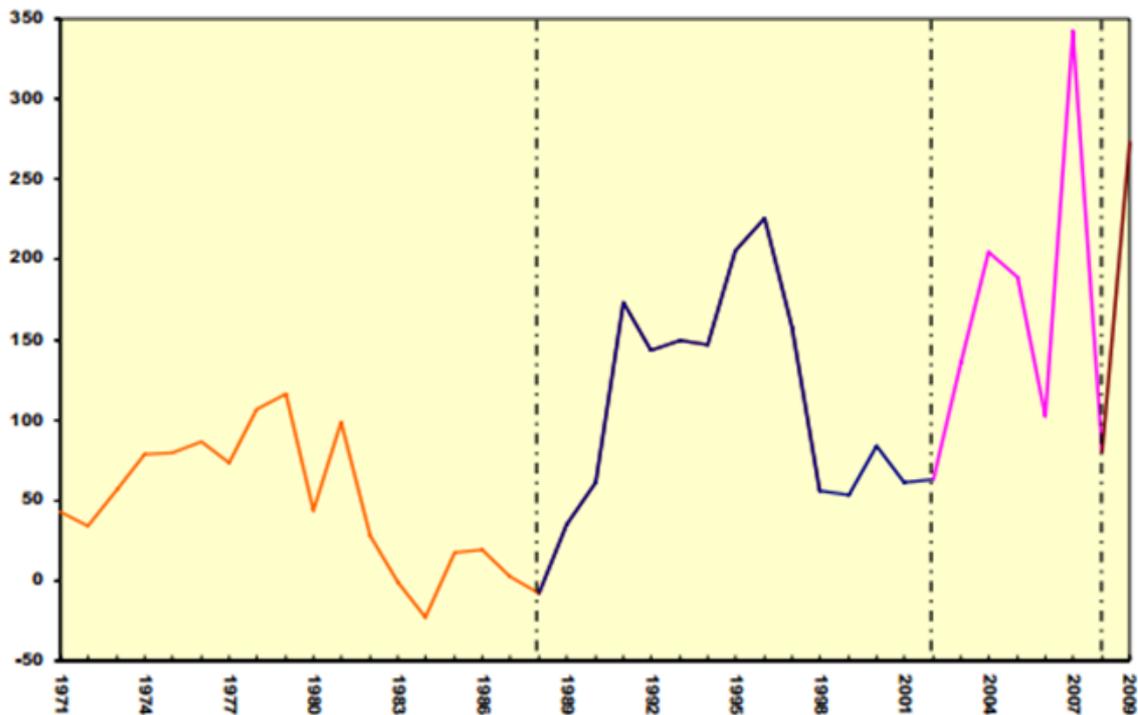
Segundo o autor, todos esses ciclos possuem características comuns, embora tenham tido pontos finais específicos, tais como políticas contracionistas e recessão; retirada dos fluxos nos países asiáticos ocasionando perda de competitividade via choques externos; e choques externos com o aprofundamento da crise do subprime, respectivamente.

⁸ “O Plano Brady, apresentado pelo novo Secretário do Tesouro norte-americano, representa um passo importante, ainda que tardio e incompleto, no sentido de resolver a crise da dívida externa dos países altamente endividados.(...) A novidade do Plano Brady, apesar de toda a indefinição em que está envolto, é a de permitir e estimular o Banco Mundial e o FMI a oferecerem garantias aos novos títulos com desconto que seriam emitidos pelos países altamente endividados”. Bresser Pereira (1989).

“A common feature of these cycles is that they all started under conditions of rapid expansion of liquidity and low interest rates in major reserve-issuing countries, notably the US”. (Akçuz, 2011, p.2)

Com base na obra de Akçuz (2011), o gráfico 2 extraído ilustra adequadamente as oscilações nos fluxos de capitais internacionais que constituem os ciclos analisados acima:

Gráfico 2: Fluxos reais de capital líquido direcionado para os países em desenvolvimento, 1971-2009 (bilhões de dólares)



Fonte: FMI, World Economic Outlook (WEO), 2010. Em: Akçuz (2011).

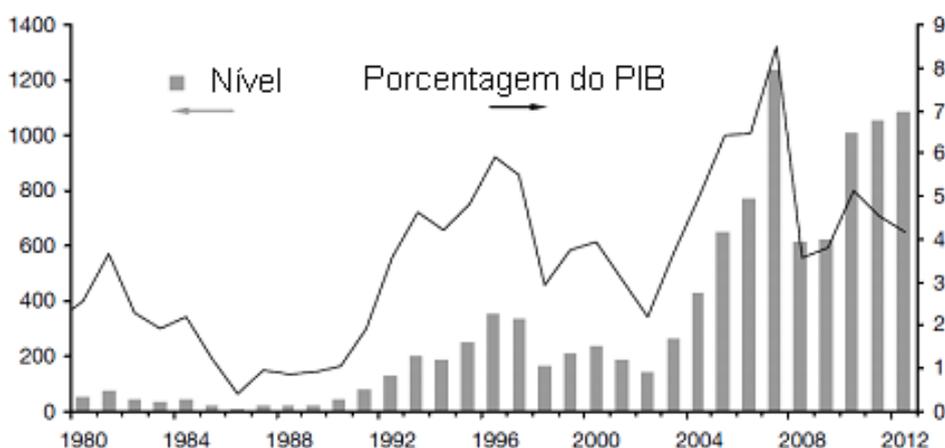
É possível verificar as variações com focos nos momentos de grande queda que representam os pontos mais graves de crises econômicas.

Para o período que consideraremos nesse estudo, que se iniciou nos anos 1990, a composição dos fluxos de capital em relação à porcentagem do PIB total está representado no gráfico 3.

Estes ciclos estão dentro circunscritos pelo processo de globalização financeira apoiado na mobilidade de capitais – base analisada por três vertentes que, a meu ver, são complementares e não excludentes. A primeira explicação, considerada convencional, possui caráter mais geral quando apresenta as razões da mobilidade. Para essa vertente, o processo

de mobilidade de capitais seria o próximo passo de uma série de processos iniciados na década de 1970 que envolvem o aumento da confiança dos agentes econômicos e sua intenção de transpassar suas fronteiras. Dessa forma, o comércio internacional ganhou forças junto com as empresas transnacionais com matrizes nos países centrais e a concorrência das instituições financeiras em processo de consolidação de mãos dadas com a tecnologia aplicada à informação e às inovações financeiras.

Gráfico 3 : Fluxos de capital privado líquido para os países emergentes
(bilhões de dólares)



Fonte: IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies, 2011. Extraído com tradução livre da autora.

Já a segunda linha de análise é liderada por Helleiner (1994) e seu argumento político embasando as mudanças econômicas. Para ele, as decisões políticas dos países centrais definiram ações (ou não ações) que se constituíram no veículo para tais transformações após o período regrado de Bretton Woods. Algumas dessas medidas foram a atuação como emprestadores de última instância prevenindo crises, liberalização e afastamento de regras para controlar os fluxos de capital.

Eichengreen (1996) ainda analisou a questão dos objetivos políticos domésticos em contrapartida à liberalização dos fluxos. O câmbio adotado deixou de ser fixo e passou a flutuar, o que resulta no aumento da autonomia de política econômica, especialmente relacionada à questão da taxa de juros submetida ao novo regime de câmbio que nem sempre tem garantia de estabilidade. E em um momento onde o pleno emprego e a empreitada de crescimento não eram mais os alvos principais como outrora já havia ocorrido, o sacrifício do bem estar doméstico passou a não sofrer tanta recriminação.

Portanto, adequando as visões acima aos países periféricos, vê-se que eles sofreram mais com todo o processo, basicamente porque estão em segundo plano nas definições econômicas e, inundados por fluxos de capitais, não possuem autonomia suficiente para enfrentar os países centrais e fazer prevalecer seus interesses através de políticas econômicas mais firmes. Soma-se a isso o fato de que esses fluxos de capitais vindos dos centrais nos anos 1990 foram responsáveis por alavancar o processo reestruturação após o endividamento excessivo vindo das décadas anteriores. Os países emergentes não puderam agir da maneira como definiu Helleiner e entraram no processo sob o ponto de vista convencional – a liberalização por si só – embora basicamente como componentes da fragmentação das cadeias produtivas das empresas transnacionais e alvos de rentabilidade dos agentes centrais.

3.2 O desenvolvimento das crises

Faz-se necessário analisar as ocorrências de crises não apenas sob a ótica dos modelos apresentados pela literatura, mas para esclarecer seus efeitos sobre o câmbio dos países, especialmente no caso dos países periféricos.

3.2.1 Os modelos de crise

Os anos 1990 trouxeram consigo uma nova lógica econômica que atraiu a atenção dos pesquisadores e direcionou-os a desenvolver explicações para os fenômenos nascentes cada vez mais complexos e interligados. As novas crises econômicas que se sucederam nesse período foram marcadas por ocorrências inéditas. Sendo assim, as novas condicionantes passaram a constituir novos modelos criados pelos economistas de um mundo agora globalizado.

O ponto de partida de delinear as crises foi dado por Krugman (1979) através do modelo canônico (de referência) de primeira geração em um contexto conturbado entre o fim da década de 1970 e os primeiros anos da década seguinte. Para o autor, as crises são consequência da atmosfera especulativa decorrente da reação às políticas internas baseadas no câmbio fixo concomitante e segmento fiscal expansionista via emissão – o que afeta diretamente o câmbio. Os pressupostos básicos do modelo de Krugman são: país pequeno produtor de apenas um bem levado ao mercado externo, com preço definido internacionalmente, de modo a ser dependente da Paridade do Poder de Compra (PPC). Além disso, como um modelo clássico, também tem como pressuposto geral o pleno emprego,

preços e salários flexíveis, agentes movidos por expectativas racionais e certeza, sem ocorrência de inflação inesperada. Há também pressupostos mais específicos, tais como a ausência de conta de capital e oferta de moeda determinada apenas pelo banco central (emissão primária) e que sempre é capaz de suprir o déficit fiscal. Além disso, a moeda doméstica não pode ficar em poder de investidores estrangeiros, embora os residentes possam decidir alocar sua riqueza real tanto em moeda doméstica quanto em moeda externa, com resultado nulo para o rendimento nominal. Nesse modelo, como há apenas o banco central e o setor privado doméstico não-financeiro, o preço da moeda doméstica – e conseqüentemente o nível de preços – é fixado pelo BC em termos da moeda externa do mais relevante parceiro comercial (com lastro em moeda estrangeira). Os agentes acompanham a tendência – pressuposto da certeza – e alocam sua riqueza favorecendo a valorização de seu portfólios e obedecendo as expectativas de inflação retendo mais ou menos moeda doméstica em relação à moeda externa. Soma-se a isso nas engrenagens do modelo uma oferta monetária que é equilibrada com conversão de um possível excesso de moeda doméstica em moeda externa sob a forma de reservas. Dessa forma, o déficit fiscal é financiado, ao mesmo tempo que o órgão emissor não possui nenhuma autonomia sobre essas reservas. Como explicou Prates (2005):

“Assim, quando o governo é deficitário – uma das hipóteses centrais do modelo – a manutenção da paridade é impossível, independentemente do estoque inicial de reservas cambiais. Num determinado momento, o problema de balanço de pagamentos (perda gradual de reservas) transforma-se numa crise: os agentes racionais, antecipando que sem especulação as reservas atingirão o patamar mínimo (forçando o abandono da paridade), procuram adquirir o estoque de moeda estrangeira do governo. A crise sempre advém antes que esse estoque tenha se esgotado.” (Prates, 2005, p. 362)

E quando não há especulação, os agentes não tenderão a migrar de moeda para manter reservas e poderá ocorrer um leve aumento da taxa de câmbio, pois a oferta e a demanda da moeda estrangeira não estarão equilibradas, contaminando também o nível de preços e os ganhos de capital dos agentes. No entanto, como existe a hipótese de previsão dos acontecimentos, a situação anterior não é passível de ocorrência. O que ocorre é uma competição pelos ganhos previstos via busca pela moeda externa em relação à riqueza em moeda doméstica. Krugman apud Prates (2005): “quanto maior o estoque inicial de reservas e menor a taxa de expansão da oferta primária de moeda, mais tardio será o ataque.” Isso

mostra, portanto, que os ataques especulativos funcionam como uma maneira de contornar as perdas de capital dos investidores.

Ao modelo de Krugman foram incorporadas novas características referentes ao tipo de crise – balanço de pagamentos – vivenciadas pelos países em desenvolvimento na década de 1980. Agenor, Bhandari e Flood apud Prates (2005) julgaram relevantes os seguintes fatores: “a incerteza em relação ao nível de reservas e à política monetária do governo; a substitutibilidade imperfeita de ativos e os preços rígidos; os efeitos reais das crises antecipadas; e o papel dos controles de capitais”.

Já os anos 1990 trouxeram um outro nicho de crise, a cambial. Para tal, os modelos de Obstfeld (1986) e Velasco (1987) apontaram ainda outras condicionantes que julgaram relevantes em sua análise. No caso do modelo de Obstfeld (1986), não há obrigatoriedade de mudança de política monetária após a situação de crise, apenas se ocorrer um ataque especulativo – observação que considera, portanto, as “expectativas auto-realizáveis” dos agentes. Como destacou Prates (2005), os agentes tem expectativas de políticas contracionistas ou expansionistas e, dependendo delas, ocorre a tomada de decisão de iniciar ou não o ataque especulativo e só em sequência o governo adequa suas medidas, de modo a ocorrer duas possibilidades de situação. “(...) existem dois equilíbrios possíveis em previsão perfeita – o equilíbrio com crise e o equilíbrio sem crise – mas o resultado do modelo é indeterminado”. O modelo de Velasco (1987), por sua vez, se pauta na interação entre as crises cambiais e bancárias, uma vez que considera um governo que socorre seus bancos (via emissão) quando o crédito internacional está indisponível (choque externo) e os empréstimos inferiores não são atendidos, o que culmina numa alteração drástica para baixo da quantidade de reservas, impedindo a manutenção do câmbio fixo. Logo, a crise bancária tem como consequência a crise cambial.

Os modelos de segunda geração, por sua vez, nascem em decorrência das alterações trazidas com as crises do Sistema Monetário Europeu entre os anos 1992 e 1993. Em seus pressupostos são desconsideradas características que eram essenciais para os modelos anteriores: a atuação apenas dos investidores residentes, a inexistência de fluxos de capitais e sistemas financeiros domésticos e a questão dos ataques especulativos poderem sempre ser antecipados e nunca evitados.

Prates (2005) apresenta visão dos dois tipos de modelos de segunda geração: modelos de ataques especulativos auto-realizáveis, elaborados por Eichengreen, Rose e Wyplosz⁹ e que

⁹ Para aprofundamento das questões, vide: Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995).

se pauta na consideração de variáveis externas que possam ocasionar alterações no comportamento dos agentes do mercado de câmbio, as quais seriam repassadas para a política monetária via ataque especulativo e gerariam a crise auto-realizável, ainda que as condições para a paridade cambial fossem mantidas. O segundo tipo de modelos compreende a característica da “cláusula de escape”, liderados novamente por Obstfeld¹⁰. Nesse caso a racionalidade ainda é mantida, mas focada no governo e em sua ação de política econômica e o dilema de manter a paridade fixa ou desvalorizar a moeda doméstica, baseadas em sua conjuntura fiscal, seus objetivos internos e as demais condicionantes, denominadas fundamentos “ampliados”.

Ainda com base na obra de Prates (2005), os modelos de segunda geração desenvolveram um foco especial para o caso específico dos países emergentes, com o ponto de partida na crise do México¹¹. Além dos pontos considerados nos modelos gerais de segunda geração, considerou-se também questões como

“expectativas auto-realizáveis dos investidores; a influência de um espectro mais amplo de fundamentos, que condicionam a decisão de desvalorizar ou não dos governos; o papel variáveis externas; os investidores estrangeiros também participam do ataque especulativo auto-realizável; e os fluxos de capitais e o sistema bancário passam a ser considerados”. (Prates, 2005, p. 366-367)

Um fator crucial é o sistema bancário pouco consolidado e o grande passivo do setor público, incompatível com a quantidade de reservas acumuladas e agravante da falta de autonomia para realizar política monetária ao mesmo tempo que se pretendia manter a paridade do câmbio. Vê-se, então, um cenário de instabilidade e vulnerabilidade desses países.

E, por último, foram desenvolvido os modelos de terceira geração, da primeira reação teórica do *mainstream* e apresentam as características do que se passou a considerar crise gêmea (cambial e bancária). Esses modelos foram advindos da Crise Asiática e apontam para a fragilidade dos sistemas bancário e financeiros dos países emergentes, além de considerarem os fundamentos estreitos e “ampliados” desses países, ou seja, as condicionantes macroeconômicas são fortemente levadas em conta. A divisão desses novos modelos foi feita em três grupos. No primeiro grupo, os autores utilizam-se do argumento do risco moral

¹⁰ Para aprofundamento das questões, vide: Obstfeld (1994).

¹¹ Para aprofundamento das questões, vide: Sachs, Tornell e Velasco (1996); Calvo e Mendonza (1996).

(*moral hazard*¹²) apoiado na cobertura dos governos sobre passivos dos agentes domésticos. O segundo grupo, por sua vez, se pauta no papel destacado dos bancos frente às fragilidades do mercado e da falta de autonomia das instituições e seu caráter vulnerável, sobrepondo-os aos governos¹³. E o terceiro grupo tem como características a inabilidade das políticas governamentais de garantir a cobertura dos passivos e resultando em situações financeiras pouco positivas. O ponto que Prates (2005) enfatiza é a introdução das características próprias dos países emergentes nas análises e passa a ressaltar justamente as fraquezas tanto de seus governos nos processos de regulação e cobertura de dívidas quanto de seus próprios sistemas financeiros pouco consolidados, ou seja, características internas que expõe essas economias às situações de crise. Ou ainda, como explicitaram Bresser-Pereira, Gonzalez e Lucinda (2009), basicamente dois pontos são considerados nas explicações convencionais apresentadas pelos modelos, quais sejam, o caráter gêmeo dos déficits e o que eles chamaram de “visão intertemporal das contas correntes”.

3.2.2 Os principais momentos de crise que atingiram a América Latina

“Ao contrário do que afirma a análise econômica convencional, a causa principal das crises financeiras dos países emergentes dos anos 1990 e início dos anos 2000s começando pela do México (1994) e terminando com a da Argentina (2001) não foi fiscal, mas a decisão dos governos de promover o crescimento com poupança externa, isto é, com déficits em conta corrente.” (Bresser-Pereira, Gonzalez e Lucinda, 2009, p.1)

Depois de analisarmos profundamente os aspectos gerais apresentados pela literatura para explicar as crises, especialmente para o caso dos países emergentes, os episódios ocorridos e suas consequências aplicadas à América Latina – nosso objeto de estudo – parecem mais lógicos de serem compreendidos.

Para o caso da **Crise do México**, ocorrida entre os anos 1994 e 1995, o cerne foi uma situação de crise que afetou o balanço de pagamentos – falta de reservas internacionais que impactaram o câmbio – além de criar a atmosfera de especulação financeira que ocasionou a fuga de capitais¹⁴. Houve também uma associação com fatores políticos internos. Dessa

¹² Krugman (2009): "any situation in which one person makes the decision about how much risk to take, while someone else bears the cost if things go badly."

¹³ Para aprofundamento das questões, vide: Chang e Velasco (1998)

¹⁴ México chegou a acumular um déficit em conta corrente que atingiu níveis próximos de US\$30 milhões por ano. Belluzzo (1995).

forma, a confiança dos investidores é fortemente abalada, bem como a estabilização da economia mexicana.

Como apresentaram Calvo e Mendoza (1996), o regime de câmbio adotado antes do estouro da crise foi o *crawling peg*, o qual, perdeu o controle quando submetido às taxas inflacionárias mexicanas, supervalorizando o peso mexicano. Como consequência, o país foi inundado por importações e o Banco Central do país teve que intervir comprando reservas em dólares e, conseqüentemente, possibilitando a ação dos agentes externos através da emissão de títulos. Soma-se a essa medida, a intenção mexicana de manter a moeda forte artificialmente, o que culminou na entrada maciça de ainda mais importações. O desequilíbrio comercial do país estava mais do que evidente e o financiamento dessa situação se deu através de fluxos de capital estrangeiros.

Dessa forma, novas medidas tiveram de ser tomadas para que a moeda mexicana fosse controlada, já que o *crawling peg* foi incapaz de fazê-lo: foram criados os *tesobonos*, títulos do BC indexados ao dólar norteamericano concomitantes à elevação das taxas de juros. O resultado que o México assistiu foi a de um quadro de recessão. O quadro se agravou ainda mais quando a taxa de juros dos EUA foi elevada pelo FED e os investidores migraram dos títulos mexicanos para os norteamericanos, levando consigo as reservas do México e voltando a desvalorizar o peso mexicano que estava controlado. Como enfatizou Prates (2005), a crise do México teve sua peculiaridade na ação governamental na tentativa de minimizar o peso dos fluxos externos emitindo títulos denominados primeiramente em moeda doméstica e depois em dólares.

O próximo passo foi, então, abandonar a paridade peso-dólar via banda cambial de 15,3% e encaminhando o México a um quadro de depressão ocasionado pela queda drástica do valor do peso. Esse quadro negativo do México passou a contaminar os demais países emergentes – que ficou conhecido como “Efeito Tequila” –, derrubando o preço dos títulos públicos. Como solução para esse cenário, o México voltou a ter acesso aos capitais estrangeiros, via empréstimo dos EUA em associação com o FMI.

A essência da crise foi analisada por Belluzzo (1995), quando afirma que houve dependência excessiva de financiamento por parte do México, agravada por “desvantagens nítidas em termos de prazos, volatilidade, natureza e destinação dos recursos”.

No tocante à **Crise Asiática**, suas características gerais foram apresentadas no artigo de Assis (2002). O ponto de partida ocorreu em 1997 e teve como pontos-chave a desvalorização cambial, a insuficiência de reservas, os mercados domésticos de ativos levados

às ruínas carregando consigo bancos e empresas, além de situação de moratória da dívida. Essa crise pode ser caracterizada como um fenômeno único:

“(…) a Coreia, mesmo com problemas correntes de liquidez externa, seria uma economia muito mais sólida; Indonésia e Tailândia estavam muito mais frágeis do que Malásia e Filipinas; outras economias da região, como Taiwan, Cingapura e China, foram mais contidas em seus processos de liberalização e ficaram menos expostas externamente. Porém, o comportamento de manada dos investidores internacionais – na entrada e na saída – e o efeito contágio tornaram a crise asiática, em que pesem aquelas especificidades, um evento ‘conjunto’. Várias crises em um único fenômeno”. (Cunha, 2001, p.)

Como características comuns a todas as economias afetadas pela crise – especialmente Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas, Coreia –, têm-se: forte desvalorização das moedas domésticas e queda acentuada dos preços dos ativos nos mercados. Resultando, então, em fuga dos fluxos de capital – via desinvestimentos em carteira e indisponibilidade de créditos bancários estrangeiros – e diminuição das reservas. Dessa forma, o quadro evoluiu para uma crise cambial severa.

A primeira economia a sofrer com essa crise foi a Tailândia e sua moeda, que sofreu um ataque especulativo. No momento seguinte, através do efeito-contágio, a interdependência entre as economias e as desvalorizações competitivas para atrair ainda mais investimentos suscitaram o espalhamento dessa crise para os demais países. Soma-se a isso, o fato de esses países estarem sob o guarda-chuva da economia japonesa, líder regional e que na ocasião sofria especialmente com a competição chinesa acentuada pela desvalorização da moeda desse país e pela pressão dos EUA para abrir economicamente a região.

Segundo Kregel (1998), essa foi uma crise cambial e financeira que antecedeu o processo de debt-inflation, e pode ser analisada sob a ótica da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky¹⁵, em versão adaptada para economias abertas, periféricas e inseridas em ambiente de livre mobilidade de capitais.

A situação apresentada pelos países da região não era positiva, composta por déficits em conta corrente somados à péssimos índices de solvência externa, ao mesmo tempo que

¹⁵ Minsky (1975) advoga que, basicamente, mesmo em períodos de prosperidade, a economia tem tendência de desenvolver instabilidades. E quanto aos empréstimos, o autor apresenta três níveis: *hedge* – tomadores capazes de amortizar as parcelas de dívida utilizando seu fluxo de caixa; especulativo – nível de rolagem de dívida, onde apenas o pagamento dos juros da dívida são efetuados; *ponzi* – os tomadores de dívida não apresentam condições de pagar os juros e o principal da dívida e necessitam de refinanciamento.

eram inundados por fluxos externos munidos de bons indicadores em termos de avaliação. Porém, o avanço da desvalorização do câmbio modificou esse cenário levando à crises bancárias em um sistema com margens pequenas de segurança relacionadas a esse capital estrangeiro em questão. Tem-se, portanto, o quadro de crise gêmea – bancária e cambial – agravado pela fuga para a moeda externa junto com a tentativa de liquidação de ativos por parte dos agentes. Com os preços dos ativos jogados para baixo agravados pela reversão dos fluxos de capitais, a bolha especulativa apresentou ainda mais expressividade, concomitante à diminuição de crédito bancário para contornar a inadimplência.

O fenômeno denominado **bolha dos “.com”** compreendeu expressiva alta das ações de novas empresas de caráter tecnológico e baseadas na internet, a qual experimentava sua consolidação no fim dos anos 1990 e início dos 2000. Como apresentaram Galbraith e Hale (2004), à confiança em lucros futuros respaldados no crescimento da internet, criou-se uma atmosfera favorável que culminou na alta dos preços das ações, especulação e tendência de queda da aversão ao risco por parte dos investidores pela crença na tecnologia. Características econômicas como as baixas taxas de juros da época colaboraram para aquecer ainda mais esse mercado.

No entanto, o lema de crescimento acelerado das empresas, que confiaram até oferta de ações públicas iniciais para cobrir eventuais despesas, foi substituído por aumentos significativos das taxas de juros norte americanas entre 1999 e 2000. O estouro da bolha se deu quando a Nasdaq – bolsa dos EUA – alcançou um patamar elevadíssimo de pontos, o que contaminou as bolsas internacionalmente. Em consequência disso, iniciou-se um processo de venda maciça dos lotes de ações, afetando diretamente as empresas, com a interrupção de contratações, demissões e outras medidas de recuperação. A bolha perdurou até 2001, com grande índice de falência das empresas e cessação das atividades.

A análise da **Crise Argentina** em 2001 foi baseada na obra de Batista Jr. (2002). Segundo o autor, a Argentina foi como um laboratório de experiências de liberalização na América Latina. Entre 1991 e 2001, o regime de *currency board* foi utilizado e adotou a âncora cambial para controle da inflação e fortalecimento da moeda doméstica no cenário internacional. Também com essa intenção de valorizar o peso argentino, a lei de conversibilidade avançou para o âmbito jurídico oferecendo garantia aos contratos de modo a instituir um sistema quase que bimonetário, onde o peso e o dólar circulavam lado-a-lado.

Durante a década de 1990, a economia da Argentina tornou-se cada vez mais dolarizada e com taxas expressivas de crescimento que perduraram até 1997, com a crise

asiática. A contaminação do país por essas crises escancarou sua vulnerabilidade a choques externos. Como explica o autor, o *currency board* foi perdendo sua credibilidade, e “Tornou-se cada vez mais claro que a crise econômica argentina era, em larga medida, uma crise monetária, decorrente da rigidez e do caráter anacrônico do modelo implantado pelo governo Menem em 1991” (Batista Jr., 2002). Entre os anos 2001 e 2002, o novo presidente eleito, De La Rúa, decidiu manter o sistema econômico e cambial que já estava fortemente desgastado, encaminhando o país para uma situação de quase colapso econômico. “Por ironia, um regime concebido para inspirar credibilidade converte-se em um fator que aumenta o risco de moratórias e colapsos bancários”, Batista Jr. (2002) – resume adequadamente a questão do fracasso da adoção do *currency board* que acabou por impedir a autonomia da autoridade monetária, já que a paridade com o dólar deve ser mantida e a função de prestador de última instância é comprometida quando há necessidade de reservas ou de emissão monetária. Soma-se a isso o agravante a predominância da moeda externa em depósitos e passivo público interno.

A situação de crise severa ficou nítida para o restante do mundo e dificultou especialmente as relações econômicas com os demais países da América Latina, revelando a fragilidade existente nas medidas de recuperação adotadas pela Argentina. Em síntese, o autor advoga que “A subordinação a uma moeda estrangeira ajuda a combater a inflação, mas o preço que se paga pode ser extraordinariamente elevado”, Batista Jr. (2002).

E, por último, o momento de crise vivido no final da década de 2000, **a crise do *subprime* dos EUA**, que acabou por se tornar uma crise mundial nos moldes do *crash* da Bolsa de Nova Iorque, em 1929.

“Sua natureza é mais complexa do que a das anteriores. Sua eclosão se manifestou pelo lado financeiro, só depois atingindo o lado real da economia (o consumo, o investimento, o comércio). Contudo, há que chamar a atenção para o fato de que o lado real da economia dos EUA só aparentemente vivia uma normalidade, pois foi através da exacerbação do crédito fácil, da especulação nos mercados financeiros e do grande aumento da dívida externa (privada e pública) que a demanda efetiva pôde se manter em alto nível”. (Cano, 2009, p. 607)

Essa crise teve seu ponto de partida nas hipotecas *subprime* (de tomadores de empréstimo de baixa renda) que sofreram a emissão de derivativos bem avaliados que ingressaram no sistema financeiro como forma de intensificar o crédito. Novamente citando Minsky, a margem de segurança desses empréstimos era baixa e não havia grande capacidade

de fornecimento de liquidez. No entanto, é válido ressaltar que essas hipotecas representavam pequena fração do sistema como um todo, além do fato de representarem o lastro para setores da economia como o consumo das famílias e o investimento – “(...) renda fictícia e o crédito alavancado nessa desmedida expansão e especulação financeira”, Cano (2009). Desse modo, o dólar continuou a garantir sua posição no cenário internacional.

Contudo, a crise tomou proporções bem maiores, atingiu o auge com a quebra do banco Lehman Brothers, que culminou em uma sucessão de quebras e evidência de fragilidades do sistema financeiro americano. Isso levou o governo a elaborar um pacote de medidas de ajuda governamental direcionado especialmente a esse setor. A essa altura, a crise já havia se espalhado internacionalmente tendo como porta de entrada as bolsas de valores e a as alterações dos credores, gerando uma crise total de confiança.

Do sistema financeiro essa crise afetou as economias de maneira direta, com a recessão ocasionada pelo cenário de incerteza que levou à preferência pela liquidez e escassez creditícia, além da queda dos juros. O espraiamento da crise foi transmitido por diversos canais, tais como a conta financeira, afetando o Investimento Direto Externo, os investimentos de portfólio e o crédito propriamente disso. Somam-se a isso os efeitos ocasionados pela queda da demanda mundial, dos preços das *commodities* e outros agravantes ligados à conta corrente dos países. Quanto a isso, é válido ressaltar a posição dos países periféricos dependentes dos fatores supracitados, já que necessitam em alto grau da demanda mundial e dos investimentos estrangeiros.

Até 2010, último ano considerado na parte empírica, os efeitos da crise foram sentidos e diversos conjuntos de medidas foram lançados para contorná-los. A crise tomou proporções devastadoras, pois partiu de uma crise de crédito e foi abocanhando cada segmento (bancário, cambial, financeiro) até se tornar uma crise econômica de caráter sistêmico, como apresentam Farhi e Cintra (2008).

3.3 Considerações Finais

Até o início dos anos 2000, os efeitos das crises sofridas pelos países em desenvolvimento foram espraiados por todo o globo e o Sistema Financeiro e Monetário Internacional sofreu alterações para enfrentar os novos acontecimentos do planeta. Como enfatizaram Freitas e Prates (2002), até mesmo os economistas do *mainstream* foram favoráveis às intervenções mais drásticas em setores como os próprios fluxos de capital, cujo

controle deveria ser maior. Além disso, os órgãos internacionais tais como FMI, BIS e as instituições e governo dos EUA também propuseram mudanças voltadas para a melhoria de todo o sistema financeiro global¹⁶, inclusive acerca do acesso prudente (e analisado adequadamente pelas instituições financeiras¹⁷) por parte dos países em desenvolvimento ao crédito. A ideia seria a maior disponibilidade de crédito apenas por parte de fornecedores privados, enquanto as fontes públicas seriam envoltas por regras e condições que minimizassem os efeitos negativos desses empréstimos, o que inclui até boa conduta.

Dito isto, o que se obtém com essa reestruturação do SFMI é uma significativa redução da autonomia nacional dos países em desenvolvimento através de “(...) uma intensificação das assimetrias entre países centrais e periféricos e uma redução adicional do raio de manobra na definição das políticas econômicas nacionais”, Freitas e Prates (2002), e da participação efetiva do setor privado na fiscalização das novas condições de acesso ao crédito.

No decorrer da década de 2000, outros momentos de crise revelaram a existência de lacunas no SFMI e a grande desequilíbrio nas relações entre o centro e a periferia. Há o peso da política, da diplomacia, ao mesmo tempo que a lógica especulativa ganha novas forças com as relações econômicas e financeiras. Basicamente, os países periféricos foram enquadrados no padrão dos perdedores desse sistema atual, conforme mostrou Biancareli (2008).

“São países emissores de moedas inconversíveis, incapazes de desempenhar no plano internacional as funções clássicas da moeda (principalmente a de reserva de valor), tornando suas economias suscetíveis a uma série de características negativas deste mundo desigual”. (Biancareli, 2008, p. 13).

Portanto, a contribuição deste estudo será a de retratar os reflexos de toda essa complexidade em termos de suas trajetórias cambiais dos países-foco do estudo, quais sejam, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e Venezuela. Entre as décadas 1990 e 2000, esses países sofreram a inserção no sistema de lógica globalizada, além de integrarem o time das economias periféricas dependentes dos fluxos de capitais externos, em maior ou menor grau.

¹⁶ Freitas e Prates (2002) advogam que em relatórios de órgãos como o FMI fica claro a questão da “insuficiência e/ou falta de transparência das informações sobre a situação macroeconômica (contas externas, fiscais etc.) e por problemas institucionais dos sistemas financeiros domésticos” refletindo negativamente na tomada de decisão dos agentes.

¹⁷ Foco para a importância crescente das agências de *rating* e sua função de analisar o perfil dos tomadores de empréstimo.

4 A DINÂMICA DAS TAXAS DE CÂMBIO EM ECONOMIAS SUL-AMERICANAS

O capítulo analisa as taxas de câmbio de países selecionados, quais sejam, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela, com o intuito de destacar as possíveis semelhanças entre elas e também apresentar o detalhamento mais específico de cada uma.

“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”. (De Conti, 2011, p.86)

Dessa forma, busca-se obter um retrato da América do Sul através da evolução das taxas de câmbio e, conseqüentemente, da posição desses países periféricos na relação com a principal moeda internacional, o dólar norteamericano.

No tocante às bases de dados diárias – séries históricas de câmbio nominal –, não foi possível obter disponibilidade homogênea das datas de início, de modo que há variação entre os anos de 1994 e o posterior. No entanto, o período se encerra no ano de 2010 – importante marco de verificação das políticas de recuperação da crise internacional de 2008, esclarecida no capítulo anterior.

Sendo assim, o capítulo está assentado primeiramente na classificação dos regimes através das ferramentas do FMI (em 3.1). Em seguida, a dinâmica é apresentada graficamente em separado para cada país e através da comparação geral (seção 3.2), acompanhada de considerações finais na sequência (seção 3.3).

4.1 Os regimes oficialmente declarados

Inicialmente, é importante enquadrar cada um dos países-foco do estudo de acordo com a última classificação divulgada pelo FMI, (FMI, 2011)¹⁸ e apresentada na tabela 1.

Tabela 1: Classificação dos países de acordo com o tipo de regime cambial e de política monetária

Tipo de Regime Cambial	Classificação da Política Monetária						
	Âncora Cambial				Objetivos agregados monetários	Quadro de metas de inflação	Outro
Outros regimes de câmbio fixo convencionais	Dólar Norte Americano	Euro	Composição	Outros			
	Venezuela						
Flutuação administrada sem taxas de câmbio anunciadas previamente							
Crawl-Like Arrangement (tipo de flutuação administrada com banda cambial)					Argentina		
Flutuação						Brasil Colômbia Peru	
Flutuação Livre						Chile	

Fonte: FMI, 2011 – modificado pela autora.

O quadro apresenta os regimes completos que são as diretrizes das políticas cambiais dos países, ainda que na prática ocorram incompatibilidades em relação ao que o órgão monetário inicialmente divulga. Além do câmbio, a tabela contempla também as escolhas de política monetária dos países.

Observa-se que apenas a Venezuela apresentava em 2011 um regime de câmbio fixo em relação ao dólar norteamericano, sob âncora cambial – cujo objetivo é atrelar a moeda local uma moeda de histórico de estabilidade e baixa inflação. No entanto, atualmente a Venezuela não mais trabalha com a paridade, o que será apresentado na seção seguinte. Outra observação trata do caso da Argentina, cuja política monetária atua utilizando o dólar norteamericano como âncora cambial. O Brasil, a Colômbia e o Peru visam o controle da inflação através de metas e adotam o regime de câmbio flutuante. O Chile, por sua vez, trabalha com a flutuação livre das suas taxas de câmbio.

¹⁸Para aprofundamento, ver FMI, 2011. “The classification system is based on the members’ actual, de facto arrangements, as identified by IMF staff, which may differ from their officially announced, de jure arrangements. The system classifies exchange rate arrangements primarily on the basis of the degree to which the exchange rate is determined by the market rather than by official action, with market-determined rates being on the whole more flexible than others” No arquivo, as classificações utilizadas são apresentadas com detalhamento.

De início é possível verificar a existência de disparidades nas escolhas das diretrizes a serem seguidas pelas autoridades monetárias desses países. A existência de regimes intermediários de câmbio acabam por possibilitar arranjos institucionais que, através de maior ou menor grau de intervenção objetivam obter maior controle quando ocorrem situações de movimentos cambiais.

4.2 As trajetórias cambiais

As representações iniciais do câmbio adotado pelos países serão do tipo bilateral – moeda nacional/US\$ - e nominal, uma vez que, de acordo com De Conti (2011) são mais significativas para as operações financeiras. E, como explicitado no capítulo anterior, essas operações financeiras estão inseridas no contexto de fluxos de capitais e são fundamentais na relação centro-periferia.

Porém, em seguida, o foco da análise passa a ser as taxas de câmbio do tipo efetiva real, uma vez que a inflação tem um papel inquestionável na economia e, sobretudo, nas análises de longo prazo.

4.2.1 Taxas de câmbio nominais bilaterais dos países

Os gráficos a seguir apresentam o comportamento do câmbio nominal dos países da América do Sul somados às informações principais que explicam os valores obtidos.

Gráfico 4 : Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Peso Argentino/US\$



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

No caso da Argentina, o que mais atrai a atenção no gráfico foi o longo período da paridade de câmbio com o dólar (*Currency Board*), remetendo ao período histórico do Padrão Ouro e do câmbio fixo – a adoção do Plano de Conversibilidade. Durante esse período de paridade, as taxas de inflação nesse país puderam ser controladas e permaneceram próximas a zero e o Peso Argentino permaneceu sobrevalorizado.

“O programa de Conversibilidade da Argentina tem dois aspectos relevantes: no plano monetário-fiscal, a conversibilidade da moeda a um peso por um dólar foi determinada por lei, tendo o Banco Central a obrigação de vender as divisas requeridas pelo mercado conforme o preço estipulado. Além disso, a Lei obriga que a emissão monetária fosse respaldada em 100% por reservas internacionais. (...) Com isso, o governo assumia o compromisso de prescindir das correções cambiais como instrumento auxiliar de política monetária, e de não mais financiar o setor público por meio da emissão.” (Oliveira, Andrade, Holland, 2003).

Em 2001, deflagrou-se a Crise Argentina, apresentada no capítulo anterior. Em consequência disso, a paridade teve que ser abandonada e a moeda doméstica desvalorizou-se fortemente. A partir disso, a economia argentina apresentou ciclos de crescimento que se iniciaram logo com a reformulação das medidas do governo em 2003 como o início do governo de Nestor Kichner, embasado no período de alta do preço das commodities e no papel de fomentador com “ênfase agroindustrial” (Colombini Neto, 2012).

Entre 2003 e 2008, apesar da desvalorização da moeda, relativa estabilidade foi mantida. O final desse período trouxe à Argentina uma nova atmosfera de ameaças de inflação, de descontentamento político relacionado também ao setor agroexportador e de problemas com endividamento externo após a crise internacional.

Gráfico 5 : Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Real brasileiro/US\$



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

O câmbio brasileiro foi mantido fixo desde a adoção da moeda Real em 1994, com o intuito principal do controle da inflação utilizando-se da âncora cambial, até 1999, quando sofreu desvalorização ao ser adotado o regime de câmbio flutuante, que modificou o objetivo para o controle dos seguintes desequilíbrios, principalmente: “o das contas públicas e o do setor externo” (Averbug e Giambiagi, 2000). Ou seja, conforme apresentou Farhi (2001), o Brasil se encontrava em um momento de perdas de reservas internacionais e de ataques especulativos decorrentes de sua situação macroeconômica. As notas técnicas do BCB (2003) resumiram essa situação ao divulgarem que a economia brasileira apresentou déficits significativos em sua conta-corrente desde meados da década de 1990, além de conterem argumentos pró-políticas de intervenção cambial.

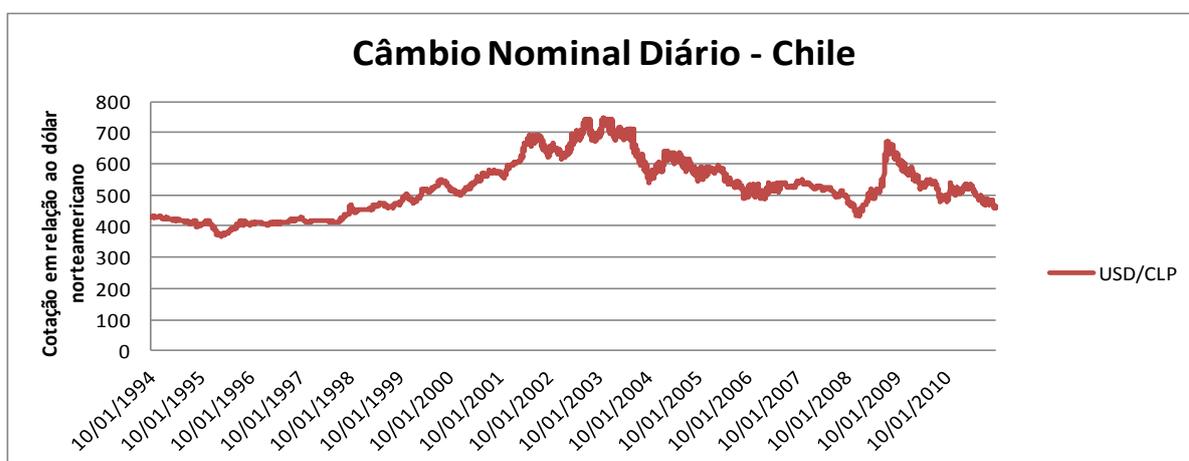
O Brasil passou a adotar, então, a política de metas de inflação. Entre 2001 e 2002, o Brasil passou a enfrentar novos ataques especulativos, apresentados no trabalho de Farhi (2001), suscitados especialmente pelos seguintes fenômenos: Bolha dos “.com”, crises da Turquia e da Argentina, crise energética interna, cenário externo desfavorável em relação ao crescimento, ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. No entanto, apesar de 2002 ter apresentado nova aversão dos agentes ao risco, a desvalorização do Real veio acompanhada pela modificação da balança comercial do país, ao adquirir caráter superavitário.

Retomando a questão dos ciclos de liquidez, tem-se um novo ciclo de otimismo iniciado em 2003. Foi caracterizado como um período de alta, conforme afirmaram Prates, Cunha e Lélis (2008) que se estendeu até o ano de 2007. Essa retomada da liquidez atraiu fluxos para o Brasil, o que foi o ponto de partida para a valorização cambial, somada à alta do preço das *commodities* em um cenário favorável de comércio internacional. A partir de 2004,

o governo passou a intervir mais nos mercados de câmbio e especialmente sobre as reservas internacionais (Prates, Cunha e Lélis, 2008).

A partir de 2008, o Brasil foi afetado pela crise financeira internacional com retorno da desvalorização cambial, ocasionada principalmente pelo período de interrupção dos fluxos internacionais. No entanto, devido ao fato de apresentar as mais altas taxas de juros do mundo, o país foi destino das ações dos agentes em busca de valorização de seu capital. Isso resultou em impactos mais brandos da crise se comparados a outros países, sobretudo em desenvolvimento.

Gráfico 6 : Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Peso Chileno/US\$



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

Desde meados da década de 1980, o Chile adotou o regime de bandas cambiais, no entanto, para o caso do período de análise, as bandas cambiais tinham um objetivo específico:

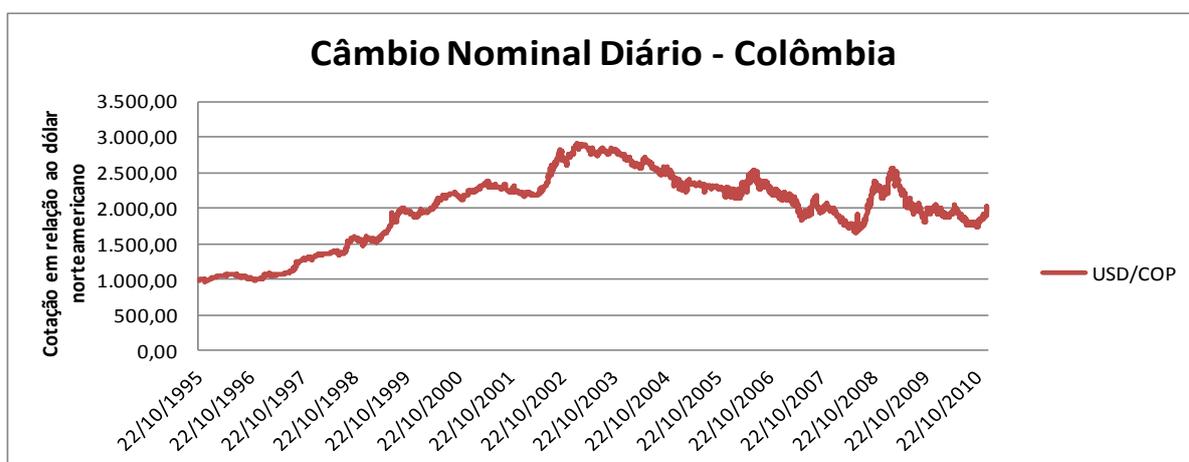
“(…) no início dos anos 90, com o forte influxo de capitais para a economia chilena, a meta de taxa de câmbio real se tornou mais difícil de ser obtida e foi alterada para um alvo de déficit de transações correntes sustentáveis.” (Cunha e Gala, 2009, p.41).

A intervenção do Banco Central chileno foi fundamental para controlar a entrada de fluxos internacionais no país e as pressões para a valorização da taxa de câmbio, conforme apontaram Cunha e Gala (2009), de modo que é possível verificar no gráfico um período de relativa estabilidade até 1998, momento em que o intervalo das bandas cambiais foi reduzido, muito em decorrência dos efeitos da Crise Asiática.

O regime de bandas cambiais foi substituído pela flutuação em 1999 em concomitância a uma política de metas de inflação. O pico da desvalorização chilena se deu em 2001, em razão de um cenário internacional marcado pela incerteza, pelos efeitos da crise

da Argetina e especialmente pela queda dos preços do cobre, produto exportado pelo país e de expressiva importância, conforme apresentou o estudo do Banco Central brasileiro (BCB, 2003). Até o período da crise internacional de 2008, a moeda chilena verificou um período de considerável valorização, puxado, sobremaneira, pelas *commodities* e pelos tratados de livre comércio que atraíram investimentos externos. O advento da crise global fez cessar grande parte desses investimentos, causando novo pico de desvalorização da moeda chilena. Mas que, aos poucos, apresenta recuperação.

Gráfico 7 : Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Peso Colombiano/US\$



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

Os dados obtidos através do Banco Central colombiano (Banco de La Republica) remetem a um “regime de flexibilidade cambial” do Peso Colombiano, cujos limites de intervenção estipulados pela instituição visam os seguintes objetivos:

- Manter um nível adequado de reservas internacionais que reduzam a vulnerabilidade da economia frente a choques externos, tanto de conta corrente como de capital;
- Limitar a volatilidade excessiva da taxa de câmbio no curto prazo;
- Moderar apreciações ou depreciações excessivas que ponham em perigo o êxito das metas de inflação futuras, e a estabilidade externa e financeira da economia.

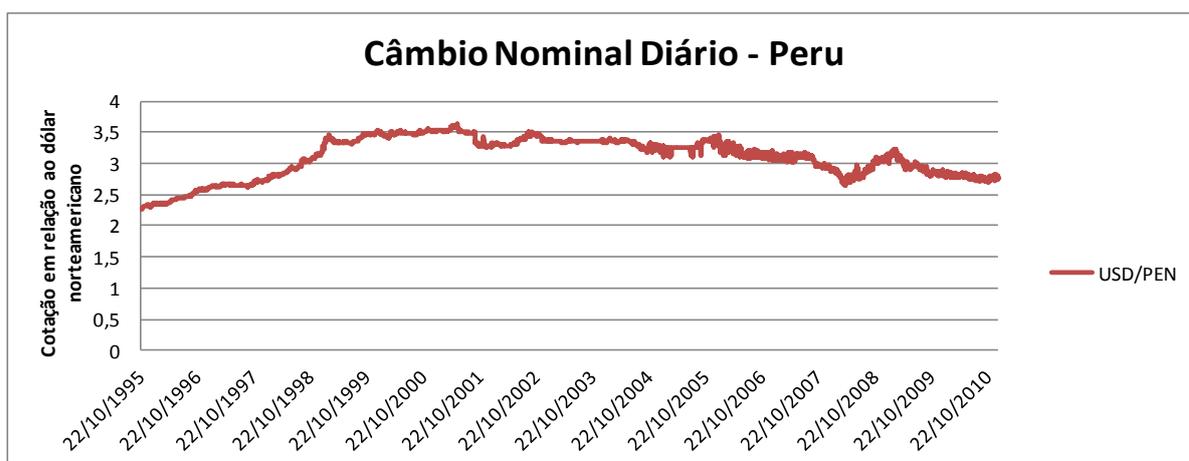
A partir de abril de 1999, o regime de bandas cambiais do peso colombiano passou a ser ineficaz, uma vez que o desemprego alcançou índices expressivos e as reformas estruturais não foram colocadas em prática. Ademais, a liquidez internacional decresceu. Dessa forma, houve alteração para o regime de flutuação apoiado nas metas para a inflação.

“O regime colombiano de metas para a inflação foi implementado em setembro de 1999, porém algumas características desse regime já se faziam presentes desde o final da primeira metade dos anos 90, como algum grau de independência do Banco Central e o anúncio de metas quantitativas para a taxa de inflação. No entanto, a persistência de problemas de dominância fiscal e a presença de uma âncora cambial inviabilizavam o pleno comprometimento da autoridade monetária com o regime de metas de inflação que se tentava colocar em prática. (...) O regime de câmbio flutuante, adotado em setembro de 1999, acrescentou consistência e transparência à política monetária de metas de inflação.” (Baduy Pinto e Vieira, 2008, p. 74)

Entre 1999 e 2004, o câmbio pode ser considerado de flutuação independente, ou seja, com baixa intervenção do Banco Central. Em 2003 e 2004, houve episódios de atuação institucional: em 2003, constata-se depreciação da moeda, como consequência da crise na Venezuela, a qual afetou fortemente as exportações colombianas. Em 2004, a valorização se deveu principalmente ao aumento das exportações e ao aumento dos investimentos externos diretos com o retorno das perspectivas positivas acerca das *commodities*. A intervenção nesse ano foi através da compra de dólares, já que houve grande entrada de capitais de curto prazo após o período de apreciação, conforme dados do Banco de La Republica.

Até 2010, a moeda colombiana oscilou com picos de valorização e desvalorização, sobretudo no período da crise internacional.

Gráfico 8 : Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Novo Sol/US\$



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

De todas as séries de taxa de câmbio, a peruana foi a que se manteve mais constante, embora consideravelmente desvalorizada, de maneira geral.

Os anos 1990 foram marcados pelo ajuste que uniu valorização real do câmbio e abertura econômica, a fim de controlar a inflação. O regime de metas de inflação peruana foi adotado em 1994. Resultados de depreciação foram verificados especialmente entre 1997-1999, com reversão a partir da década de 2000, quando a taxa de câmbio passou a apresentar maior estabilidade. Em 2002, adotou-se a flutuação, que passou a ser administrada e não mais independente.

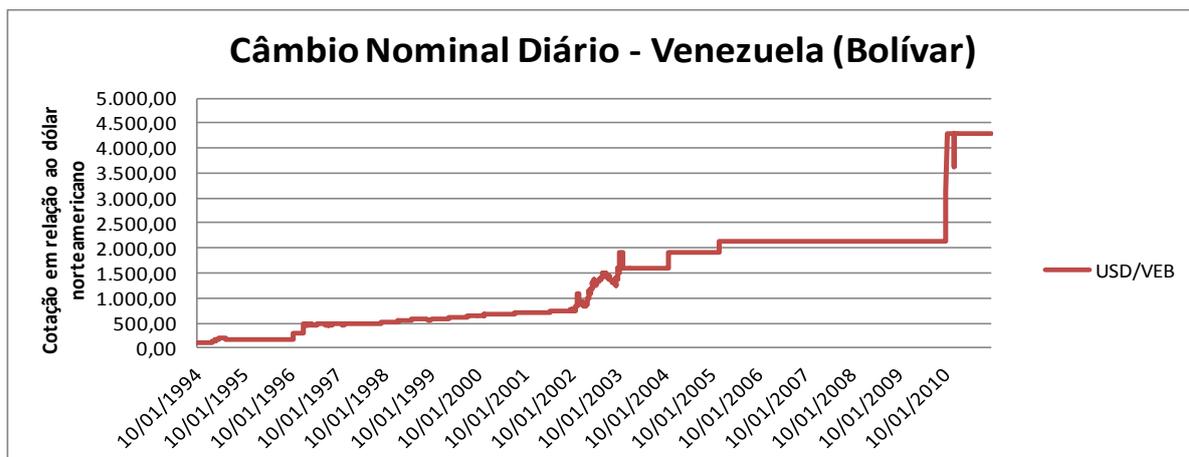
Como o Peru baseia sua economia majoritariamente em *commodities*, especialmente minérios, sua dependência em relação ao mercado externo é significativa.

“Em virtude do contágio das crises ocorridas ao final da década de 1990, a moeda peruana sofre relativa depreciação nos anos 1997-1999. Após 2000 a taxa de câmbio novo sol/dólar manteve-se praticamente estável, enquanto as exportações registraram forte crescimento ao longo da década. O crescimento das exportações peruanas deu-se especialmente devido à substancial melhora dos preços internacionais dos produtos tradicionalmente exportados pelo Peru (*commodities*), apesar de, em menor medida, os volumes exportados também terem crescido” (Silva Barros e Hitner, 2010, p.160)

É importante ressaltar o Tratado de Livre Comércio entre os EUA e o Peru, travado em 2006, o que visava facilitar as exportações e, para que esse objetivo fosse alcançado, era imprescindível que o câmbio permanecesse desvalorizado.

Em decorrência dessa parceria, os efeitos sentidos pelo país advindos da crise internacional foram mais severos do que nos demais países analisados. Portanto, especialmente no ano de 2009, a dedicação do governo foi no sentido de intervir de maneira anti-cíclica, sobrepujando até mesmo as políticas prioritárias do governo, tais como o controle inflacionário e os cortes no gasto público para controle de déficits (Silva Barros e Hitner, 2010).

Gráfico 9: Taxa de câmbio nominal bilateral diária – Bolívar Venezuelano/US\$



Fonte: OANDA. Elaboração própria.

A década de 1990 se iniciou na Venezuela com a adoção do regime de flutuação controlada pelo Banco Central Venezuelano. A partir de 1996, o regime de bandas cambiais foi instituído. O câmbio venezuelano foi afetado pela crise do petróleo no final da década de 1990, o que deveria apenas valorizar sua moeda. No entanto, segundo os dados do Banco Central de Venezuela, o peso do petróleo é de um quarto do PIB do país, o que afeta diretamente na totalidade dos preços do país. Além disso, em 2002, deflagrou-se uma crise política além da econômica, que modificou o cenário de crescimento experimentado nos anos anteriores.

“Até 2002, há um controle do câmbio que admite pequena valorização em bandas cambiais: em 2002, câmbio flutuante com forte desvalorização do bolívar; a partir de 2003, câmbio fixo, com maior rigidez no controle de capitais estrangeiros. Em 2010, o regime cambial da Venezuela foi alterado, sendo adotado um câmbio diferencial, com suas taxas fixas (uma menor, para bens considerados prioritários, e outra maior) e uma taxa flutuante (para pagamento da dívida pública).” (Bondar, 2010, p.16).

Verifica-se, portanto, que por se tratar de um país bastante dependente de sua atividade petrolífera, as políticas cambiais venezuelanas atuam de acordo com os momentos econômicos experimentados por esse setor.

Nos anos posteriores, a Venezuela abandonou as metas de inflação e voltou para o câmbio fixo em 2003. Em 2009, para controlar os efeitos da crise, todo o esforço do governo foi no intuito de controlar a inflação e com a elaboração de um sistema de duas taxas, colocado em vigor na primeira semana do ano seguinte. O ano de 2010 foi encerrado com a

eliminação da taxa preferencial, e a manutenção de uma única taxa fixa, a de 4,30 bolívares por dólar (Schoonor, 2010).

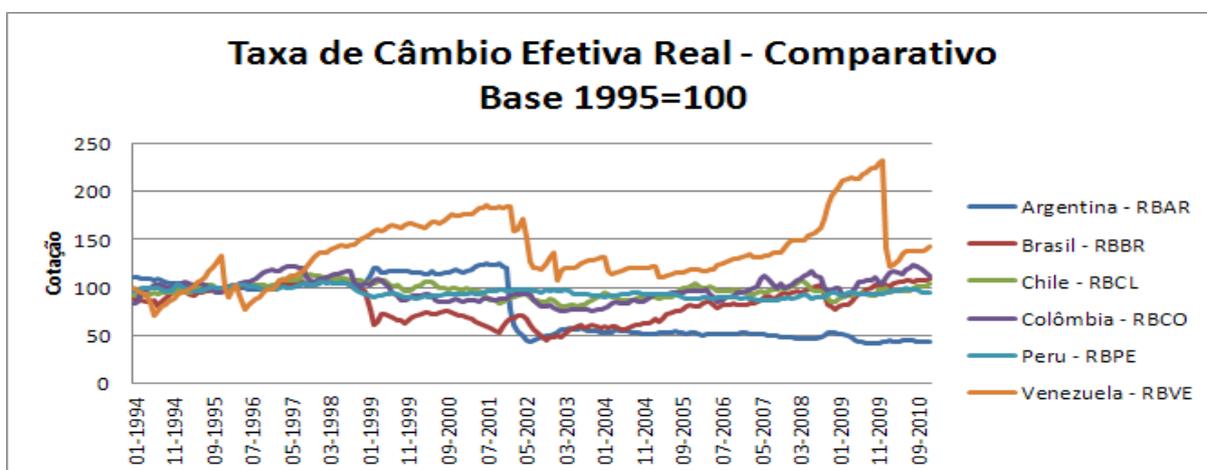
De maneira geral, ao analisar a totalidade, verifica-se que não há estabilidade concreta na trajetória cambial dos países, ocasionada principalmente pelas variações na disponibilidade dos fluxos de capital internacional. Para tal, diferentes medidas foram adotadas pelos países. Há as economias que buscam defender a paridade com o dólar, embora apenas uma permaneça atualmente. Os picos observados nos gráficos também são um sinal da vulnerabilidade dos países, conforme apresentado no capítulo anterior, em termos de choques externos. Observa-se, então que não há um único regime cambial para os países, mas que há experiências com regimes distintos que acompanham as dinâmicas interna e externa de cada uma dessas economias em questão, ainda que existam muitas outras condicionantes que influenciam na análise.

O autor Bruno de Conti (2003) enfatiza a importância dessa variável como esclarecedora de uma atmosfera de incerteza que influi nas expectativas dos agentes, uma vez que em um curto período de tempo há grandes modificações do câmbio do país, o que influencia diretamente as decisões de investimento, especialmente os de longo prazo, e clama cada vez mais por mecanismos de proteção. Isso em todos os países analisados, o que também remete à condição de países periféricos suscetíveis ao efeito-contágio dos fenômenos dentro do universo periférico, ou à vulnerabilidade de mesma ordem, onde os acontecimentos nos países centrais levam à fuga da instabilidade e ao abandono em primeira instância das moedas ditas mais fracas, conforme apresentou De Conti (2011).

4.2.2 Taxas de câmbio efetivas

Esse tipo de câmbio considera não apenas a inflação no período, fator essencial para a análise de longo prazo, mas também se baseia na comparação com uma cesta de moedas com considerável representatividade internacional, e não somente em relação ao dólar norteamericano, como apresentado anteriormente. É válido ressaltar que os dados apresentados são mensais para cada ano.

Gráfico 10: Taxa de câmbio efetiva real – Comparativo dos países



Fonte: BIS. Elaboração própria.

A análise do câmbio real reforça as constatações da análise nominal. A trajetória dos regimes cambiais não apresentou constância, mas oscilou bastante no período. O Peru foi o país que apresentou a maior estabilidade em sua trajetória cambial em comparação aos demais. O Chile também não apresentou as maiores variações, mas, diferentemente do Peru, teve maiores índices de valorização. O Brasil e a Argentina apresentaram os maiores índices de valorização do câmbio dentre todos os países. A Venezuela, mesmo com a adoção do câmbio fixo, apresentou os maiores picos de desvalorização. Momentos de variação de 50% para mais ou para menos puderam ser verificados, o que comprova as oscilações em comparação à base. O Brasil e a Colômbia podem ser destaque em termos de oscilação no intervalo de tempo. É importante verificar que o comportamento do câmbio da Venezuela distorce o gráfico no geral, como se a variação do câmbio dos demais países fosse menos significativa.

O comportamento da taxa real efetiva do câmbio dos países reflete também a preocupação com a questão da inflação apresentada no capítulo anterior, especialmente nos momentos de crise. Nesse caso, houve, além de choques externos, decorrentes, em muitos casos, das variações nos juros internacionais, também ocorreram variações de preços domésticos nesses países.

4.3 Considerações finais

Acerca dos regimes cambiais em sua essência, têm-se basicamente dois tipos nos quais estão inseridos os seis países-foco: os regimes de administração cambial – até o extremo do câmbio fixo, e os regimes de flutuação que, foi possível verificar, também trabalham com algum tipo de intervenção e, ao contrário do primeiro tipo, oscilam mais fortemente e podem apresentar variações expressivas.

Em todos os gráficos é possível constatar desvalorizações, especialmente ao final dos anos 1990 e o início dos anos 2000. Tal comportamento confirma os efeitos sofridos pelas economias analisadas devido à conjuntura internacional, principalmente nos períodos de crise apontados no capítulo anterior e de interrupção dos fluxos de capitais externos, ainda que esse cenário não ocorra de maneira sincronizada entre os países.

Nos anos 1990, os países periféricos foram alvo das iniciativas internacionais de liberalização econômica. No fim dessa década, a situação geral é de déficit na balança comercial, em decorrência da desregulamentação da economia e da abertura unilateral dos mercados, como fatores principais. Nos casos do Brasil e da Argentina, por exemplo, esse contexto foi tratado com um regime de câmbio que buscava atrelar a moeda doméstica ao dólar. No entanto, a similaridade de adoção cambial não teve a mesma durabilidade e nem foi seguida pelas mesmas medidas.

Conforme apresentado no capítulo anterior, os ciclos de liquidez foram retomados a partir da década seguinte, impulsionados principalmente pela redução dos juros nos EUA somada ao ciclo de preços das *commodities* reverteram o cenário observado nos anos 1990. Como esses países têm nas *commodities* grande parte de sua dinâmica econômica, observou-se uma melhora nas balanças comerciais.

O último ciclo de liquidez apresentado por Akyüz (2011) perdura até 2008, quando, os efeitos da crise internacional foram notados em todos os países, os quais viram nas políticas econômicas um mecanismo de controle. Mesmo que alguns países tenham sido afetados em menor grau se comparado a outros – especialmente aqueles que dependem diretamente da demanda externa, sobretudo em relação às *commodities* –, todos eles dependem dos investimentos externos para a dinâmica da economia.

Assim, de maneira geral, os regimes cambiais dos países da América do Sul, além de divergirem entre si, também sofreram consideráveis alterações no período de análise. Alguns variaram entre o fixo e o flutuante, outros atuaram dando mais foco ao controle inflacionário. A Venezuela é o único país que ainda adota a paridade em relação ao dólar norte-americano, embora durante o período também tenha praticado a flutuação. O Peru, embora com

recorrente desvalorização de sua moeda, apresentou a trajetória mais constante dentro da análise. O Brasil, o Chile e a Colômbia apresentaram trajetórias bastante oscilantes, compostas por vales e picos. E a Argentina, após o fim de seu regime de paridade, viu sua moeda alcançar níveis críticos de desvalorização. A partir desses dados, conclui-se que a região não caminhou conjuntamente em termos de adoção dos regimes cambiais, tampouco em termos de níveis e formas de intervenção.

5 CONCLUSÕES

A adoção de um regime cambial não é mais uma escolha dual nos dias de hoje. Não são dois extremos imutáveis que contrapõem a intervenção completa e a flutuação livre das taxas de câmbio. O desenvolvimento de regimes intermediários foi essencial para amenizar, em certo grau, as complexidades da economia moderna e especialmente, das relações centro-periferia. Contudo, o câmbio não é uma variável que atua sozinha, mas é reflexo das interações com divisas de outros países, ou seja, os países não são capazes de controlar a taxa de câmbio baseados apenas em suas vontades, mas estão sujeitos à conjuntura internacional

Primeiramente, as séries históricas de bases de dados de câmbio nominal e efetivo real somadas aos argumentos teóricos buscaram comprovar que Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela são classificados como países em desenvolvimento. E, a partir dessas séries, é possível confrontar os comportamentos cambiais específicos dessa classe de países. A fragilidade não só de suas moedas, mas de suas políticas econômicas advêm das especificidades de cada país, somadas ao caráter periférico dessas economias. Dessa forma, a preocupação com o planejamento das políticas econômicas deve abranger a capacidade de superar dificuldades ou tão somente amenizá-las, uma vez que nem todas as adversidades são solucionáveis domesticamente, especialmente em termos de periferia.

Tem-se na análise dos gráficos nominais, a ocorrência de momentos diferentes de política cambial dos países, tais como adoção da paridade fixa em relação ao dólar, momentos de considerável desvalorização e a oscilação da cotação das moedas nacionais.

Os regimes cambiais apresentam variação em grande medida em decorrência dos choques externos ocasionados pelos fluxos estrangeiros de capital, cuja volatilidade talvez seja a característica mais marcante. As moedas dos países periféricos analisados não desempenham papel internacional significativo e, portanto, a demanda por elas está sujeita ao comportamento dos agentes e ao cenário externo, o que afeta diretamente a necessidade de liquidez. O que sugere a ocorrência das assimetrias, ciclos de liquidez, posição inferior na hierarquia do Sistema Monetário e Financeiro Internacional como aspectos gerais e, mais especificamente, do “*original sin*”, todos abordados no capítulo 1. Além dos fatores externos, as variações também se devem aos fatores domésticos,

principalmente os déficits em transações correntes decorrentes da forma inadequada de inserção dos países periféricos no SMFI, qual seja, a de ausência de estruturas e de mercados financeiros consolidados. Então, quando há reversão de ciclo, esses países não são capazes de manter as âncoras cambiais que foram inicialmente adotadas para estabilização da economia.

“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.” (De Conti, 2011, p.190).

Uma vez que as moedas periféricas não possuem papel de destaque nas transações internacionais, o regime de câmbio desses países acaba por ter de se adequar em maior ou menor grau à necessidade de fluxos de capital externos. É pontualmente em decorrência dessa variação da disponibilidade de recursos que a teoria e a prática do câmbio divergem entre si. Situações externas adversas podem pressionar para que haja intervenção no câmbio, ainda que inicialmente a flutuação fosse vista como a melhor diretriz a ser seguida. E mesmo que esses países estejam enquadrados na periferia, é quase desnecessário mencionar que o comportamento dos agentes econômicos difere em relação a cada uma dessas economias e de suas respectivas moedas. Isso significa que, em grande medida, o comportamento dos agentes busca a possibilidade mais evidente de rentabilidade de seu capital, ainda que transpasse fronteiras, característica principal mundo globalizado. Para cada país há uma atmosfera de confiança (ou desconfiança) e de expectativas por parte desses agentes.

Soma-se a essas observações a constatação da ocorrência do “medo de flutuar”, abordado enfaticamente. Na seção de análise das crises, foi possível perceber que mesmo em momento de regime flutuante, a intervenção das autoridades foi necessária para contornar possíveis recessões ou situações adversas.

Vê-se, portanto, que os países periféricos estão submetidos aos fenômenos que escancaram seu caráter de dependência. Não apenas a relação centro-periferia é

abraçada aqui, mas a relação interna de cada país no tocante à escolha de suas políticas econômicas e na relação com demais economias periféricas, especialmente quando há intenção de integração regional. No caso dos países do estudo, a possibilidade de integração da América do Sul é de significativa importância para o fortalecimento da região internacionalmente e vai além dos avanços que foram atingidos com a formação do MERCOSUL.

Ao verificar o gráfico do câmbio efetivo real, talvez haja a ilusão de que houve convergência nas trajetórias cambiais, sobretudo em relação aos últimos anos do período. Porém, isso se deve à utilização de um ano base. Na realidade, e os gráficos nominais comprovam, os países não apresentaram convergência em seus regimes cambiais, ainda que existissem momentos em que a intervenção governamental fez-se necessária, nem sempre ela foi similar entre os países. Também sobre a intervenção, todas as medidas por parte das instituições devem trazer consigo cada vez mais a consciência não só de atuarem em momentos de instabilidade do câmbio, mas também na ação sobre o grau abertura comercial e financeira, capaz de controlar os fluxos e, até certo ponto, a ocorrência de ataques especulativos. Para tal, a manutenção de reservas cambiais é imprescindível. E, a partir da intenção de oferecer possibilidade mais permanente de retorno às perspectivas dos agentes externos através desses mecanismos de controle, é possível que a escolha das políticas os torne aliados e mais ativos nessas economias.

Ainda sobre a análise das trajetórias cambiais, foi apresentado durante o estudo a situação macroeconômica dos países em desenvolvimento nos anos 1990, qual seja, a de necessidade de estabilização. Ou seja, na primeira metade dessa década, os regimes cambiais adotados foram similares entre os países, devido ao contexto no qual estavam inseridos. No entanto, no momento posterior, já na segunda metade dessa década, os regimes cambiais passaram a divergir, muito por conta dos episódios de crise apresentados somados aos fatores internos. Sendo assim, o período de estudo compreendeu dois momentos bastante distintos: o primeiro marcado por uma relativa homogeneidade da adoção dos regimes desses países e o segundo, caracterizado pela divergência de regimes, o qual só fez distanciar o objetivo de consolidação da região, não apenas como bloco econômico.

Faz-se necessário avaliar o peso das assimetrias e da hierarquia do Sistema Monetário Internacional que vêm acompanhadas dos fenômenos próprios da fragilidade

inerentes aos países em desenvolvimento. A assimetria monetária, em evidência neste estudo, desencadeia uma assimetria macroeconômica. A partir disso, a busca pelo fortalecimento dessas economias, especialmente através da integração regional passa não só pela escolha adequada dos regimes cambiais, mas pela necessidade de convergência entre eles. Assim, conseqüentemente, pela possibilidade de adquirir maior autonomia de política monetária. Dessa forma, o grupo de países mais consolidado e com políticas mais harmônicas é capaz de caminhar para um nível maior de saúde econômica e, por que não, para um maior nível de desenvolvimento econômico, ao contornar em conjunto as vulnerabilidades características dos países periféricos.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKYUZ, Y. *Capital flows to developing countries in a historical perspective: Will the current boom end with a bust?* Research Paper nº37. Geneva: South Centre, 2011.

ASSIS, M. de. A origem das crises financeiras internacionais: fracos fundamentos ou puro contágio? Uma análise empírica. *Economia Aplicada*, v. 6, p. 463-483, 2002.

AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências. Rio de Janeiro, BNDES, *Texto para Discussão* nº 77, maio, 2000. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-77.pdf>

BADUY PINTO, A. C.; VIEIRA, F. F. *Câmbio flexível e metas de inflação em países selecionados da América Latina: análise de vetores auto-regressivos (VAR)*. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 65-100, jun., 2008.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Argentina: uma crise paradigmática*. Estud. av. [online], vol.16, n.44, pp. 83-96, ISSN 0103-4014, 2002.

BELLUZZO, L. G. M., *A Crise do México e as Forças do Mercado O colapso de 82 e a "encalacrada" de 94 têm em comum a excessiva dependência do financiamento externo*. Artigo publicado no jornal Folha de São Paulo, 1995. Disponível em:
<<http://www.eco.unicamp.br/artigos/belluzzo/artigo20.htm>>

BIANCARELI, A. *A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica*. Artigo apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Campinas – SP, 2008.

BLANCHARD, O., “*Macroeconomia*” 4ª Edição. Pearson Education do Brasil, 2007.

BRAGA, J. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Tavares, M. & Fiori, J.(org) *Poder e Dinheiro: uma política de globalização*. Petrópolis, RJ, 1997.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *O Plano Brady*. In: IstoÉ-Senhor, 22.3, 1989. Disponível em: <<http://bresserpereira.org.br/view.asp?cod=1156>>.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; GONZALEZ, L.; LUCINDA, C. Financial crisis in the 1990s and foreign savings; In: *Globalization and Competition*. Cambridge University Press, Nova York, cap.7. 2009.

BONDAR, C. Unificação monetária no Mercosul: uma aplicação da teoria das áreas monetárias ótimas utilizando a metodologia VAR. Porto Alegre, 2010 – Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/28168/000765920.pdf?sequence=1>>

CALVO, G. A. "*Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*". *Journal of Applied Economics*, 1998.

CALVO, G. A., e REINHART, C. M., "*Fear of Floating*" *The Quarterly Journal Of Economics*, 2002.

CALVO, G. A.; MENDOZA, E. G. *Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold*. *Journal of International Economics*, n. 41, p. 235-264, 1996.

CALVO, G.; REINHART, C. *When capital inflows come to a sudden stop: Consequenses and policy options*. Washington DC: International Monetary Fund, 2000.

CANO, W. *América Latina: notas sobre a crise atual*. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 3 (37), p. 603-621, 2009.

CHANG, R; VELASCO, A. *Financial crises in emerging markets: a canonical model*. Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998 (Working Paper n. 98-1).

CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

CUNHA, P. H. F.; GALA, P. *Do populismo às bandas cambiais: a evolução da política cambial no Chile de 1970 a 1999*. *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 3 (115), pp. 35-53, julho-setembro,2009.

DE CONTI, B. *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Unicamp/ Université de Paris XII. Tese de Doutorado, 2011

EICHENGREEN, B. *A globalização do capital: uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. Institutions and Economic Growth: Europe after World War II. In *N.F.R.Crafts e G.Toniolo (eds), Economic Growth in Europe Since 1945*, Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A. K.; WYPLOSZ, C. *Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks*, *Economic Policy*, Vol. 21 (October), 1995.

EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., PANIZZA, U. *"Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters"*. NBER Working Papers 10036, National Bureau of Economic Research, Inc, 2003.

FARHI, M. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Economia e sociedade**, Campinas, n. 17, p. 55, 2001. Disponível em:
<http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_23_3514479872.pdf>

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o global shadow banking system. *Novos Estudos*. CEBRAP. V. 82, p. 35-55, 2008.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D.M. *Reestruturação do Sistema Financeiro Internacional e Países Periféricos*. *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 2 (86), abril-junho, 2002.

FMI (2011) – “*De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Framework*”. Disponível em
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/a2.pdf>>

FMI (2008) – “*Exchange Rate Regimes*”. Finance & Development. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/03/pdf/basics.pdf>>

FRANKEL, J. A., SCHMUKLER, S. e SERVÉN, L. *Verifiability and the vanishing Intermediate Exchange Rate Regime*, NBER Working Paper 7901. 2000.

FRIEDMAN, Milton. *The case for flexible exchange rates*. In: *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

GALBRAITH, J. K; HALE, T. *Income Distribution and the Information Technology Bubble*. University of Texas Inequality Project Working Paper, 2004.

GOLDSTEIN, M. e TURNER, P. *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Institute for International Economics, Washington, 2004.

GONZALEZ, L. BRESSER-PEREIRA, L.C.; LUCINDA, C. Crises financeiras nos anos 1990 e poupança externa. *Nova Economia* (UFMG), v. 18, p. 313-334, 2009.

HELLEINER, E. *States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994.

KREGEL, J. A., *Derivatives and Global Capital Flows; Applications to Asia*. Levy Economics Institute Working Paper No. 246. 1998.

KRUGMAN, P. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W. Norton Company Limited. ISBN 978-0-393-07101-6, 2009.

KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospects. In: Krugman (1995) *Currencies and crises*. Cambridge: MIT Press, 1995.

KRUGMAN, P. *A model of balance of payments crises*. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 11, n. 3, p. 311-325, 1979.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*. Economy and Society. v29 n°1, 2000.

MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. N. York: Columbia University Press, 1975.

MONTIEL, P.J. *Macroeconomics in Emerging Markets*. Cambridge University Press, 2003.

NOTAS TÉCNICAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília: BCB, n. 34, maio de 2003, p. 1-60. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2003nt34intervmercadocambp.pdf>>

OBSTFELD, M. *The logic of currency crises*. Cahiers Economiques et Monétaires n. 43. Paris: Banque de France, 1994.

OBSFELD, M. *Rational and self-fulfilling balance of payments crises*. American Economic Review, v. 76, p. 72-81, 1986.

OLIVEIRA, M. L.; ANDRADE, A. L., HOLLAND, M. *Regimes cambiais e ajustamento externo na América Latina nos anos 90*. Parte da pesquisa: Fatores Condicionantes da Taxa de Câmbio e Ajustamento Externo na América Latina: Análises Empíricas, Conselho nacional de Desenvolvimento Tecnológico e Científico – CNPq. 2003. Disponível em: <<http://www.ichs.ufop.br/conifes/anais/OGT/ogt0403.htm>>

PRATES, D. M. *As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional*. Revista de Economia Contemporânea n°9, 2005.

PRATES, D. M. *A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP. n. 133, set. 2007.

PRATES, D. M.. ; CUNHA, A. M.; FERREIRA, A. N. Capítulo 7D - *Balço de Pagamentos*. In: *Duilio de Avila Bêrni; Vladimir Lautert. (Org.). Mesoconomia:*

Lições de Contabilidade Social - A Mensuração do Esforço Produtivo da Sociedade.
Porto Alegre - RS: Bookman, 2011.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. A gestão do regime de câmbio flutuantes no Brasil. *Encontro Nacional de Economia*, 36., 2008, Salvador. Disponível em <<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211144430-.pdf>>.

REINHART, C. M., ROGOFF, K. S., SAVASTANO, M. A. “*Debt Intolerance*”.
Brookings Papers on Economic Activity, Washington: Brookings Institution, I:2003.

REINHART, C. & REINHART, V. *Capital flows bonanzas: an encompassing view of the past and present.* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (Working Paper nº 14321), 2008.

SACHS, J.; TRONELL, A.; VELASCO, A. *The Mexican peso crisis: sudden death or death foretold?* Journal of International Economics, n. 41, p.265-283, 1996.

SILVA BARROS, P.; HITNER, V. *A economia política do Peru: da ruptura interrompida aos dilemas contemporâneos.* Revista Oikos, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 143-164, 2010.

SCHNOOR, T. Venezuela desvaloriza moeda e remodela sistema de câmbio. *Valor Online*, São Paulo, 30 dez. 2010. Disponível em <<http://oglobo.globo.com/economia/venezuela-desvaloriza-moeda-remodela-sistema-de-cambio-2903935>>.

UNCTAD GDS 2011, “*Regional Monetary Cooperation And Growth-Enhancing Policies: The New Challenges For Latin America and Caribbean*”, United Nation Publications. Disponível em <http://archive.unctad.org/en/docs/gds20101_en.pdf>

VELASCO, A. *Financial crises and balance of payment crises: a simple model of the Southern Cone experience.* Journal of Development Economics, v. 27, p. 263-83. 1987.

Bases de dados:

BANCO CENTRAL DA ARGENTINA: <www.bcra.gov.ar>

BANCO CENTRAL DO BRASIL: <www.bcb.gov.br>

BANCO CENTRAL DO CHILE: <www.bcentral.cl>

BANCO CENTRAL DA COLÔMBIA: <www.banrep.gov.co>

BANCO CENTRAL DO PERU: <www.bcrp.gob.pe>

BANCO CENTRAL DA VENUELA: <www.bcv.org.ve>

BIS: <www.bis.org>

CEPAL: <www.cepal.org>

FMI: <www.imf.org>

OANDA: <www.oanda.com>

UNCTAD: <www.unctad.org>