



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

A PIRÂMIDE E A ESFINGE: ESTUDO SOBRE A HIERARQUIA DAS DIVISAS, A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA DE PAÍSES PERIFÉRICOS E A VOLATILIDADE DE CÂMBIO E JUROS

Pedro Linhares Rossi

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por **Pedro Linhares Rossi** em 09/10/2008 e orientado pelo Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro.*

CPG, 09/10/2008

A handwritten signature in blue ink that reads "Ricardo Carneiro". The signature is written in a cursive style and is positioned above a horizontal line.

Campinas, 2008

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

| | |
|-------|--|
| R735p | Rossi, Pedro Linhares. A Pirâmide e a Esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros / Pedro Linhares Rossi - Campinas, SP: [s.n.], 2008. Orientador : Ricardo de Medeiros Carneiro. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. 1. Moeda. 2. Hierarquias. 3. Cambio – Taxas. 4. Taxa de juros. I. Carneiro, Ricardo. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título. |
| | 08-045-BIE |

Título em Inglês: The Pyramid and the Sphinx: a study on currency hierarchy, financial integration of peripheral countries and the volatility of exchange and interest rates.

Keywords: Money, Hierarchy, Exchange rate, interest rate.

Área de concentração:

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas.

Banca examinadora: Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro.
Prof. Dra. Maria Cristina Penido de Freitas.
Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates.

Data da defesa: 09/10/2008

Programa de Pós-Graduação: Economia.

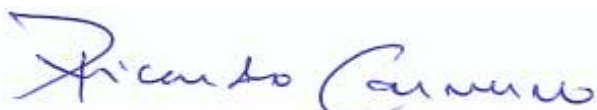
Dissertação de Mestrado

Aluno: PEDRO LINHARES ROSSI

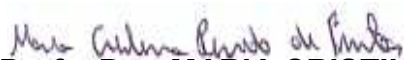
"A Pirâmide e a Esfinge: Estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros"

Defendida em 09 / 10 / 2008

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. RICARDO DE MEDEIROS CARNEIRO
Orientador – IE / UNICAMP



Profa. Dra. MARIA CRISTINA PENIDO DE FREITAS
FUNDAP



Profa. Dra. DANIELA MAGALHÃES PRATES
IE/UNICAMP

*Aos meus pais,
Marília e Alexandre,
por me fazerem feliz e capaz.*

AGRADECIMENTOS

Começo por agradecer ao meu orientador Prof. Ricardo Carneiro que contribuiu de forma fundamental não somente para esse trabalho como também para minha formação como economista, me trouxe novas idéias, organizou minhas velhas idéias, tentou solucionar minhas confusões e apontou caminhos por onde seguir.

Agradeço também aos professores com os quais tive contato no Instituto de Economia da UNICAMP, e que, direta ou indiretamente, contribuíram para esse trabalho. Em especial os professores Daniela Prates, Maria Cristina Penido, Pedro Paulo Bastos, André Biancareli, Wilson Cano, Plínio de Arruda Sampaio, José Carlos Braga, Antonio Carlos Macedo, Julio Gomes de Almeida, David Dequech, Rodolfo Hoffmann, Emerson Marçal e Mariano Laplane.

Agradeço a Bruno De Conti pela leitura atenta dessa dissertação e a Rodrigo Orair pelas valiosas conversas ao longo do processo de elaboração da dissertação. Sou grato aos amigos Marco Antonio da Rocha, Lucas Teixeira, Gustavo Aggio e Fabrício Pitombo. E, obrigado aos companheiros de república; Gabriel, Niema, Adrian, Rodrigo, e Juan Osvaldo, pessoas cuja sorte de conhecer, eu devo agradecer à vida.

Resumo

Essa dissertação é constituída de um ensaio teórico e um estudo empírico tendo como tema os efeitos da inserção financeira internacional sobre a volatilidade de variáveis macroeconômicas como as taxas de câmbio e juros nos países periféricos. No plano teórico, desenvolvido no primeiro capítulo, partimos de uma teoria qualitativa da moeda para caracterização de dois espaços monetários; um espaço doméstico, onde o Estado nacional atua como regulador, e uma esfera internacional, onde outros fatores determinam a aceitação das moedas. Dessa forma, são caracterizadas duas estruturas de hierarquia monetária que interagem através das trocas de ativos financeiros entre residentes e não-residentes. A hipótese que permeia a análise é que a exposição de países de moeda fraca à livre negociação de divisas traz como consequência grandes variações das taxas de câmbio e de juros.

Na parte empírica de nosso trabalho, desenvolvida no segundo capítulo, tentamos avaliar a relação entre o padrão de integração financeira e a volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Em um primeiro momento, faremos uma análise da intensidade e da qualidade da integração financeira de oito países, quatro latino-americanos; Argentina, Brasil, Chile e México, e quatro asiáticos; Coréia, Índia, Indonésia e Malásia. E, através de medidas estatísticas aplicadas aos fluxos e estoques de ativos financeiros, faremos uma tipologia dos padrões de integração financeira desses países entre 1990 e 2006. Em seguida, trabalharemos a hipótese de que a volatilidade das variáveis macroeconômicas desses países está associada ao padrão de inserção financeira. Ou seja, verificaremos se nos países com um pior padrão de integração financeira existe uma maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Uma vez confirmada essa hipótese, analisaremos uma implicação direta dessa discussão que se refere ao grau de autonomia de política monetária.

Nesse sentido, três questões centrais serão colocadas nesse trabalho. São elas: a hierarquia de moedas, o perfil de integração financeira e a volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Essas três questões estão ligadas em torno de um problema central que, a nosso ver, está associado a uma característica monetária do subdesenvolvimento. A raiz desse problema está na hierarquia das

divisas internacionais, os fluxos de capitais financeiros internacionais formam seu canal de transmissão, e o efeito desse problema é a volatilidade das variáveis macroeconômicas como câmbio e juros.

Abstract

This dissertation consists of a theoretical analysis and an empirical study on the effects of international financial integration on the volatility of macroeconomic variables, such as exchange rates and interest rates in peripheral countries. In the proposed theoretical approach, which is developed in the first chapter, the analysis starts with a qualitative theory of money to characterize two monetary spaces: a domestic space, where the National State rules over the acceptance of money, and an international space, where other factors determine the use of money. Thus, two hierarchical monetary structures are characterized, and they interact through trading of financial assets between residents and non-residents. The hypothesis that permeates the analysis is that the exposure of weak currency countries to free trading of currencies brings, as a consequence, great volatility in exchange rates and interest rates.

In the empirical part of our work, which is developed in the second chapter, we try to evaluate the relationship between the type of financial integration and the volatility of exchange and interest rates. First, we make an analysis of the intensity and the quality of financial integration of eight countries, four Latin American; Argentina, Brazil, Chile and Mexico, and four Asians; Korea, India, Indonesia and Malaysia. And, through statistics measures applied to stocks and flows of financial assets, we make a typology of financial integration patterns of these countries between 1990 and 2006. Then, we verify the hypothesis that the volatility of macroeconomic variables of these countries is associated with the kinds of financial integration. In other words, the work pursuit to check whether in countries with worse financial integration pattern the volatility of exchange and interest rates is greater. Once confirmed this hypothesis, we review a direct implication of this discussion that regards the degree of monetary policy autonomy.

Three key issues will be put in this work; the hierarchy of currencies, the financial integration pattern and the volatility of both exchange and interest rates. These three issues are connected around a central problem that, in our view, is associated to a monetary characteristic of underdevelopment. The root of this problem is the hierarchy of international currencies, financial capital flows are its channel of transmission, and the effect of this problem is the volatility of macroeconomic variables such as exchange and interest rates.

ÍNDICE

Parte teórica

Capítulo I: A Pirâmide e a Esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas e a conversibilidade da moeda.....2

I.1 Pirâmide da moeda.....3

I.1.1 Sobre o conceito de moeda

I.1.2 Composição da pirâmide da moeda

I.1.3 Conversibilidade na pirâmide da moeda

I.1.4 Visão dinâmica da pirâmide da moeda

I.1.5 Três fatores de sustentação da pirâmide da moeda

I.2 A pirâmide das divisas.....12

I.2.1 Sobre o conceito de divisa

I.2.2 Composição da pirâmide da divisa

I.2.2.1 Divisa-chave e divisas conversíveis

I.2.2.2 As pseudo-divisas

I.2.3 Visão dinâmica da pirâmide das divisas

I.3 A conversibilidade da moeda e o debate brasileiro.....18

I.4 A Esfinge.....21

Parte empírica

Capítulo II: Padrões de integração financeira de países periféricos, volatilidade e autonomia de política monetária.....26

II.1 Padrões de integração financeira em países periféricos.....27

| | | |
|-------------|--|-----------|
| II.1.1 | <i>Notas metodológicas</i> | |
| II.1.2 | <i>Intensidade da integração financeira</i> | |
| II.1.2.1 | <i>As medidas</i> | |
| II.1.2.2 | <i>Os resultados obtidos</i> | |
| II.1.3 | <i>Qualidade da integração financeira</i> | |
| II.1.3.1 | <i>A literatura</i> | |
| II.1.3.2 | <i>As medidas</i> | |
| II.1.3.3 | <i>Os resultados</i> | |
| II.1.3.3.i | <i>Características gerais dos fluxos financeiros</i> | |
| II.1.3.3.ii | <i>Definição do padrão de qualidade da integração financeira de países periféricos</i> | |
| II.1.3 | <i>Classificação dos países segundo padrões de integração financeira</i> | |
| II.2 | <i>Integração financeira e volatilidade das taxas de câmbio e juros</i> | 49 |
| II.2.1 | <i>Relação entre fluxos de capitais, câmbio e juros</i> | |
| II.2.2 | <i>Medidas de volatilidade aplicadas a câmbio e juros</i> | |
| II.2.3 | <i>Volatilidade de câmbio, juros e reservas</i> | |
| II.2.4 | <i>Padrão de integração financeira e volatilidade das taxas de câmbio e juros</i> | |
| II.3 | <i>Padrão de integração financeira e autonomia de política monetária</i> | 56 |
| | Considerações finais | 61 |
| | Anexo | 64 |
| | Referências bibliográficas | 71 |

Parte Teórica

CAPÍTULO I

A Pirâmide e a Esfinge: Estudo sobre a hierarquia das divisas e a conversibilidade da moeda

Nosso propósito neste capítulo é avaliar, em perspectiva teórica, algumas das conseqüências monetárias de mudanças normativas associadas à abertura financeira. Para isso, trataremos de duas dimensões da moeda: a dimensão doméstica e a dimensão internacional, ou seja, a análise teórica proposta pretende desenvolver uma abordagem centrada na separação entre dois espaços de atuação das moedas nacionais. Essas duas esferas de atuação das moedas nacionais têm hierarquias representadas pelas pirâmides da moeda e das divisas. A pirâmide da moeda está sujeita à regulação do Estado enquanto no plano internacional a moeda está despida desse tipo de regulação.

Essa separação possibilita, de um ponto de vista analítico, aprofundar o estudo dos efeitos da abertura financeira sobre as funções da moeda nacional no plano interno e sua atuação no plano internacional. Nesse contexto, argumenta-se que as medidas que regulamentam o sistema monetário doméstico devem levar em conta a posição da moeda nacional na hierarquia das divisas no plano internacional. Ou ainda, em países de moeda fraca, a livre negociação de divisas pode representar um canal por onde a preferência pela liquidez se manifesta através de fuga de capital rumo às divisas de maior aceitação.

Nas duas primeiras seções discutiremos a hierarquia da moeda nesses dois planos, distinguindo os conceitos de *moeda* e *divisa*. Na seção seguinte, trataremos do conceito de conversibilidade da moeda e do debate brasileiro sobre o assunto, e por último faremos uma análise dos efeitos da abertura financeira sobre as duas dimensões da hierarquia da moeda.

I.1 A Pirâmide da moeda

I.1.1 Sobre o conceito de moeda

A seguinte citação da *Teoria Geral* de Keynes aponta a diversidade de formas como podemos definir moeda:

“Without disturbance to this definition, we can draw the line between ‘money’ and ‘debts’ at whatever point is most convenient for handling a particular problem. For example, we can treat as money any command over general purchasing power which the owner has not parted with for a period in excess of three months, and as debt what cannot be recovered for a longer period than this; or we can substitute for “three months” one month or three days or three hours or any other period; or we can exclude from money whatever is not legal tender on the spot. It is often convenient in practice to include in money time-deposits with banks and, occasionally, even such instruments as (e.g.) treasury bills. As a rule, I shall, as in my *Treatise on Money*, assume that money is coextensive with bank deposits.” (KEYNES, 1991: 167, *grifo nosso*).

Para o objeto de nosso estudo, convém analisar o conceito de moeda como crédito ou promessa de pagamento. Esse conceito de moeda é discutido com diferentes ênfases na literatura econômica por vários autores, entre eles Minsky (1986), Wray (2004), Foley (1992), Aglietta (1998), Bell (2001) e Innes (2004)¹. Segundo Minsky (1986), a moeda pode ser criada por qualquer agente econômico. Essa concepção considera a moeda como uma operação de balanço e ilustra a forma como a moeda é criada no âmbito privado. Nesse plano, a criação de moeda depende do estabelecimento de um acordo entre o devedor e o credor: *“Money not only arises in the process of financing, but the economy has a number of different types of money: everyone can create money; the problem is to get it accepted.”* (MINSKY, 1986: 228)

A citação acima foi criticada por Bell nos seguintes termos:

“Thought it is certainly true that everyone can create money, it is somewhat misleading to say that the problem is to get money accepted. This is because, based on the notion that the creation of money is a two – sided balance sheet operation, money cannot exist until acceptance has occurred.” (BELL, 2001: 151)

¹ Para Innes a discussão é simples: *“Money, then, is credit and nothing but credit. A’s money is B’s debt to him, and, when B pays his debt, A’s money disappears. This is the whole theory of money.”* (INNES, 2004: 42)

Ou seja, qualquer agente é um potencial criador de moeda, mas a promessa de pagamento só se realiza enquanto moeda quando ela é aceita pela outra parte. Uma vez aceita, essa promessa de pagamento depende de relações de confiança para que ela exerça a função de meio de pagamento. Nesses termos, a moeda pode assumir a forma de uma promessa de pagamento de um agente que foi aceita como dívida por outro agente. Essa moeda pode, ou não, ser aceita por um terceiro agente como um meio de pagamento, e ainda, ela pode deixar de existir como moeda caso o agente emissor da moeda cumpra a sua promessa.

Essa concepção traz consigo a possibilidade de se considerar como moeda inúmeras formas de ativos. Para nosso estudo, consideraremos como moeda aquelas amplamente aceitas pelos agentes, como o papel moeda do Estado e as moedas bancárias². E, chamaremos de *pseudo-moedas* os ativos financeiros líquidos ou contratos de dívidas que resultam de promessas de pagamentos de firmas e famílias.

I.1.2 Composição da pirâmide da moeda

A pirâmide é um símbolo de hierarquia para alguns povos antigos, dentre eles o povo egípcio. Para esse, a base da pirâmide representa a multiplicidade dos fenômenos enquanto o topo refere-se ao mundo dos princípios ou à unidade. Nessa simbologia, é a unidade que ordena e dirige a multiplicidade. Na literatura econômica alguns autores encontraram na pirâmide uma analogia à hierarquia entre as moedas em um determinado espaço econômico, como Brunhoff (1981), Bell (2001), Cohen (2004) e Foley (1992). Assim como as pirâmides de pedra, a pirâmide da moeda é uma construção do homem, ela depende de um ordenamento dado pela escolha dos agentes frente a moedas de qualidades distintas.

Na pirâmide da moeda, Bell (2001) considera as promessas emitidas pelo governo, bancos, firmas e famílias. Essa autora explica que a moeda do Estado ocupa o topo da pirâmide pelo fato dessa instituição ter o poder de cobrar impostos sobre os agentes privados, que passam a ter a necessidade de obter essa moeda para cumprir suas obrigações frente ao Estado. Voltaremos à discussão dos fatores que condicionam a moeda do Estado no topo da pirâmide mais adiante. Por

² Keynes (1971) distingue entre “*money proper*” e “*bank money*”: “*Bank money is simply an acknowledgement of a private debt, expressed in the money of account, which is used by passing from one hand to another, alternatively with money proper, to settle a transaction. We thus have side by side the State money or the money proper and bank money acknowledgements of debt.*” (KEYNES, 1971: 5)

hora, cabe-nos destacar que o Estado determina a unidade de conta em qual serão denominadas todas as outras moedas.

Keynes (1971) chamou de “*money of account*”, a moeda à qual dívidas e preços fazem referência. Para ele, esses preços e dívidas derivam seu caráter da sua relação com uma moeda de conta e só assim podem ser expressos³. Na análise de Keynes (1971), o Estado tem um papel determinante na validação da moeda de conta; é ele que decide qual moeda de conta deve liquidar os contratos. A autoridade do Estado e a confiança dos agentes legitimam a moeda de conta socialmente⁴. Nesse contexto, a introdução da moeda de conta possibilita o surgimento de contratos de dívidas. Logo, abre-se espaço para a moeda bancária que pode ser vista como o reconhecimento de uma dívida privada, expresso em moeda de conta, e que pode ser usada em uma transação alternativamente à moeda do Estado.

Em *The State Theory of Money*, Knapp (1924) faz uma análise minuciosa da natureza das moedas bancárias. Segundo ele, as “notas bancárias”, ou promessas de pagamento dos bancos, são primeiramente um meio de pagamento entre o banco e seus clientes, e em seguida, entre os clientes. A aceitação das moedas bancárias repousa na promessa dos bancos de aceitar o seu próprio meio de pagamento em troca da moeda estatal (KNAPP, 1924:xii). A qualidade dessas promessas depende também do compromisso do Estado em supervisionar a conversibilidade das promessas bancárias. Para esse autor, quando o Estado reconhece as moedas bancárias para o pagamento de impostos, estas passam a fazer parte do sistema monetário estatal⁵. As moedas bancárias têm uma natureza qualitativamente inferior à moeda do Estado e, portanto, estão um nível abaixo na pirâmide da moeda⁶.

³ “*The age of money had succeeded to the age of barter as soon as men had adopted a money account.*” (KEYNES: 1971: 4).

⁴ Para Aglietta, o fato do Estado prover uma moeda de conta já pressupõe uma hierarquia: “*Since the State is the guardian of the unit of account, its political authority imports a hierarchical trust to money.*” (AGLIETTA, 2002:11)

⁵ “*By virtue of this "acceptation," bank-notes become State currency, but only in the wide meaning of the word.*” (KNAPP, 1924: 135)

⁶ Nas situações de corrida bancária fica exposta essa diferença qualitativa. Essa situação representa a preferência dos agentes pela moeda estatal que é o ativo de liquidez instantânea do sistema. Há também casos onde a corrida bancária é acompanhada pela fuga para ativos em outras unidades de conta, como o dólar. Neste caso, fica evidente a importância da confiança dos agentes econômicos para a estruturação da pirâmide da moeda com base na moeda do

As *pseudo-moedas* formam a base da pirâmide. Essas assumem a forma de ativos financeiros líquidos ou contratos de dívidas que são criados via promessas de pagamentos de firmas e famílias. No ato do cumprimento dessas promessas elas serão trocadas por outra promessa de pagamento, como um depósito bancário, ou pela moeda do Estado. Dessa forma, na hierarquia da liquidez essas moedas estão submetidas às relações de conversibilidade frente às moedas superiores da pirâmide. Como veremos, as *pseudo-moedas* assumem importância variada ao longo dos ciclos econômicos⁷.

Portanto, a pirâmide da moeda é formada por três níveis. No topo, está a moeda do Estado, que serve como referência para as demais moedas. Em seguida estão as moedas bancárias, que têm grande liquidez entre os agentes econômicos. E, na base, temos as *pseudo-moedas* que têm sua liquidez limitada e associada à conjuntura econômica. Há uma diferença qualitativa importante que divide a pirâmide da moeda. Na parte superior as moedas são aceitas como meio de pagamento enquanto na parte inferior elas podem efetuar trocas, mas não liquidam a operação⁸. Ou seja, a moeda, que é meio de pagamento, quita a responsabilidade daquele que paga e transfere essa responsabilidade para o emissor da moeda usada, que pode ser um banco ou o Estado. Em outras palavras, a moeda tem como prerrogativa a liquidação de contratos. Já as *pseudo-moedas* que não exercem essa função apenas adiam o pagamento⁹.

Estado, ou seja, a autoridade do Estado, por si só, pode não garantir permanentemente as relações de hierarquia dentro de seu espaço monetário.

⁷ Bell (2001) distingue qualitativamente entre as promessas de pagamento das famílias e das firmas. As primeiras serão menos líquidas do que as promessas das firmas, pois, em princípio, as firmas têm melhores mercados secundários para a revenda de suas promessas.

⁸ Na fronteira divisória estão as moedas bancárias, que têm sua qualidade ancorada em garantias do Estado. Essas garantias podem ser traduzidas na facilidade dos bancos para recompor a sua liquidez junto a financiamentos públicos. Esse canal de relação direta com o Estado é um privilégio que as *pseudo-moedas* não possuem.

⁹ Para Marx, nas relações de crédito, o dinheiro está presente na promessa de pagamento do comprador, mas só entra realmente em circulação na data de pagamento, quando passa das mãos do comprador para o vendedor (MARX, 1971:150). “O dinheiro de crédito decorre diretamente da função do dinheiro de meio de pagamento, circulando certificados das dívidas relativas às mercadorias vendidas, com fim de transferir a outros o direito de pagamento delas. À medida que se amplia o sistema de crédito, desenvolve-se a função de meio de pagamento exercida pelo dinheiro.” (MARX, 1971:154). Nessa linha interpretativa, as *pseudo-moedas* são de certa forma derivadas das moedas do topo da pirâmide.

I.1.3 Conversibilidade na pirâmide da moeda

Nossa pirâmide pressupõe uma ordem de liquidez entre as moedas que determina certa hierarquia. Essa liquidez depende da conversibilidade das moedas inferiores em moedas superiores nos degraus da pirâmide. Quando as famílias e firmas criam uma promessa de pagamento, elas se comprometem a converter essa promessa em moeda do Estado ou dos bancos, como papel moeda ou um depósito bancário. As promessas bancárias serão aceitas enquanto os agentes acreditarem que elas são conversíveis em moeda estatal. E a moeda do Estado, em que deve ser conversível?

“The state’s money promises do not depend on convertibility on anything else.” (BELL, 2001: 159). Sua condição é garantida pelo poder do Estado em impor Leis e cobrar impostos em determinada moeda. Em outros sistemas monetários, como no padrão ouro, essa conversibilidade era necessária já que a moeda do Estado tinha lastro em ouro. Nesse sistema, o ouro ocupava o topo da pirâmide e a moeda do Estado estava logo abaixo, logo, a conversibilidade entre a moeda estatal e o ouro era um elemento garantidor do sistema. Nesse contexto, o Estado tinha o dever de aceitar a sua moeda e trocá-la por ouro. Mas, vale reforçar nosso ponto; *“In a abstract unit of account system, however, the State does not have to pay its liabilities by transferring something else.”* (FOLEY, 1992: 520)¹⁰. Nesse sentido, o que garante a estruturação da pirâmide da moeda não é uma relação de conversibilidade da moeda Estatal com uma moeda estrangeira ou com uma moeda mercadoria, a pirâmide se sustenta sem esse tipo de relação. Logo, a conversibilidade da moeda, em condições ideais, é estritamente a conversibilidade de todas as outras moedas do sistema na moeda estatal e, a conversibilidade dessa última em bens e serviços no mercado nacional, ou seja, sua aceitação enquanto meio de pagamento¹¹.

¹⁰ Nesse sentido, a rigor, a moeda do Estado não precisa ser uma promessa de pagamento, pois o Estado não “promete” pagar nada em troca de sua moeda. Entretanto, existe uma “promessa” ou um “dever” do Estado em fazer com que sua moeda seja aceita como meio de pagamento dentro do território nacional. Outros tipos de passivos do Estado, como títulos públicos, que ocupam lugares de destaque na pirâmide da moeda, devem ser convertidos na moeda do Estado propriamente dita. As *liabilities* a que se referiu Foley, evidentemente, se referem ao papel moeda emitido pelo Estado.

¹¹ Na ausência de determinadas condições a pirâmide da moeda pode ser corroída por processos de substituição monetária. Nesse caso, pode-se tornar necessária a conversibilidade da moeda Estatal em alguma moeda estrangeira como forma de estabelecer certo grau de confiança no sistema monetário estatal. Os fatores de sustentação da pirâmide da moeda serão tratados mais a frente.

Nesse contexto, quando o meio de pagamento é a moeda estatal, o negócio está encerrado. O Estado, emissor da moeda chave do sistema não tem obrigação de dar outro tipo de moeda em troca dessa. Já quando as moedas bancárias são usadas como meio de pagamento, o uso dessas moedas apenas muda a natureza da promessa de pagamento e, portanto, elas não encerram todas as obrigações de um negócio. Como por exemplo, quando uma firma recebe um depósito bancário como pagamento de uma dívida; este depósito representa a promessa de pagamento de um banco. O devedor quita suas obrigações com a firma, mas a firma que recebeu o depósito ainda pode exigir do emissor da moeda que ela retém um cumprimento da promessa de pagamento. Ou seja, ela pode pedir ao banco em questão para trocar este depósito pela quantidade equivalente em moeda do Estado. Nesse sentido, a moeda estatal é a única que encerra todas as obrigações de um negócio¹².

I.1.4 Visão dinâmica da pirâmide da moeda

A conversibilidade das demais moedas da pirâmide na moeda estatal depende, em parte, das expectativas dos agentes. Como essas expectativas não são estáticas, podemos pensar na pirâmide da moeda como uma estrutura em movimento na qual o tamanho da base ante o topo se altera seguindo variações na preferência dos agentes por promessas de pagamentos com maior ou menor liquidez. A criação e destruição de promessas de bancos, firmas e famílias dependem dessa preferência:

“In fact, the liquidity of most privately issued money varies over the cycle. When expectations are high, commercial paper may be nearly as liquid as demand deposits. When expectation falls, commercial paper may suddenly become very illiquid: it will be traded for demand deposits only with a great discount.” (WRAY, 2004: 16)

Nesse sentido, um aumento da preferência pela liquidez, em nossa interpretação, provoca um estreitamento da base da pirâmide, pois torna ilíquidas as moedas mais fracas. Ou seja, a preferência por ativos mais líquidos pode fazer com que firmas e famílias tenham dificuldade de

¹² Knapp (1924) diferencia a “moeda definitiva” da “moeda conversível”: “Money is definitive if, when payment is made in it, the business is completely concluded: first for the payer, secondly for the recipient, and thirdly for the issuer of the money. The payer is no longer under an obligation, the recipient has no further rights either against the payer or against the State, if the State has issued the money. (...) If the payment is made in convertible money, it is true that the recipient has no further claim against the payer, but he still has it against the issuer of the money; he can demand from the issuer the same quantity of definitive money.” (KNAPP, 1924: 102-103)

emitir novas promessas de pagamento. Logo, enquanto nos momentos de expansão da liquidez ocorre uma proliferação das *pseudo-moedas*, ou alarga-se a base da pirâmide, na crise ocorre uma reestruturação da pirâmide da moeda. Como em um processo darwinista, as moedas mais fracas desaparecem (ficam inconversíveis) e as moedas mais fortes sobrevivem. A leitura de Belluzzo vai ao encontro desses argumentos referindo-se às moedas bancárias: “nas etapas de prosperidade do ciclo econômico, este constrangimento de conversibilidade não se coloca, dando a aparência de que todas as moedas bancárias têm o mesmo status e são conversíveis na mesma condição” (BELLUZZO, 1998: 159).

Bell (2001) também acena para uma visão dinâmica da hierarquia da moeda:

“The hierarchy will vary constantly in size and structure; its volume will increase when the total amount of new debt created rises faster than the total amount destroyed, while its composition will change with the circulation of these debts.” (BELL, 2001:159)

A teoria do ciclo econômico de Minsky (1986) pode ilustrar o movimento da estrutura da pirâmide tanto na sua composição quanto no seu volume. Esse autor dá ênfase à análise qualitativa da estrutura de dívidas privadas. Para ele, essa dinâmica é inerente ao sistema capitalista e é responsável pelo seu caráter instável. O ciclo de expansão irriga a base da pirâmide dado o aumento do endividamento dos agentes, ao mesmo tempo, esse movimento é acompanhado por uma deterioração da qualidade das promessas de pagamento. Esse processo culmina com a crise, que é responsável pela reestruturação da composição do endividamento dos agentes. Ou seja, o crédito amplia o volume da pirâmide até o ponto onde promessas de pagamento de baixa qualidade não são mais credíveis e suspeita-se de sua conversibilidade em moedas superiores na hierarquia.

Neste ponto, é importante ressaltar que por detrás dessa relação de hierarquia na pirâmide da moeda está um preço chave da economia: a taxa de juros. Como proposto por Keynes na *Teoria Geral*, ela é uma recompensa pela renúncia à liquidez e depende da intensidade do desejo dos agentes em conservar a riqueza na forma líquida ou ilíquida. Dessa forma, também podemos considerá-la como um canal onde se expressam as relações de conversibilidade entre as moedas, ou ainda; é o prêmio pela conversão das moedas do topo da pirâmide em moedas menos líquidas.

Nesse contexto, a preferência pela liquidez atua como um mecanismo de fixação das taxas de juros das moedas da pirâmide, e, as variações das taxas de juros das moedas da parte superior da pirâmide podem ampliar ou amenizar o movimento da estrutura da pirâmide¹³.

I.1.5 Três fatores de sustentação da pirâmide da moeda

Nessa seção, trataremos de três fatores que influenciam a estruturação da pirâmide da moeda no plano nacional. Esses estão associados à confiança dos agentes na moeda estatal como equivalente geral do sistema e, portanto, reforçam a soberania da moeda do Estado no espaço nacional. O primeiro fator é a estabilidade do valor da moeda estatal em relação aos outros bens da economia. O segundo é um aspecto institucional, que se refere à confiança dos agentes no cumprimento dos contratos denominados na moeda de conta do Estado. O último fator é de natureza normativa ou política, e faz referência à forma como o Estado limita a concorrência de outras moedas ou divisas estrangeiras. Esse último motivo delimita o espaço monetário nacional e, para nossa análise, garante as particularidades da pirâmide da moeda.

Sobre o primeiro fator levantado, podemos ressaltar que a inflação doméstica na unidade de conta da moeda nacional pode levar a uma fragilização da pirâmide da moeda. Nesse caso, a moeda estatal se enfraquece primeiramente na sua função de reserva de valor, pois os agentes preferem não reter um ativo que se desvaloriza, e em seguida como unidade de conta, já que a variação dos preços prejudica o referencial contábil dos agentes. E, ao longo do processo de perda de credibilidade da moeda estatal, outros referenciais contábeis ganham espaço na pirâmide da moeda, como moedas estrangeiras e outras formas de moeda.

Como exemplo histórico recente, no período de hiperinflação do Brasil dos anos oitenta, desenvolveu-se a moeda indexada que se apoiava em mecanismos formais de indexação, como a correção monetária. Essa moeda substituiu parcialmente a moeda corrente em algumas de suas funções já que passou a ser usada na denominação de contratos e como reserva de valor dos agentes. Dessa forma, os casos extremos de alta inflação podem se transformar em motivo de questionamento da posição da moeda estatal no topo da pirâmide. Nesses casos, os agentes passam

¹³ Nesses termos, alterações nas expectativas podem não ocasionar mudanças na pirâmide da moeda já que os efeitos podem ser absorvidos por alterações nas estruturas de taxas de juros.

a usar outras formas de moedas para referenciar e cumprir suas promessas de pagamento. E, ao longo desse processo, a moeda pode perder funcionalidade como meio de pagamento desestruturando a pirâmide da moeda. Nesse sentido, a estabilidade dos preços domésticos é muito importante para garantir a estruturação da pirâmide com a moeda do Estado no topo.

O segundo ponto está relacionado à confiança dos agentes nas instituições e na forma como são garantidos contratos. A conversibilidade das promessas das famílias e firmas depende de como é determinado e cumprido o conjunto de regras impostas pelo Estado. Da mesma forma, a estabilidade do sistema monetário e a confiança dos agentes nas promessas bancárias dependem da atuação do Estado garantindo a conversibilidade dessas promessas. Mudanças na legislação podem retirar a obrigação de promessas de pagamento ou modificar os termos dessas promessas, colocando em xeque a credibilidade do sistema monetário. Logo, a conversibilidade das promessas de pagamentos e a estrutura da pirâmide da moeda dependem também de aspectos de natureza institucional.

O terceiro aspecto é o mais importante para a nossa análise, ele revela a particularidade da dimensão doméstica da hierarquia da moeda que é a existência de um conjunto de normas que garante a estruturação de uma hierarquia mediada pela moeda do Estado. É o Estado que delimita o sistema monetário nacional que tem como função primordial garantir a soberania de sua moeda dentro do território nacional. Logo, o conjunto de normas monetárias do Estado deve estar a serviço dessa soberania. A flexibilização dessas normas tem efeitos sobre a estrutura da pirâmide da moeda, principalmente quando permite o aumento da circulação de divisas estrangeiras no espaço nacional. Dessa forma, os aspectos normativos do sistema monetário nacional regulam a concorrência com divisas estrangeiras. Este tema será retomado mais adiante, antes disso, analisaremos um outro espaço monetário que tem lugar fora dos limites da soberania do Estado nacional.

I.2 A pirâmide das divisas

I.2.1 Sobre o conceito de divisa

Hicks, em texto de 1962, menciona as “duas faces da liquidez” referindo-se à colocação de ativos nos planos nacional e internacional.

“An asset which was liquid, even fully liquid, in terms of national money was not necessarily liquid in terms of international money. It was necessary, when both sorts of liquidity were in question, to draw a distinction.” (HICKS, 1962: 797).

De fato, as moedas podem ser aceitas dentro do território nacional e não ter liquidez no plano internacional. A distinção que se faz necessária, proposta nesse trabalho, é entre os conceitos de moeda e divisa. Em *La fin des devises clés*, Aglietta apresenta os diferentes espaços monetários de atuação da moeda e da divisa:

“A moeda nacional é soberana em seu próprio espaço. Ela o deixa de ser quando se torna uma divisa, ou seja, dívida de um banco ou de uma instituição pública nacional circulando entre não-residentes como meio de pagamento internacional” (AGLIETTA, 1986: 33, tradução livre)¹⁴

Nestes termos, está implícito, nas palavras do autor, que existem dois espaços monetários, ou duas dimensões, para a atuação de uma moeda nacional. Na dimensão doméstica, a moeda nacional tem soberania garantida por um conjunto de regras estabelecidas pelo Estado nacional. Na dimensão internacional ela está despida da ação normativa do Estado que não pode impor normas que garantam sua soberania; portanto, ela está sujeita a outros critérios para sua aceitação. A condição para um ativo se tornar uma divisa é, como sugerido por Aglietta, que ele exerça a função de meio de pagamento no plano internacional. Nesse sentido, a moeda nacional se realiza como divisa quando ela cruza a fronteira de seu Estado emissor e exerce essa função no âmbito internacional.

¹⁴ “*La monnaie nationale est souveraine dans son propre espace. Elle ne l’est plus lorsqu’elle devient une devise, c’est-à-dire la dette d’une banque ou d’une institution publique nationale circulant entre non-residents comme moyen de payement internationale.*” (AGLIETTA, 1986:33)

As diferentes divisas não são igualmente aceitas. Em parte por causa do emissor da promessa de pagamento, e em parte por causa da unidade de conta na qual elas são emitidas. Não trabalharemos as diferenças entre as fontes emissoras de divisas internacionais, já que a relação de hierarquia que nos interessa é a hierarquia entre as unidades de conta. Ou seja, faremos uma análise qualitativa entre as diferentes divisas tendo em vista as unidades de contas que referenciam promessas de pagamento no plano internacional. Essas divisas podem assumir a forma de promessas de pagamento de bancos, instituições ou firmas que servem como meio de pagamento internacional e que podem estar denominadas em diferentes unidades de conta¹⁵.

I.2.2 Composição da pirâmide das divisas

Cohen (2004) propõe uma pirâmide das moedas com sete patamares (*top, patrician, elite, plebeian, permeated, quasi and pseudo currency*). Esses podem ser divididos em dois grupos, o grupo das moedas internacionais e aquele das moedas que circulam apenas dentro das fronteiras nacionais. As primeiras três categorias são internacionais e as quatro últimas são nacionais. Para nossa análise, usaremos outra tipologia, onde será suficiente caracterizar três estágios diferentes das moedas, restritos ao plano internacional: a divisa-chave, que ocupa o topo da pirâmide, as divisas conversíveis, e, na base da pirâmide das divisas, analisaremos as candidatas a divisas, que não têm aceitação ampla no plano externo, mas podem denominar contratos nesse plano: a essas chamaremos de *pseudo-divisas*.

I.2.2.1 Divisa-chave e divisas conversíveis

A divisa-chave do sistema internacional é o dólar, pois é ela quem melhor exerce as três funções da moeda no plano internacional¹⁶. Como meio de pagamento, essa moeda é a mais usada

¹⁵ Diferentemente da pirâmide da moeda, a pirâmide das divisas possui várias unidades de conta. Por esse motivo optamos em utilizar “pirâmide da moeda” no singular e “pirâmide das divisas” no plural.

¹⁶ Não é do alcance, tampouco do objetivo deste estudo, descrever como uma divisa alcança o topo da hierarquia das divisas. Podemos assinalar que esta posição é alcançada em um horizonte histórico relativamente longo. Como frisou Aglietta, a escolha da moeda chave é política, e precisou-se de duas guerras e uma grande depressão para o dólar substituir a libra como principal moeda do sistema (AGLIETTA, 2007:370). A análise de Brunhoff também destaca os aspectos políticos: “A hegemonia de uma moeda nacional em um dado período – a libra esterlina (1880-1913), o dólar depois de 1918 e sobretudo desde 1944 - não é um fenômeno puramente financeiro ou econômico. Ela tem fundamentos políticos que refletem as relações de força entre as nações em um dado momento, segundo seus modos de inserção no capitalismo internacional” (BRUNHOFF, 2005:760). No trecho que segue Goodhart faz referência às divisas que já exerceram um papel importante ao longo da história: “*Several national currencies have in the course of history become widely accepted internationally, e.g., the Byzantine Hiperpyron or ‘Bezant’, the Florentine Guilder,*

para liquidação de dívidas e para trocas comerciais e financeiras. Como unidade de conta ela é referência para a cotação de ativos financeiros, das principais *commodities*, e ainda, serve como referência cambial para autoridades monetárias de muitos países na gestão do valor de suas moedas. E, como reserva de valor, é a unidade em que se referenciam a maior parte das reservas cambiais dos governos e da riqueza financeira dos agentes privados:

“A demanda pela moeda norte-americana nasce hoje do papel dos Estados Unidos como economia cêntrica e, sobretudo, da atração do seu mercado financeiro, líquido e profundo, ancorado na dívida pública constituída pelos ativos de última instância da finança global.” (BELLUZZO, 2005: 16)

Essas características fazem de ativos denominados em dólar os mais líquidos do sistema internacional. Ou seja, a unidade de conta da moeda americana confere uma melhor qualidade às promessas de pagamento quando comparada às demais divisas. Uma das vantagens do país emissor da moeda-chave está na demanda por suas obrigações, que se torna mais inelástica aos juros na medida em que os agentes estrangeiros têm essa moeda como referência de reserva de valor. Um exemplo disso é a acumulação de reserva de divisas estrangeiras por parte dos governos nacionais que pouco reage aos movimentos das taxas de juros americana¹⁷. Para alguns, como Serrano (2002), o país detentor da moeda chave pode incorrer em déficits externos permanentes, uma vez que seu passivo externo é composto de obrigações denominadas em sua própria moeda (SERRANO, 2002: 251). Em última instância, as promessas de pagamento denominadas em dólar podem ser cumpridas com a emissão de papel moeda ou títulos de dívida por parte do governo americano.

Um nível abaixo na pirâmide das divisas estão as divisas conversíveis. Elas são promessas de pagamento referenciadas na unidade de conta de uma moeda nacional (ou regional no caso do euro), adquirida por não-residentes e que podem ser liquidadas usando um meio de pagamento denominado na mesma unidade de conta. Ou seja, as divisas conversíveis também são capazes de liquidar contratos no plano internacional. Um título denominado em euro pode ser liquidado com

the Venetian Ducat, and more recently, the pound sterling, US dollar and in some countries, the Deutschmark, in some cases against the wishes, and without any involvement, of the issuing government.” (GOODHART, 1998: 419)

¹⁷ “A majority of market participant, academics and policy makers believe that reserve accumulation may have contributed to abnormally low yields in mature economies.” (ECB, 2006:23).

a entrega do montante em notas de euro emitidas pelo Banco Central Europeu e esse último não tem obrigação de converter essas notas em qualquer outro tipo de moeda. Com isso, os países emissores destas moedas podem contrair dívidas em sua própria moeda.

Denominamos “conversíveis”, pois essas divisas são aceitas no plano internacional e podem ser facilmente trocadas por uma promessa superior na pirâmide das divisas, ou seja, elas são conversíveis na divisa-chave do sistema no plano internacional. A diferença entre os dois tipos de divisas está na intensidade em que as funções da moeda são exercidas no plano internacional, e, pelo menos em tese, a elasticidade juro da demanda por essas divisas tende a ser maior do que a divisa-chave. No *quadro 1* temos uma ilustração de formas que assumem as principais divisas do sistema internacional. A primeira coluna desse quadro mostra que 66,4% das reservas oficiais dos governos estavam denominadas na moeda chave do sistema em 2005, essas divisas representam em sua maioria títulos do tesouro americano¹⁸. Já a coluna da direita representa as operações de troca de divisas nos mercados de câmbio. As operações de troca envolvem sempre duas moedas, e, em quase 90% dessas operações, a moeda chave do sistema está em uma das pontas.

A rede de transações pré-estabelecida e o custo e a incerteza envolvidos na mudança de divisa gera uma “inércia na escolha da divisa” (COHEN, 2003: 6). Dada a predominância nas operações comerciais e financeiras é natural que exista uma inércia pela preferência pela divisa-chave e pelas moedas mais fortes do sistema. Agentes preferem se endividar na moeda em que são remunerados, da mesma forma que preferem receber na moeda em que gastam, desse modo, eles evitam custos associados à troca de moedas e o risco associado ao descasamento de moeda. Para Carneiro, o dólar é a única moeda do sistema internacional que não possui risco de preço, dado que ela é a referência do sistema e, por definição, não têm risco de preço ante a si própria. “As demais moedas têm riscos de preço variável cuja magnitude depende da avaliação dos agentes a propósito das condições da sua conversão na moeda reserva” (CARNEIRO, 2006: 9-10).

¹⁸ Em setembro de 2007, 88,7% dos ativos de reservas dos oficiais das autoridades brasileiras eram compostos de títulos em moedas conversíveis (Fonte: Quadro Sinóptico das Reservas Internacionais. BACE, www.bacen.gov.br)

Quadro 1: Participação das principais divisas nas reservas oficiais dos governos e nas operações de câmbio

| | Participação das divisas nas reservas cambiais oficiais em 2005 * | Participação das divisas nas trocas cambiais em 2004 ** |
|---------------|---|---|
| Dólar | 66,40% | 88,70% |
| Euro | 24,30% | 33,70% |
| Yen | 3,70% | 20,30% |
| Libra | 3,60% | 16,90% |
| Franco Suíço | 0,10% | 6,10% |
| Outros países | 1,90% | 34,30% |
| Total | 100% | 200% |

Fontes: Elaboração própria com base nos dados de: ECB (2006) para a primeira coluna e BIS (2007) para a segunda.

* Valores de setembro de 2005. “Shares are calculated only for the group of countries reporting reserve currency composition to the IMF, which account for around 70% of world reserve holdings.” (ECB, 2006: 19)

** Percentual representa a participação na média diária do mês de abril de 2004 das operações nos mercados de câmbio. Como toda transação envolve duas divisas, a soma dos percentuais equivale a 200%.

1.2.2.2 As pseudo-divisas

Por detrás do conceito de *pseudo-divisas* que estamos propondo está a inconvertibilidade da moeda. Uma moeda inconvertível no âmbito internacional é aquela que é incapaz de liquidar contratos nesse plano ou servir como meio de pagamento. Apesar disso, elas podem denominar ativos e contratos de dívidas no plano internacional. Nesse contexto, as *pseudo-divisas* são ativos financeiros líquidos e contratos de dívidas denominados em moedas inconvertíveis em mãos de não-residentes¹⁹. Como exemplo recente, o Brasil em 2005 emitiu títulos denominados em Reais, nos quais os juros e o principal desses títulos são pagos em dólares²⁰. Portanto, o título é

¹⁹ Para a discussão aprofundada sobre o conceito e as implicações da inconvertibilidade da moeda, e uma síntese do debate sobre *original sin e debt intolerance*, ver Carneiro (2006).

²⁰ “More recently, in September 2005, Brazil followed the example of Uruguay and Colombia by issuing BRL 3.4 billion (\$1.5 billion) worth of global bonds with a maturity of over 10 years and a 12.5% coupon. These bonds, like the others described above, have interest and principal settled in US dollars.” (TOVAR, 2005: 110)

referenciado na unidade de conta brasileira e é retido como reserva de valor (por não-residentes), mas ele não pode ser liquidado com a moeda chave no plano nacional, emitida pelo Estado, pois essa não circula no âmbito internacional e não é aceita como meio de pagamento.

Vários problemas econômicos decorrem da inferioridade das moedas inconvertíveis. Dentre eles, o prêmio de risco de contratos denominados em moedas inconvertíveis tende a ser mais alto do que aqueles associados às divisas convertíveis em decorrência de sua baixa aceitação. Por conta disso, os agentes domésticos devem optar entre se endividar na sua própria moeda e arcar com o custo do financiamento, ou, fazer uma dívida em outra moeda de melhor qualidade a um custo menor. Quando o segundo tipo de financiamento predomina em um país, a economia doméstica fica exposta ao problema do *currency mismatch* discutido por Eichengreen *et al* (2003).

I.2.3 Visão dinâmica da pirâmide das divisas

O papel das expectativas é crucial para a sobrevivência de contratos em moedas inconvertíveis no plano internacional. Esses dependem da situação de liquidez internacional e da alocação de *portfolio* dos agentes. De forma análoga ao que ocorre na pirâmide da moeda, no auge de um ciclo de liquidez internacional, aumenta-se o apetite dos investidores por ativos de maior risco e com isso aumenta a procura por ativos denominados em moedas mais fracas, logo, amplia-se a base da pirâmide das divisas. Quando ocorre o inverso, diminuem-se as promessas denominadas em moedas inconvertíveis. Ou seja, de forma análoga à pirâmide da moeda, o aumento da preferência de liquidez no plano internacional deteriora a condição de conversibilidade das divisas mais fracas, ou seja, as expectativas dos agentes quanto a conversibilidade dos ativos denominados nessas moedas. No entanto, ao contrário da pirâmide da moeda, no âmbito da pirâmide da divisa os Estados nacionais não têm o mesmo controle sobre as condições de conversibilidade.

Assim como na pirâmide da moeda, as taxa de juros das diferentes divisas são preços que expõem diferenças qualitativas entre as mesmas. Da mesma forma, as mudanças no estado de preferência pela liquidez no plano internacional podem ser amenizadas com a variação dos juros dos ativos denominados em divisas de pior qualidade. Entretanto, há outro canal de transmissão da

convertibilidade no plano internacional: a taxa de câmbio. Ela representa o preço de conversão de ativos em diferentes unidades de conta na pirâmide da divisa. Logo, os ciclos de liquidez internacional tendem a pressionar de forma mais substantiva as taxas de juros e as taxas de câmbio dos ativos denominados em moedas inconvertíveis. A volatilidade desses preços é também um reflexo da sujeição desses contratos às flutuações e quebras das condições de convertibilidade.

Dessa forma, os países emissores de moedas inconvertíveis tendem a sofrer de pressões especulativas associadas à volatilidade do valor das obrigações denominadas nessas moedas. Essas pressões são transmitidas para os preços domésticos com intensidade variada, dependendo das características econômicas de cada país. Dada a instabilidade dessa unidade de conta, e seguindo na lógica de alocação de *portfolio*, os agentes procurarão obrigações em moedas inconvertíveis com prazos curtos de maturação. A diferença de maturidade entre os contratos oferecidos pelos agentes domésticos e internacionais causa o *maturity mismatch* (OCAMPO, 2001: 12).

I.3 A convertibilidade da moeda e o debate brasileiro

Ao longo desse capítulo desenvolvemos dois conceitos de convertibilidade: a convertibilidade da moeda e da divisa. Vimos que a convertibilidade da moeda acontece no plano interno e se refere à convertibilidade de todas as moedas do sistema na moeda Estatal. Já a convertibilidade da divisa ocorre no âmbito externo, e diz respeito à atuação da moeda fora das fronteiras nacionais e na conversão de uma divisa na divisa-chave do sistema. Logo, uma moeda pode ser convertível no plano estatal e inconvertível no plano externo. Na literatura econômica a palavra convertibilidade foi muito usada para retratar uma situação de lastro da moeda do Estado em relação a uma moeda estrangeira ou uma moeda mercadoria. Nesse caso, a moeda que ocupa o topo da pirâmide é a moeda lastro e a moeda do Estado está um degrau abaixo. Mas como foi argumentado, a estruturação da pirâmide da moeda não depende da convertibilidade da moeda nacional em nenhuma outra moeda.

Um outro tipo de convertibilidade ocorre na interação entre as pirâmides da moeda e das divisas e remete à conversão da moeda do Estado em divisas estrangeiras dentro do território nacional. Essa é a forma como Arida (2003a) define a convertibilidade:

“Afastemos antes de mais nada confusões desnecessárias. A palavra conversibilidade na vizinha Argentina, nos anos em que um peso valia exatamente um dólar, servia para nomear várias situações conceitualmente distintas. No plano da taxa de câmbio, designava a paridade fixada em lei; no plano da emissão monetária, o mecanismo pelo qual o Banco Central emitiria moeda doméstica se e somente se tivesse lastro correspondente em dólares; no plano das obrigações de pagamento, a possibilidade de quitar contratos e fazer pagamentos dentro do país em dólares; **no plano do mecanismo de troca, a ausência de quaisquer entraves ou restrições à troca de dólares por pesos ou de pesos por dólares.** É somente este quarto e último sentido que a conversibilidade nos importa.” (ARIDA, 2003a:151, *grifo nosso*)

Bacha (2003)²¹ e Plihon (1991)²² definem a conversibilidade da mesma forma. Esse tipo de conversibilidade depende de aspectos de natureza jurídica que definem as regras do sistema monetário nacional e referem-se a normas de conversão da moeda nacional em divisas estrangeiras. Nesse contexto, Arida propõe a “plena conversibilidade da moeda” que significa eliminar os mecanismos de controle do câmbio que estão na legislação brasileira e que podem vir a ser usados. Ou seja, esse autor propõe alterações nos aspectos jurídicos que ordenam a relação entre a pirâmide da moeda e a pirâmide da divisa²³. Já Carneiro (2006), responde criticamente à proposta de Arida usando um conceito de conversibilidade que se refere à capacidade das moedas exercerem funções no plano internacional²⁴.

De um ponto de vista conceitual Carneiro (*idem*) e Arida (2003a e 2003b) tratam de dois tipos diferentes de conversibilidade. Enquanto Arida (*idem*) trata da conversibilidade da moeda nacional em divisas estrangeiras dentro do território nacional, Carneiro (2006) e Carneiro e Belluzzo (2004) tratam da mesma relação só que no plano internacional. Em outras palavras, a conversibilidade tratada por Arida (*idem*) e Bacha (*idem*) refere-se aos aspectos legais da

²¹ “Por conversibilidade entende-se a liberdade de trocar reais por dólares, e *vice-versa*, à taxa de câmbio do dia, sem restrições governamentais.” (BACHA, 2004:149)

²² “*Une monnaie est convertible lorsque son détenteur peut l’échanger librement et sans limites contre tout autre monnaie.*” (PLIHON, 1991: 87). Esse autor ainda trata do conceito de “conversibilidade integral” que ocorre quando todos os agentes, residentes e não-residentes, têm o mesmo direito de converter moeda em divisa e *vice-versa*.

²³ “Meu objetivo aqui, no entanto, é chamar atenção para o aspecto normativo da questão. É que os mecanismos de controle cambial, típicos do regime de câmbio controlado, sobreviveram à mudança de regime cambial. Nossa taxa de câmbio flutua, mas vários dos mecanismos de controle permanecem intactos.” (ARIDA, 2003b: 152)

²⁴ “Diz-se que uma moeda é inconvertível quando não possui aceitação no âmbito internacional ou mais propriamente quando não desempenha nesse plano nenhuma das funções clássicas da moeda – unidade de conta, reserva de valor ou meio de pagamento.” (CARNEIRO, 2006:1)

conversão de moeda nacional *vis-à-vis* as divisas estrangeiras, que acontece no âmbito doméstico garantida pelo Estado nacional. Ela é um problema normativo, já que, para se reconhecer uma moeda conversível, tendo em vista essa definição, basta analisar o conjunto de regras monetárias de um país²⁵. Já a definição de Carneiro e Belluzzo se refere à conversibilidade da moeda que ocorre no âmbito internacional determinada por razões históricas, políticas e estruturais. Ou seja, a moeda é inconversível no âmbito internacional quando ela não se realiza plenamente como divisa²⁶.

Com a separação dos espaços monetários de atuação da moeda e da divisa, podemos recolocar os termos do debate sobre conversibilidade no Brasil, e duas questões centrais e interligadas ficam evidentes: primeiro, se a conversibilidade plena da moeda, sugerida por Arida (2003a e 2003b), fortalece suas funções no âmbito doméstico, segundo, se essa conversibilidade ajuda a torná-la uma divisa. Nestes termos, Arida (*idem*) postula que a plena conversibilidade da moeda fortalece as funções domésticas e que é pré-condição para se fazer da moeda uma divisa. Em oposição, Carneiro (2006) defende que este regime deteriora as funções da moeda do ponto de vista doméstico, dado que a moeda não desempenha a função de divisa (ou é inconversível no plano internacional). Dadas essas observações conceituais sobre a conversibilidade da moeda, na seção seguinte retomaremos esse debate, de forma mais ampla, fazendo uso analítico da separação dos espaços monetários.

²⁵ “Meu argumento é que precisamos fazer do real uma moeda plenamente conversível para consolidar a estabilidade macroeconômica.” (ARIDA, 2003a: 151) “Aprofundar a conversibilidade a partir da situação atual requer alterações no ordenamento jurídico, em particular na Lei 4131. É um programa que exige uma série de iniciativas nos planos legal e normativo, não uma medida tópica de política, e como tal faz mais sentido no início de um governo do que ao final de outro governo.” (ARIDA, 2003a: 154)

²⁶ “A rigor, a tese de Arida (2003a; 2003b) pretende reduzir a questão da inconversibilidade de uma moeda qualquer, à ausência de restrições legais aos fluxos de capitais, seja no plano do acesso de não-residentes (*inward transactions*) seja no da saída de residentes (*outward transactions*). A conversibilidade irrestrita terminaria por converter a moeda em reserva de valor. O autor despreza o argumento da qualidade diferenciada ou da hierarquia de moedas e, portanto, a idéia de que há elementos dificilmente superáveis no estabelecimento da conversibilidade, não associados a seus aspectos legais.” (CARNEIRO, 2006:7)

I.4 A Esfinge

As grandes pirâmides de Gizé eram tidas como entidades sagradas pelos povos egípcios. Ao lado dessas pirâmides se impunha a Esfinge, uma figura enigmática, com um corpo de leão e a cabeça de um faraó. Ela permaneceu enterrada pelas areias do deserto durante séculos e, dizem alguns, que essa Esfinge representa a evolução do homem desde o animal ou o triunfo do homem sobre a besta. Entre mitos e fatos, está no imaginário do povo egípcio que a Esfinge era responsável pela proteção das pirâmides.

A pirâmide da moeda também tem a sua Esfinge, que responde pela proteção da estrutura do sistema monetário nacional. Como visto, a particularidade da dimensão doméstica da hierarquia da moeda é a existência de um conjunto de normas que garante a estruturação de uma hierarquia mediada pelo Estado. Essas normas delimitam o espaço monetário nacional e regulam o uso de divisas estrangeiras nesse espaço. A abertura do sistema financeiro nacional às divisas estrangeiras pressupõe alterações nesse conjunto de normas que sustenta a pirâmide da moeda. Nesse sentido, ocorre um aumento da interação entre as esferas nacional e internacional da hierarquia da moeda. Ou seja, a moeda nacional ganha liberdade de sair de seu território para atuar no plano internacional e, as divisas estrangeiras passam a competir com as moedas nacionais no plano doméstico.

Os processos de abertura financeira proporcionaram ao longo dos anos, um aumento do que Hayek (1999) chamou de *choice in currencies*:

“But why should we not let people choose freely what money they want to use? By ‘people’ I mean the individuals who ought to have the rights to decide whether they want to buy or sell for francs, pounds, dollars D-marks, or once gold. I have no objection to governments issuing money, but I believe their claim to a monopoly, or their power to limit the kinds of money in which contracts may be concluded within their territory, or determinate the rates at which monies can be exchanged, to be wholly harmful.” (HAYEK, 1926, 121)

Essa “escolha por moeda” pode ser separada em três planos, que representam as três funções da moeda. No plano da unidade de conta, ela representa a possibilidade da escolha da divisa que denomina contratos dentro do território nacional. Como meio de pagamento, permite a escolha da

divisa para efetuar pagamento no país e, por último, a escolha por divisas para exercer a função reserva de valor, que permite que residentes escolham em qual moeda eles acumularão riqueza.

No primeiro plano do *choice in currency*, os agentes domésticos podem passar a usar as divisas como unidade de conta em determinados segmentos de mercados. Já quando as normas domésticas permitem que uma divisa estrangeira exerça função de meio de pagamento no plano doméstico, essa passa a competir com a moeda estatal pelo topo da pirâmide. Neste caso, promessas de bancos, famílias e firmas podem ser referidas na divisa-chave do sistema internacional e a pirâmide da moeda nacional fica ameaçada de ruir²⁷. O terceiro plano do *choice in currency* influi na pirâmide da moeda nacional afetando a função reserva de valor da moeda do Estado:

“A livre conversão implica que os residentes procurarão transformar parcela de sua riqueza em moedas conversíveis, não por desconfiarem da moeda doméstica como reserva de valor, mas simplesmente porque há moedas reserva de maior qualidade.” (BELLUZZO e CARNEIRO, 2004: 220).

A proposta de Arida (2003a e 2003b) da plena conversibilidade de certa forma visa garantir o *choice in currencies* aos agentes que atuam no espaço nacional. Essa escolha por moedas não é para referenciar contratos ou executar meios de pagamento dentro do território nacional, mas para a acumulação de riqueza. Ou seja, a proposta visa garantir a escolha por divisa para os que usam a moeda como reserva de valor. Evidentemente, o poder de “escolha por divisas” é interessante para o investidor financeiro, que pode diversificar o risco, arbitrar e especular com as diferentes divisas. Usando uma lógica de alocação de *portfolio*, esse agente poderá ter ativos denominados em divisas de melhor qualidade associada a um menor risco e ativos denominados em moedas inconvertíveis associados a um maior rendimento. Esses últimos ativos devem ser preferencialmente bastante líquidos, para que, no caso de mudanças de expectativas, o agente possa recompor seu *portfolio* livrando-se dos contratos em moedas inconvertíveis e adquirindo ativos denominados em divisas de melhor qualidade.

²⁷ O caso argentino é um exemplo em que o dólar americano passou a ser livremente utilizado como meio de pagamento no período entre 1991 e 2001. Quando a conversibilidade do peso foi questionada, os agentes preferiram a moeda americana. Em outras palavras, o dólar causou uma implosão da pirâmide da moeda que tinha o peso como moeda referência.

Nesse sentido, a opção de escolha por divisas dos residentes afeta de forma diferente as pirâmides da moeda dos diferentes países. Para o país que retém a divisa-chave do sistema, o fato dos residentes poderem optar por acumular riqueza em outras divisas não tem um impacto muito significativo, pois eles irão optar entre a divisa mais forte do sistema e outra divisa. Entretanto, quando os residentes de um país com uma divisa mais fraca têm como opção acumular riqueza em outras divisas, esses provavelmente preferirão as divisas mais fortes.

Ou ainda, com a liberdade dos residentes para comprar divisas estrangeiras, as variações da preferência pela liquidez no plano doméstico não significam um movimento restrito em direção ao topo da pirâmide da moeda, já que, agora, existe um canal de ligação com outra esfera monetária. Logo, a direção de um aumento da preferência pela liquidez é o topo da pirâmide das divisas. Ou seja, parte do efeito da fuga para liquidez se traduz em uma fuga de capitais e a intensidade desse processo depende da posição da moeda do país na hierarquia dada pela pirâmide das divisas. Diferentemente, em uma economia sem essa ligação entre as duas pirâmides, um processo de fuga para liquidez fica restrito ao plano doméstico, logo, o Estado pode administrar a estrutura e a composição da pirâmide da moeda através de mudança nas taxas de juros, garantia de depósitos bancários e mesmo através de interferência estatal na base da pirâmide. Portanto, a opção de escolha por divisas reduz o poder do Estado em interferir sobre os processos de fuga para liquidez.

Para Helleiner (1997), o crescente aumento do uso de moedas estrangeiras em territórios nacionais replica uma prática que era comum antes de meados do século XIX quando a moeda ainda não tinha se organizada plenamente em linhas nacionais. Segundo esse autor, está em curso uma erosão das moedas nacionais vinculada à perda de autonomia e de espaço dos estados nacionais. Esse fato seria celebrado por Hayek e, ao que parece, por muitos de seus seguidores que advogam contra um sistema econômico onde o Estado tem centralidade.

Enquanto para o investidor a escolha por divisas é positiva, nossa hipótese é que, do ponto de vista sistêmico, essa dinâmica pode aumentar a volatilidade do valor externo da moeda nacional e das taxas de juros para os países periféricos. Ou seja, o enfraquecimento da função reserva de valor da moeda nacional associada à preferência de residentes por acumular riqueza em divisas estrangeiras pode representar uma fonte de instabilidade monetária. Já que o movimento de

realocação de *portfolio* feito pelos residentes e não-residentes, comprando e vendendo ativos denominados em moedas inconvertíveis, transmite a instabilidade da demanda por esses ativos à taxa de câmbio. Essa instabilidade tomará sua devida proporção dependendo da intensidade e da qualidade da integração financeira desse país, tema que será tratado no capítulo que segue.

Por fim, para os países de moeda inconvertível, a livre negociação de divisas estrangeiras dentro do espaço nacional garante uma relação de troca que não existe no plano internacional e, de certa forma, internaliza no plano doméstico a competição internacional entre as divisas. Esse fato não altera a posição da moeda nacional na pirâmide da divisa, mas enfraquece as estruturas da pirâmide da moeda. Nesse sentido, a eliminação de normas que restringem a competição das divisas estrangeiras no país afeta a soberania monetária nacional. Logo, retira-se um elemento que garante proteção a uma determinada estrutura hierárquica, como se a Esfinge fosse novamente enterrada e a pirâmide ficasse desprotegida ao sabor dos ventos do deserto.

Parte Empírica

CAPÍTULO II

Integração financeira de países periféricos, volatilidade das taxas de câmbio e juros e autonomia de política monetária

Como proposto pelo título, este capítulo procura caracterizar a integração financeira de países periféricos, associar essa integração à volatilidade das variáveis macroeconômicas como as taxas de juros e câmbio e, por fim, discutir questões associadas à autonomia de política monetária desses países. Para isso, o capítulo está dividido em três partes.

A primeira parte tem como objetivo fazer uma classificação dos padrões de integração financeira de oito países, dentre eles, quatro asiáticos (Coréia, Índia, Indonésia e Malásia) e quatro latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile e México). Essa diferenciação será feita pela ótica dos fluxos de capital financeiros e dos estoques de ativos e passivos financeiros, tendo como meta a análise da intensidade e da qualidade da integração financeira. Com isso, faremos uma tipologia dos países estudados quanto ao padrão de integração que poderá ser de baixa ou alta intensidade e baixa ou alta qualidade. Por fim, identificaremos se existe algum critério regional de inserção financeira dos países estudados.

Na segunda parte deste capítulo nos propomos a investigar a volatilidade das taxas de juros e de câmbio e associá-la ao perfil de integração financeira dos países trabalhados na seção anterior. A pergunta central que se coloca é se existe alguma relação entre o padrão de integração financeira e a volatilidade dessas variáveis. Há dois caminhos para explicar essa relação que se referem aos dois sentidos de determinação. No primeiro o padrão de integração tem consequência nas variáveis macroeconômicas, e no segundo, é o inverso que acontece. Nosso objetivo não é determinar o sentido dessa causalidade, mas apenas delinear essa relação.

A hipótese que permeia a análise é que nos países com um pior padrão de integração financeira se apresenta também uma maior volatilidade de câmbio e juros. A estabilidade do valor externo da moeda é um elemento de estabilidade do valor dos passivos (ativos) externos em

moeda estrangeira (doméstica), e assim, dos contratos financeiros em mãos de não-residentes (residentes). Da mesma forma, a estabilidade dos juros influencia a qualidade dos fluxos de entrada e saída de capitais. Ou ainda, a dinâmica do câmbio e dos juros é importante para determinar o estado de preferências entre a posse de ativos mais ou menos líquidos e, conseqüentemente, tem influência no padrão de integração financeira.

Uma maior estabilidade dessas variáveis significa um aumento nos horizontes de investimento dos não-residentes e residentes que passam a procurar ativos com maiores prazos de maturação, e dessa forma, melhora-se a qualidade dos fluxos financeiros. Por outro lado, há também a causalidade inversa, já que, os fluxos financeiros de natureza volátil têm potencialmente efeitos econômicos sobre as variações das taxa de câmbio e de juros. Uma vez observada a relação entre o padrão de integração e as taxas de juros e câmbio, na terceira parte do capítulo exploraremos algumas conseqüências que derivam dessa relação, especialmente a que se refere à autonomia de política monetária.

II. 1 Padrões de integração financeira em países periféricos

Existem formas diferenciadas de inserção dos países periféricos no sistema econômico internacional. Na literatura econômica, procurou-se identificar essas formas definindo padrões regionais de integração econômica. Na interpretação de Dooley *et all* (2003) o sistema internacional pode ser dividido de acordo com a funcionalidade de suas regiões que podem ser *trade account* e *capital account* além dos EUA que ocupa a posição central e é, portanto, o intermediário do sistema. Para ele, a América Latina seria uma região *capital account* enquanto que Ásia corresponderia a uma região *trade account*. Outros trabalhos, como os de Carneiro (2007), Palma (2004), Medeiros (1997) e Câmara e Salama (2005) também trabalham essa distinção com diferentes abordagens, mas com um aspecto em comum: os países da periferia asiática se beneficiaram de um desenvolvimento mais equilibrado do que os latino-americanos, em parte, por conta de uma inserção internacional de melhor qualidade.

Nesse contexto, nosso estudo vai procurar caracterizar padrões de integração financeira dos países de forma a verificar essa distinção regional. Uma multiplicidade de fatores, econômicos e

políticos, têm influência sobre a inserção financeira (como os atores institucionais, os aspectos macroeconômicos, etc.), assim como, as conseqüências dessa integração são inúmeras (impacto sobre o crescimento, dinâmica produtiva, etc). No entanto, nosso foco será restrito à composição e ao comportamento dos fluxos e dos estoques de capitais financeiros. Dessa forma, analisaremos o padrão de inserção como um reflexo da dinâmica dos fluxos e da acumulação de estoques de ativos e passivos financeiros. A análise de alguns dos efeitos econômicos desses padrões será realizada mais adiante.

II.1.1 Notas metodológicas

A análise dos indicadores de integração financeira terá três enquadramentos temporais que se referem à análise de indicadores médios utilizando dados trimestrais; 1990 a 1996, 1997 a 2001 e 2002 a 2006. A escolha dos períodos foi feita de forma a possibilitar a análise das características dos fluxos de capitais de acordo com as fases da liquidez internacional. De forma estilizada, o primeiro período corresponde ao auge do primeiro ciclo de liquidez, o segundo coincide com a baixa dos fluxos de capitais financeiros e, o último, com a retomada dos fluxos financeiros internacionais²⁸. A escolha dos países seguiu critérios da importância econômica dos países nas regiões da Ásia e América Latina, mas também foi limitada pela disponibilidade de dados. Com isso, foram escolhidos quatro países latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile e México) e quatro asiáticos (Coreia, Índia, Indonésia e Malásia)²⁹.

A principal fonte de dados é o *International Financial Statistic* do Fundo Monetário Internacional (IFS-IMF) de Outubro de 2007. Os fluxos de capitais financeiros serão divididos em três categorias procurando respeitar as divisões do FMI, tendo como única exceção a inclusão dos derivativos na categoria investimentos de *portfolio*. São elas; a) Investimento direto (*direct investment abroad; direct investment in the recording economy*), b) Investimentos de *portfolio* (*portfolio investment assets; portfolio investment liabilities* somados aos *financial derivatives*

²⁸ Para análise dos ciclos de liquidez internacional ver Biancareli (2007)

²⁹ A China ficou de fora por conta da ausência de dados trimestrais para esse país no IFS-IMF.

assets; financial derivatives liabilities) e c) Empréstimos bancários e outros (others investments assets; others investments liabilities)^{30,31}.

Os dados do balanço de pagamentos do IFS-IMF estão fundamentados nos conceitos de residentes e não-residentes. Logo, os dados fornecidos não se referem às entradas e saídas brutas de recursos, mas correspondem a séries de tempo dos fluxos líquidos de residentes e não-residentes³². Para evitar possíveis ambigüidades na interpretação dos fluxos de financeiros, reproduzimos no *quadro 2* a classificação desses fluxos:

- Fluxo líquido de residentes (não-residente):

Refere-se à compra por residentes (não-residentes) de ativos estrangeiros (domésticos) menos a venda desses ativos. Nesses termos, nos fluxos de residentes, os mesmos são credores, enquanto nos de não-residentes, os residentes são devedores. Para a mesma definição, Turner classifica esses fluxos como *gross outflows (inflows)* (TURNER, 1981:31). A rigor esses fluxos não se enquadram na definição de *entradas e saídas brutas de capital*, pois o IFS-IMF identifica as transações financeiras com base nos conceitos de residentes e não-residentes. O fluxo de residentes contribui para a variação dos ativos externos enquanto que o de não-residentes altera os passivos³³.

- Fluxo líquido total:

Ou simplesmente *fluxo líquido*, são os fluxos de não-residentes somados aos fluxos de residentes. Mede a entrada ou saída líquida de recursos. Fluxos de residentes e não-residentes assumem o sinal negativo ou positivo, o que caracteriza saída ou entrada de recursos do país.

- Fluxos agregados:

³⁰ Para a análise dos fluxos usaremos os dados do balanço de pagamento (“Balance of Payments Statistics” na seção “Internacional Transactions”) do IFS-FMI. Já para a análise dos estoques, o IFS apresenta, na seção “Internacional Transaction”, uma subseção de dados chamada “International Investment Position” (IIP), nessa estão disponíveis dados de estoque de ativos e passivos financeiros externos. Vários componentes do IIP são correspondentes aos componentes do balanço de pagamento. Essas variáveis, no fim de um período específico, refletem não somente a soma das transações de balanço de pagamento ao longo do tempo, mas também mudanças nos preços, taxas de câmbio e outros ajustamentos (IMF, 2007).

³¹ Os *portfolio investments* podem ser decompostos em *equity securities e debt securities*. Os *others investments*, que chamaremos de *empréstimos bancários e outros* a exemplo de Arhukorala e Rajapatirana (2003), podem ser decompostos em investimentos do governo, das autoridades monetárias, dos bancos e de outros setores. Apesar de bastante relevante, essa é uma categoria residual daquilo que não foi classificado nas outras rúbricas: “*Other Investment Assets and Other Investment Liabilities, n.i.e. include all financial transactions not covered in direct investment, portfolio investment, financial derivatives, or reserve assets. Major categories are transactions in currency and deposits, loans, and trade credits.*” (IFS-IMF, 2007: xxii)

³² “*Residence is a particularly important attribute of an institutional unit in the balance of payments because the identification of transactions between residents and nonresidents underpins the system.*” (IMF, 1993: 20)

³³ As variáveis de estoque, no fim de um período específico, refletem não somente os fluxos líquidos do balanço de pagamentos, mas também mudanças nos preços, taxas de câmbio e outros ajustamentos (IMF, 2007).

Constitui a soma do valor absoluto dos fluxos líquidos de residentes e não-residentes ou, módulo de A mais o módulo de B. Essa variável capta o movimento nas posições de ativos e passivos externos de um país. É uma medida de intensidade da integração financeira.

Quadro 2: Classificação dos fluxos de capitais

| | Residente | Não-residente | Resultado |
|-----------|---------------------------------|-------------------------------------|------------------------------|
| Entradas | (+) | (+) | Entradas Brutas (C) |
| Saídas | (-) | (-) | Saídas Brutas (D) |
| Resultado | Fluxo líquido de residentes (A) | Fluxo líquido de não-residentes (B) | Líquido Total (A+B) ou (C-D) |

Fonte: Carneiro (1999:69)

II.1.2 Intensidade da integração financeira

II.1.2.1 As medidas

A intensidade da integração financeira diz respeito à escala ou ao tamanho dos fluxos e estoques financeiros internacionais de um país. Essa intensidade pode ser medida com o valor absoluto desses, ou ainda, mediante a comparação desses com outra medida representativa da dimensão econômica de um país. O segundo caso é o mais adequado para a comparação entre países. Lane e Ferretti (2006) apresentam um indicador que calcula a intensidade da integração financeira através da soma dos estoques dos ativos e passivos de um país como proporção de seu PIB. Este estoque inclui ativos e passivos dos investimentos de *portfolio*, de *investimento direto* estrangeiro e de ativos de dívida, além de derivativos e reservas oficiais dos governos. Dessa forma, o índice mede um estoque de ativos financeiros qualitativamente distintos, como proporção do PIB.

Um primeiro problema que pode ser apontado nesse índice refere-se ao seu denominador. O PIB como denominador torna o indicador muito dependente do tamanho dos países, ou seja, faz com que os países de porte maior tendam a ter um índice menor por conta da proporção do PIB

em relação às variáveis financeiras³⁴. Esses autores também apresentam uma medida de integração financeira com o mesmo numerador, mas com o denominador composto pela *corrente de comércio* (soma de exportações mais importações de bens e serviços não fatores). O novo denominador parece ser mais apropriado já que a corrente de comércio é uma medida de integração internacional pelo lado comercial. Logo, esse índice relativiza a integração financeira em função da integração comercial. Essa última medida é trabalhada com maior ênfase por Biancarelli (2007) que apresenta medidas de integração financeira a partir das estimativas de dados de estoques de ativos e passivos de Lane e Ferretti (2006).

Os trabalhos de Lane e Ferretti (2006) e Biancarelli (2007) servirão como referência mais adiante para uma análise dos estoques, mas para nossos objetivos, convém avaliar também a movimentação dos fluxos, ou seja, buscaremos analisar a integração financeira a partir da dinâmica dos fluxos financeiros ao longo do tempo, e consideraremos a evolução dos estoques como um resultado desse processo. Uma primeira forma de medir a importância dos fluxos financeiros é análoga à medida utilizada para os dados de estoques pelos autores acima citados, que consiste em utilizar como denominador a *corrente de comércio* e como numerador os *fluxos financeiros agregados*.

Os *fluxos financeiros agregados* representam a soma dos valores absolutos dos fluxos de residentes e não-residentes para os fluxos de *investimento direto* estrangeiro, investimentos de *portfolio* e *empréstimos bancários e outros*. Esses fluxos são mais adequados para nosso propósito do que os fluxos líquidos, pois esses últimos podem dar uma falsa idéia de intensidade, já que podem esconder uma grande movimentação de fluxos financeiros em direções opostas. Dessa forma a medida de intensidade proposta é:

$$\text{Índice I} = \left(\frac{\text{Fluxos financeiros agregados}}{\text{Corrente de Comércio}} \right) * 100$$

Esse índice mede os fluxos financeiros em relação aos fluxos de bens e serviços não-fatores, ou ainda, trata-se de uma medida da intensidade da integração financeira em relação à

³⁴ Biancarelli (2007) apresenta esse índice para países emergentes e observa que esse indicador apresenta valores altos para pequenos países e baixos para países de grande porte.

intensidade da integração comercial. A hipótese que permeia a análise é que países com maior intensidade de integração financeira estão mais susceptíveis a volatilidade dos fluxos dessa natureza³⁵. Como veremos, o comportamento dos fluxos financeiros é indiscutivelmente mais instável do que os fluxos de origem comercial. Convém lembrar que esse indicador não leva em conta as características qualitativas dos fluxos, essas serão tratadas posteriormente.

II.1.2.2 Os resultados obtidos

O *quadro 3* mostra a média do *índice 1* para os três períodos de análise, nele podemos identificar que nos países asiáticos não houve alterações substanciais no grau de intensidade da integração financeira. Entretanto, para os países da América Latina observam-se grandes oscilações no *índice 1*. Na Argentina no período de 1990 a 1996, os fluxos financeiros representavam 78% dos fluxos comerciais. Essa relação diminui no período de 1997 a 2001 e, de forma mais importante, de 2002 a 2006. Brasil e Chile tiveram um aumento nesse índice de 1997 a 2001 e uma queda substancial no período de 2002 a 2006. O *quadro 6* mostra ainda que os países asiáticos apresentam uma menor intensidade de integração financeira que os países latino-americanos para todos os períodos.

Quadro 3: Índice 1 (% médio anual)

| | 1990-1996 | 1997-2001 | 2002-2006 | 1990-2006 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1) ARGENTINA | 78,1 | 65,9 | 37,4 | 62,5 |
| 2) BRASIL | 40,7 | 52,5 | 30,4 | 41,1 |
| 3) CHILE | 23,4 | 41,1 | 34,5 | 32,4 |
| 4) MÉXICO | 26,5 | 14,7 | 13,1 | 19,1 |
| 5) CORÉIA | 14,8 | 15,5 | 12,7 | 14,4 |
| 6) ÍNDIA | 14,7 | 13,7 | 12,9 | 13,9 |
| 7) INDONÉSIA | 9,6 | 11,1 | 9,5 | 10,0 |
| 8) MALÁSIA | . | 9,0 | 10,2 | 9,8 |

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor.

É importante ressaltar que a queda do *índice 1* no período de 2002 a 2006 para os países latino-americanos se deve, sobretudo, ao aumento do seu denominador, ou seja, ao crescimento

³⁵ “Past experience has demonstrated that developing countries with strong current-account positions are able to avoid destabilizing capital inflows and outflows either by taxing those flows or by limiting their impact through direct intervention in the market.” (UNCTAD, 2007: VI)

mais do que proporcional da intensidade da integração comercial em relação a integração financeira. Isso é mostrado na *figura A1* em anexo que separa o numerador e o denominador desse índice. Para os países asiáticos os *fluxos financeiros agregados* se apresentam em um patamar baixo com relativa estabilidade. Enquanto isso é notória a grande variação desses fluxos para Brasil, Argentina e Chile, com maior destaque para os dois primeiros. Já o México parece estar mais associado ao padrão asiático. Ainda nessa figura, percebe-se um fator comum a todos esses países que é o forte crescimento da corrente de comércio a partir de 2002.

Neste ponto, já podemos definir padrões no que se refere à intensidade da integração financeira. Argentina, Brasil e Chile são os países com maior integração financeira de acordo com esse índice, seguidos de México, Coréia, Índia, Indonésia e Malásia. Definimos esses três primeiros como países de padrão de integração financeira de alta intensidade, já que apresentam índices substancialmente mais altos do que os demais, que serão classificados como de baixa intensidade. Os dados ainda indicam que há um padrão regional de integração econômica: países latino-americanos têm um alto índice de integração financeira sobre a integração comercial enquanto que a integração econômica dos países asiáticos tem uma proporção menor dos fluxos financeiros sobre os fluxos comerciais. A exceção a esse padrão de inserção é o México que apresenta baixa intensidade, ainda assim, tem um índice maior do que os países asiáticos. Logo, no que se refere a intensidade da integração financeira, a distinção regional é relevante.

II.1.3 Qualidade da integração financeira

Definir a qualidade de um processo de integração financeira não é uma tarefa trivial, a começar pela definição dos critérios de qualidade. Levando em conta essa limitação e conscientes de que apresentaremos nossos resultados como uma representação estilizada da realidade, buscaremos discutir os aspectos da qualidade da integração financeira. A seguir apresentaremos parte da literatura que discute a qualidade dos fluxos de capitais. Na seção seguinte, discutiremos as medidas que serão utilizadas. E, por fim, os resultados serão apresentados em duas etapas: na primeira serão levantadas as características gerais dos fluxos financeiros, em seguida, caracterizaremos o padrão de qualidade da integração financeira para cada país estudado.

II.1.3.1 A literatura

A qualidade da integração financeira de um país depende da qualidade dos fluxos financeiros e dos estoques de ativos e passivos desse país. Uma forma de analisar essa qualidade é discutir os efeitos econômicos provocados pela entrada dos fluxos de capital; como a variação na renda e no emprego e as mudanças na estrutura produtiva e de propriedade que dependem do destino de aplicação dos recursos financeiros externos. A outra forma é analisar o comportamento ao longo do tempo dos fluxos de capital financeiro e a partir disso definir a qualidade dos mesmos. É esse último tipo de análise que trataremos nesse estudo.

Nesse contexto, a discussão sobre a qualidade dos fluxos de capital se faz, em parte da literatura, com duas oposições principais, são elas: capitais de curto prazo X longo prazo e investimento direto estrangeiro X investimentos de *portfolio*. Dois adjetivos centrais conferem sentido à qualidade de um fluxo, são eles: volátil e reversível. Há também a distinção entre *hot money* e *cold money* definida abaixo por Claessens *et al* (1995):

“High relative volatility is one of the notions that have been associated with hot money. A related notion is that hot-money inflow is likely to disappear or reverse itself in the near future, whereas a cold-money inflow is more likely to persist. Degree of persistence and level of volatility are complementary measures: hot flows are associated with low persistence and high volatility.”(CLAESSENS *et al*, 1995:159)

Para Rodrik e Velasco (1999) existe uma diferença qualitativa substancial entre as dívidas de curto prazo e aquelas de maior prazo de maturação. Esses autores apresentam duas conclusões principais em seu trabalho; primeiro, a relação entre dívida de curto prazo e as reservas de um país é um indicador robusto para prever crises financeiras, já que, o acúmulo de capitais de curto prazo de maturação expõe os países a essas crises e as reservas cambiais são um meio de evitá-las. E segundo, o crédito comercial não tem relação com o nível de dívida de curto prazo, o que sugere certa autonomia no movimento de capital de curto prazo em relação ao nível de comércio.

O trabalho de Claessens *et al* (1995) utiliza séries de tempo de fluxos de capital de *portfolio* de curto e longo prazo para verificar se existe um padrão de volatilidade associada a esses fluxos. Esses autores mostram que não existem evidências de diferença importante entre a volatilidade dos capitais de curto prazo e longo prazo. E, como proposta política, derivada dos

resultados estatísticos, os autores alegam que o controle de capitais de curto prazo é ineficiente dado que não há provas da maior volatilidade desses. A crítica que pode ser feita a esse trabalho será exposta mais adiante, e se refere à medida de volatilidade utilizada por esses autores que pode conduzir a resultados, e recomendações políticas, um tanto aleatórios.

O trabalho de Turner (1991) sobre os fluxos de capitais na década de 1980 constitui uma referência para estudos no tema. No que se refere à oposição qualitativa dos fluxos de capitais, esse autor apresenta uma “hierarquia da volatilidade” dos fluxos, onde a ordem, do menos volátil para o mais volátil, é a seguinte: empréstimos bancários de longo prazo, *investimento direto*, investimentos de *portfolio* e empréstimos bancários de curto prazo. Nesse contexto, a volatilidade pode ser vista como um indicativo da estrutura de maturidade desses fluxos. Fluxos mais voláteis tendem a ser predominantemente de curto prazo de maturação e os fluxos mais estáveis geralmente são compostos por investimentos de maior prazo de maturação.

Turner (1991) também verifica que os fluxos de não-residentes são mais voláteis do que os de residentes para quase todos os países estudados. Para ele, a explicação está no fato de os últimos terem menos liberdade de movimentação dadas as restrições do sistema financeiro doméstico, enquanto os fluxos de não-residentes têm mais liberdade para trocar um país por outro (TURNER, 1991: 88). Outra hipótese que pode ser levantada é que a diferença na volatilidade dos fluxos de residentes e de não-residentes pode estar associada à qualidade dos contratos em diferentes moedas conforme a discussão desenvolvida no *capítulo 1*. Ou seja, os fluxos de capitais financeiros estrangeiros que entram nos países com moedas de pior qualidade tendem a ser mais voláteis do que os fluxos domésticos que saem desses países em busca de moedas mais fortes. Coincidentemente com essa hipótese, na análise de Turner (1991: 88) os fluxos de investimento em ações da Alemanha, Estados Unidos e Reino Unido obedecem ao padrão contrário dos demais países, com maior volatilidade para os fluxos financeiros dos residentes e, não por acaso, esses países eram emissores das principais moedas do sistema monetário da época.

A relação entre o montante de capital financeiro que circula entre residente e não-residentes e a sobra líquida desse processo tem um significado econômico importante que revela aspectos qualitativos da integração financeira. A elevada assimetria da relação entre entradas e

saídas de um determinado tipo de capital financeiro indica uma característica *unidirecional* desses fluxos. Por outro lado, uma baixa assimetria, isto é, uma baixa relação entre o fluxo líquido e o fluxo agregado, indica uma característica *bidirecional* do fluxo. Fluxos com essa característica são motivados por um processo de diversificação de *portfolio* que consiste na troca de ativos e passivos financeiros entre residente e não-residentes, por isso, não resultam na formação de uma grande posição externa líquida. Já os fluxos *unidirecionais* têm impacto importante na estrutura dos passivos externos líquidos e, potencialmente, sobre a dinâmica cambial³⁶.

Outra discussão que deriva do tema é aquela desenvolvida por Meade (1951) e trabalhada por Turner (1991) que consiste na identificação dos fluxos de capitais como *autonomous* (autônomos) ou *accomodating* (que chamaremos de compensatórios). Os fluxos compensatórios obedecem à lógica da necessidade de financiamento, ou seja, estão altamente correlacionados com o saldo em transações correntes. Já os fluxos financeiros autônomos estão descolados da dinâmica dos fluxos de mercadorias e serviços. Kindleberger (2007) também usa essa distinção e classifica os fluxos compensatórios como ‘induzidos’, que respondem às alterações nas taxas de juros, e os fluxos autônomos como ‘especulativos’, que reagem a mudanças nas taxas de câmbio (KINDLEBERGER, 2007: 70). Parte desses conceitos será usada em nossa análise qualitativa da integração financeira. Antes disso, faremos uma breve exposição das medidas estatísticas que servirão de instrumento para qualificar os fluxos de capital.

II.1.3.2 As medidas

Essa seção serve para caracterizar as medidas estatísticas que serão usadas em seguida. De uma forma geral elas buscarão captar a importância dos fluxos, a volatilidade e a relação entre a entrada e saída de capitais dos residentes e não-residentes.

Seja,

³⁶ Obstfeld e Taylor (2005) argumentam que a característica unidirecional do fluxo de capital geralmente está associada com a necessidade de financiamento (*development finance*) enquanto que a bidirecional revela aspectos de diversificação de ativos e de compartilhamento de risco (*diversification finance*). Esses autores apontam que os fluxos de capital modernos se enquadram mais como *diversification finance* do que *development finance* (OBSTFELD e TAYLOR, 2005: 241).

$$y_{L,t} = y_{R,t} + y_{NR,t} \text{ , com } t = 1, 2, \dots, n$$

$$\text{e } y_{A,t} = |y_{R,t}| + |y_{NR,t}|$$

Onde, $y_{L,t}$ é o fluxo líquido, $y_{A,t}$ é o fluxo agregado, $y_{R,t}$ é o fluxo líquido de residentes, $y_{NR,t}$ fluxo líquido de não-residentes, $|y_{R,t}|$ é o módulo do fluxo líquido de residentes e E representa o valor esperado. Todos os fluxos referem-se a valores trimestrais durante o período n considerado, com $t = 1, 2, \dots, n$. Com isso, temos as seguintes medidas:

Medida 1: Média do fluxo líquido

$$\text{Medida 1} = E(y_{L,t})$$

É a média dos saldos trimestrais de um fluxo financeiro. Aponta o sentido dos fluxos líquidos financeiros para cada período. Vale notar que essa é uma medida de importância de um fluxo, mas que não capta o volume de movimentação do mesmo em sentidos opostos. Como exemplo, uma categoria de capital financeiro pode ter um grande fluxo de entrada e saída e, entretanto se verificar um resultado líquido nulo.

Medida 2: Média do fluxo agregado

$$\text{Medida 2} = E(y_{A,t})$$

Representa o valor médio da soma do valor absoluto de entradas e saídas de capital para os diferentes fluxos de residentes e não-residentes para cada trimestre. É uma medida de importância dos fluxos financeiros, mas que não capta o sentido dos fluxos.

Medida 3: Assimetria estrutural entre os fluxos líquido e agregado

$$\text{Medida 3} = \left(\frac{E(y_{L,t})}{E(y_{A,t})} \right) * 100$$

É a razão percentual das médias do fluxo líquido e do fluxo agregado para um determinado período de tempo, ou melhor, é a *medida 1* dividida pela *medida 2* e multiplicada por cem. Quanto maior for essa relação, mais o fluxo líquido se aproxima do fluxo agregado, logo, o fluxo assume características unidirecionais. Se essa relação for igual a cem por cento, o investimento líquido no país corresponde a todo o fluxo agregado, logo, caracteriza-se uma relação assimétrica dos fluxos financeiros de

residentes e não-residentes. No outro extremo, se a razão for igual a zero significa que, em termos líquidos, os residentes investiram tanto no exterior quanto os não-residentes no país.

Medida 4: Assimetria conjuntural entre os fluxos líquido e agregado

$$\text{Medida 4} = E\left(\frac{|y_{L,t}|}{y_{A,t}}\right) * 100$$

É a média das razões entre o fluxo líquido em módulo e o fluxo agregado. Trata da relação entre esses fluxos para cada trimestre, em percentual. Quanto maior for esse indicador mais unidirecional é o fluxo e mais correlacionado positivamente é o sentido do movimento do fluxo de residentes e não-residentes e, portanto, maior é a possibilidade de reversão do fluxo para cada trimestre³⁷. Como se trata de uma medida elaborada por nós, convém a apresentação de alguns exemplos:

- 1) Em um trimestre, os residentes investem 55 unidades no exterior e os não-residentes investem 45 unidades no país. Logo, o fluxo líquido do trimestre é de -10. O fluxo agregado é igual a 100 e a medida é de 10%, o que indica um comportamento bidirecional do fluxo, e pouca correlação entre os fluxos de residentes e de não-residentes já que esses assumem valores absolutos próximos só que em sentidos opostos.
- 2) Em um trimestre, o fluxo líquido de residentes é de -5 e o de não-residentes é de 95. O fluxo líquido é de 90 e o fluxo agregado é igual a 100. O índice assume o valor de 90%, o que indica um comportamento unidirecional do fluxo.
- 3) Sempre quando os fluxos de residentes e não-residentes tiverem o mesmo sentido, o índice será de 100%, já que o módulo do fluxo líquido será igual ao fluxo agregado. Quanto mais alta for a média desse índice dos trimestres, mais unilateral é o fluxo. Vale lembrar que a medida é a média dos trimestres.

Medida 5: Volatilidade

Seja, $\Delta y_{L,t}$ a série do fluxo líquido em primeira diferença, onde:

$$\Delta y_{L,t} = y_{L,t+1} - y_{L,t},$$

temos:

³⁷ O módulo foi usado para o fluxo líquido já que esses podem assumir valores negativos e, para o cálculo da média dos trimestres, a soma de valores com sinais trocados se compensam. A diferença entre o significado estatístico dessa medida e a medida 3 decorre que uma é a média das razões e a outra é a razão das médias.

$$\text{Medida 5} = \left(\frac{\sqrt{E[\Delta y_{L,t} - E(\Delta y_{L,t})]^2}}{E(y_{A,t})} \right)$$

Essa medida é a relação entre uma medida de dispersão do fluxo líquido (o desvio padrão da série em primeira diferença)³⁸ e uma medida de importância do mesmo fluxo (média do fluxo agregado). Ela permite a comparação da volatilidade entre os fluxos do mesmo país e entre os mesmos fluxos de diferentes países. Justifica-se o uso dessa medida, pois a medida de dispersão relativa mais utilizada, o coeficiente de variação, não é adequada para essa situação. Essa medida, que é dada pelo desvio padrão dividido pela média do fluxo líquido, e aparece em alguns trabalhos como o de Claessens *et all* (1995), apresenta sérios problemas para a análise dos fluxos financeiros. Esses fluxos podem assumir valores negativos ou positivos, inclusive o valor nulo, dessa forma, quando a média do fluxo assume valores pequenos ou próximos de zero, o coeficiente de variação tende a ficar alto, mesmo tratando-se de um fluxo com o desvio padrão relativamente baixo.

II.1.3.3 Os resultados

II.1.3.3.i Características gerais dos fluxos financeiros

Nessa seção apresentaremos as tendências gerais dos fluxos financeiros para o conjunto de países estudados. O *quadro 4* apresenta, para o período de 1990 a 2006, as medidas relativas à soma dos *investimentos diretos*, *investimentos de portfolio* e *empréstimos bancários e outros* para o conjunto dos oito países selecionados. Esse quadro mostra que, a julgar pela entrada líquida de recursos, o fluxo de *investimento direto* tem sido o instrumento mais importante de financiamento desses países, que, em média, foi de 8,5 bilhões de dólares por trimestre. Entretanto, os fluxos agregados tendem a ser maiores para os *investimentos de portfolio* e os *empréstimos bancários e outros*, o que mostra um grande movimento de fluxos de residentes e não-residentes nesses tipos de fluxos financeiros. Essa constitui uma tendência geral dos fluxos de capitais no período da globalização:

“Da ótica dos fluxos de capitais, a globalização tem características bem peculiares quando confrontada com outras épocas. Sua natureza particular apresenta-se na

³⁸ O desvio padrão não é uma boa medida de dispersão para séries não estacionárias. Como nem todas as séries são estacionárias para os diferentes períodos optou-se por trabalhar com a variação dos fluxos de capital (em primeira diferença não se rejeita a hipótese de que as séries são estacionárias para todas as séries trabalhadas). Para uma análise aprofundada das propriedades das séries não estacionárias, ver Patterson (2000).

dominância dos fluxos brutos quando *vis-à-vis* os fluxos líquidos.” (CARNEIRO, 2002:236)

Uma primeira impressão da dominância dos fluxos brutos sobre os fluxos líquidos é que, em um determinado momento t do tempo, há simultaneamente grande entrada de capital estrangeiro e os residentes remetem uma grande quantia para o exterior, caracterizando uma situação de diversificação de *portfolio* no plano internacional. Porém, nossos dados não mostram isso. O que se percebe é um descompasso entre as entradas e saídas de capitais. Ou seja, no momento t_1 há grande saída de capitais de residentes e não-residentes, enquanto no momento t_2 essa tendência se inverte. O resultado do processo no final dos dois períodos é uma grande movimentação no agregado e um pequeno resultado líquido. Nesse sentido, o ponto importante a ser destacado é que esse tipo de fluxo no curto prazo é *unidirecional* enquanto em um espaço mais longo de tempo dá a impressão de ser um fluxo *bidirecional*³⁹. Ou seja, um fluxo com essas características pode alimentar grande volatilidade na taxa de câmbio e, ainda assim, não ser um fluxo importante do ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos.

É essa a descrição que pode ser feita do fluxo de *investimentos de portfolio*. As medidas 3 e 4 caracterizam essa situação (*quadro 4*). Esse fluxo é relativamente simétrico de acordo com a medida 3, mas assimétrico segundo a medida 4. Ou seja, no longo período de 1990 a 2006, o movimento de entrada se sobrepõe ao movimento de saída, enquanto que a medida 4 mostra que não há sincronia entre essas entradas e saídas para cada trimestre. O inverso ocorre para o fluxo de *investimento direto*. Em perspectiva estrutural, ele é o mais assimétrico, pois a relação entre a entrada líquida e o movimento total de capitais desse tipo é grande. No entanto, em perspectiva conjuntural ele é o mais simétrico dos fluxos. Ou seja, no curto prazo é um fluxo relativamente *bidirecional* enquanto no longo prazo é o mais *unidirecional* dos fluxos. Logo, ao mesmo tempo em que ele é responsável por uma grande formação líquida de passivos nesses países, é um fluxo menos sujeito aos movimentos de conjuntura.

³⁹ Como visto, o conceito *unidirecional* refere-se a uma elevada assimetria entre entradas e saídas dos fluxos de residentes e não-residentes, enquanto que o conceito de *bidirecional* a uma baixa assimetria da mesma relação.

Quadro 4: Características gerais dos fluxos financeiros de 1990 a 2006

| Medidas Estatísticas | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|----------------------------------|---|--|---------------------------|----------------------------|--------------|
| | Média do fluxo líquido (US\$ bilhões/trimestre) | Média do fluxo agregado (US\$ bilhões/trimestre) | Assimetria estrutural (%) | Assimetria conjuntural (%) | Volatilidade |
| Investimento direto | 8,59 | 15,67 | 54,83 | 17,82 | 0,30 |
| Investimento de <i>portfolio</i> | 3,56 | 19,17 | 18,57 | 54,28 | 0,60 |
| Empréstimos bancários e outros | -2,58 | 23,31 | -11,09 | 38,70 | 0,54 |

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Quanto à volatilidade dos fluxos, as estatísticas indicam que o fluxo de *investimento direto* é consideravelmente mais estável que os demais enquanto que os *investimentos de portfolio* são os mais voláteis⁴⁰. Portanto, para o conjunto de países, o *investimento direto* se apresenta como um fluxo de melhor qualidade no financiamento dos países periféricos estudados⁴¹.

II.1.3.3.ii Definição do padrão de qualidade da integração financeira de países periféricos

O objetivo dessa parte do trabalho é classificar cada país de acordo com um padrão de qualidade da integração financeira. Anteriormente, definimos padrões de intensidade da integração financeira usando apenas um critério objetivo que consistia em um índice de intensidade de integração financeira. Nesse caso, por se tratar de uma análise qualitativa, os critérios serão mais flexíveis e não estarão sujeitos a um único indicador. Serão consideradas as características dos fluxos de capitais financeiros no que se refere à volatilidade, assimetria, e a relevância desses fluxos, e ainda, serão analisadas as estruturas dos estoques de ativos e passivos financeiros. Dessa forma, analisaremos, um por um, os oito países e destacaremos apenas os aspectos centrais da

⁴⁰ ... contrariando trabalhos como os de Kregel (1996) e o de Claessens *et al* (1995) que questionam a idéia da maior estabilidade do IDE.

⁴¹ Apesar disso, o *quadro A1* (em anexo) mostra uma tendência a redução da *assimetria estrutural* e de aumento da *assimetria conjuntural* do IDE, ao longo dos três períodos de análise. Além disso, a medida de volatilidade também apresenta um crescimento.

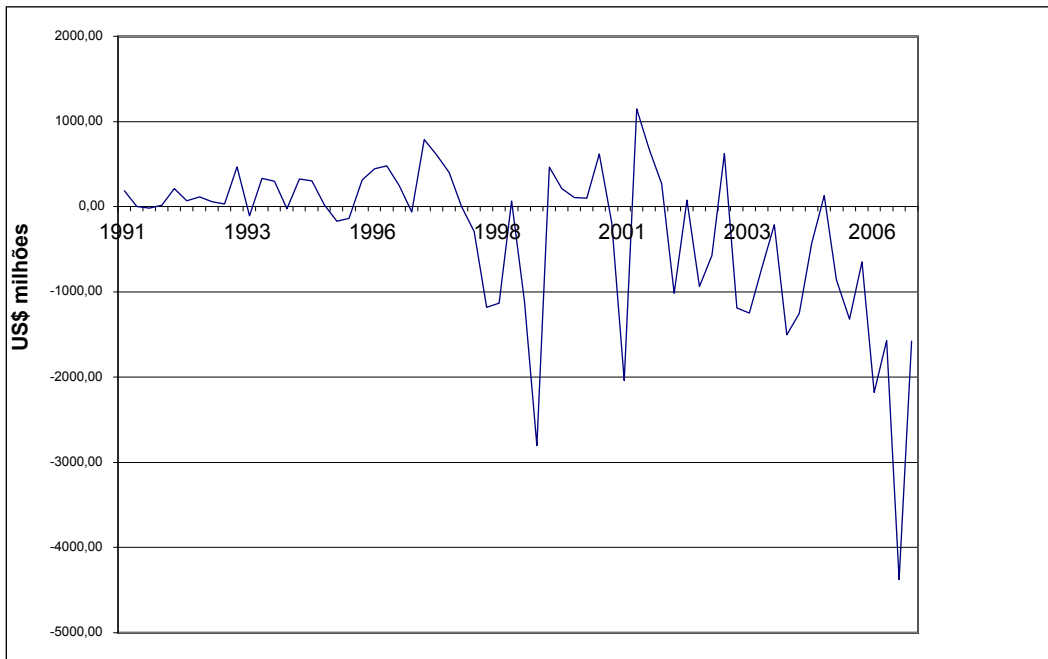
qualidade da integração financeira de cada país. Os quadros A2, A3 e A4, em anexo, constituem a matéria prima de nossa análise.

CHILE

A integração financeira do Chile difere dos demais países em um aspecto central: ao contrário do que se pode entender como “convencional”, os residentes chilenos são grandes investidores em ativos de *portfolio* no exterior. Mesmo em termos absolutos, os residentes chilenos investem mais em ativos de *portfolio* do que brasileiros e argentinos e seu estoque de ativos desse tipo em 2006 só perde para o da Coreia. Esse fenômeno é relativamente recente, já que no período de 1990 a 1996 o país ainda absorvia recursos de *investimentos de portfolio*. A partir de 1998, o fluxo líquido de *investimentos de portfolio* chileno passa a ser extremamente volátil alternando grandes investimentos no exterior com períodos de volta desse tipo capital (*figura 1*). No período entre 2002 e 2006, os chilenos passam a investir no exterior, em média, mais de um bilhão de dólares em ativos de *portfolio* por trimestre.

Outra característica da integração chilena, que difere esse país dos demais países latino americanos, é que o país não apresenta grandes saídas de capital pela conta de *empréstimos bancários e outros*. Enquanto no Brasil, Argentina e México ocorre uma verdadeira drenagem de recursos desse tipo, resultado do pagamento de amortizações de dívidas, no Chile essa conta fecha o longo período de análise (1990 a 2006) no azul. A principal fonte de financiamento da economia chilena nesse mesmo período é o *investimento direto* que responde por 159% do fluxo líquido total. Com isso, em 2006, os passivos chilenos eram majoritariamente compostos por IDE enquanto que a maioria dos ativos era do tipo de *portfolio*. De forma caricatural, é como se a economia chilena tomasse emprestado do resto do mundo no longo prazo (IDE) e emprestasse no curto prazo (*investimentos de portfolio*). Com isso, classificamos o Chile como um país com um padrão relativamente alto de qualidade de integração financeira.

Figura 1: Evolução do fluxo líquido de investimento de *portfolio* do Chile



Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

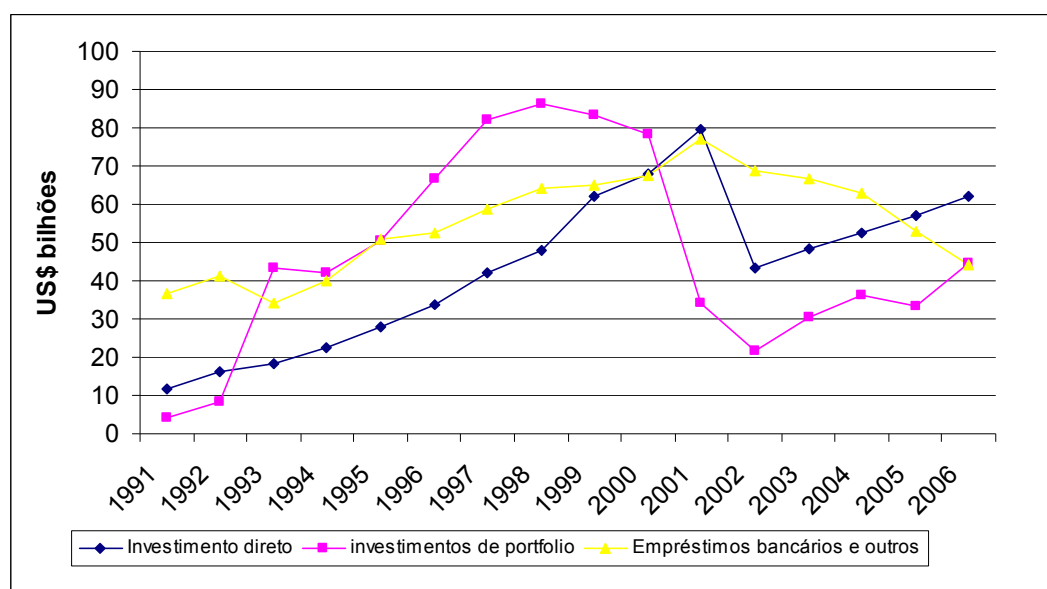
MÉXICO

Dentre os países estudados, o México é aquele que mais absorveu recursos de IDE entre 1990 e 2006, em média foram US\$ 3,03 bilhões de por trimestre. Esse fluxo assume características *unidirecionais* já que os residentes desse país pouco investem no exterior. Essa é uma característica chave da integração financeira do México: a relação entre os fluxos de residentes e não-residentes é extremamente assimétrica. O estoque de ativos (excluídas as reservas governamentais) representou apenas 16% dos passivos externos financeiros em 2006. Na composição dos estoques financeiros, os *empréstimos bancários e outros* são maioria nos ativos, enquanto o IDE é o principal tipo de passivo seguido de perto pelos *investimentos de portfolio*. Um aspecto negativo da integração financeira mexicana está na formação de um enorme estoque de passivos externo e no maior passivo externo líquido dentre os países estudados. Para os dados de 2006 o México ocupa a última colocação dentre os países estudados para o indicador Passivo Externo/Reservas (ver *quadro A4*). Em nossa classificação dos padrões de integração financeira o México se enquadra no padrão de baixa qualidade.

ARGENTINA

A crise Argentina em 2001 é um divisor de águas na forma de inserção financeira da Argentina. No período pré-crise a forma predominante de inserção era pela via dos *investimentos de portfolio*. A evolução dos estoques de passivos externos dessa economia mostra que esse tipo de passivo financeiro teve um crescimento vertiginoso de 1992 a 1998. Já a queda foi mais vertiginosa ainda: do ano 2000 para 2001, os estoques de passivos de *investimentos de portfolio* despencam de 78,4 bilhões de US\$ para 34,2 bilhões, e no ano seguinte para 22,7 bilhões. A trajetória dos *investimentos diretos* é menos abrupta e tem uma resposta posterior à crise já que no ano de maior queda dos *investimentos de portfolio* o estoque de IDE ainda apresentou crescimento (ver figura 2).

Figura 2: Evolução dos passivos externos da Argentina



Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

O padrão pós-crise é de retomada do IDE enquanto que a média do fluxo líquido dos *investimentos de portfolio* é negativa para o período entre 2002 e 2006, apesar do aumento dos estoques de passivos⁴². Nesse período mais recente, os fluxos de entrada de capitais financeiros se reduzem consideravelmente e a integração Argentina passa a ser mais equilibrada na relação entre

⁴² Os estoques de passivos de *portfolio* crescem entre 2002 e 2006 apesar do fluxo líquido ser negativo. A explicação para este fato está na valorização dos passivos denominados pesos associados à valorização da moeda Argentina frente ao dólar. Como visto, as variáveis de estoque, no fim de um período específico, refletem não somente os fluxos financeiros líquidos, mas também mudanças nos preços, taxas de câmbio e outros ajustamentos (ver IMF, 2007).

residente e não-residente. A razão entre o estoque de passivos e ativos financeiros é de 92% em 2006. Apesar da melhora da composição dos estoques de passivos após a crise, classificamos a Argentina como um país com um padrão de baixa qualidade de integração.

CORÉIA

Destaca-se na Coréia a grande importância dos *investimentos de portfolio* em sua integração financeira. Esses fluxos são diferenciados quando comparados aos fluxos de mesmo tipo de outros países, pois eles apresentam a menor volatilidade de acordo com a *medida 5* e baixa assimetria de acordo com as *medidas 3 e 4*, como mostrado nos *quadros A2 e A3* em anexo. Vale sublinhar que, nesses mesmos quadros, observa-se uma diferença notável de volatilidade entre os fluxos de *portfolio* dos diferentes países, sugerindo uma diferença qualitativa entre esses fluxos. Para o período de 1990 a 2006, o Brasil é o país com maior volatilidade nesse fluxo, seguido de Indonésia e Argentina (*quadro A2*).

De 2002 a 2006, apesar de um alto fluxo agregado, a absorção líquida de *investimentos de portfolio* ficou bastante reduzida na Coréia: o fluxo líquido representou apenas 2% do fluxo agregado. Nesse mesmo período, os fluxos líquidos predominantes são os *empréstimos bancários e outros*. Esses últimos fluxos também apresentaram um resultado líquido positivo para o longo período de análise (1990 a 2006) o que representa uma característica presente apenas para Coréia, Índia e Chile dentre os países selecionados.

Os *investimentos diretos* apesar de pouco expressivos em termos líquidos são importantes em termos agregados. Como vimos, para o conjunto de países, a integração financeira através desse tipo de fluxo é fundamentalmente de fora para dentro, ou seja, o fluxo de não-residentes tem grande importância quando comparado ao fluxo de residentes. Entretanto, a Coréia foge a esse padrão. Para os *investimentos diretos*, a média dos fluxos líquidos de residentes representou 92% do fluxo de não-residentes entre 1990 e 2006, dados que traduzem o elevado grau de internacionalização das empresas coreanas. Em 2006, Coréia possuía quase US\$ 240 bilhões em reservas governamentais o que confere a este país uma boa relação entre reservas e passivos externos. A Coréia pode ser classificada no grupo de países com alta qualidade de integração financeira.

BRASIL

O Brasil é o maior receptor de líquido de *investimentos de portfolio* dentre os países estudados, com média de 2,15 bilhões de dólares por trimestre entre 1990 e 2006. A volatilidade desse fluxo também é a maior dentre todos os países estudados. O fluxo de *investimento direto* também tem grande importância para o Brasil e se apresenta como um fluxo relativamente estável. Esse fluxo teve uma enorme importância líquida no período entre 1997 e 2001. Já entre 2002 e 2006, o fluxo agregado de *investimento direto* se mantém alto, mas o fluxo líquido cai consideravelmente. As duas medidas de assimetria sugerem transformações qualitativas nesse fluxo que perde seu caráter unidirecional e passa a ser um importante vetor de formação de ativos no exterior pelos residentes (ver *quadro A3*).

Quadro 5: Renda Líquida Enviada ao Exterior (US\$ bilhões/ano)

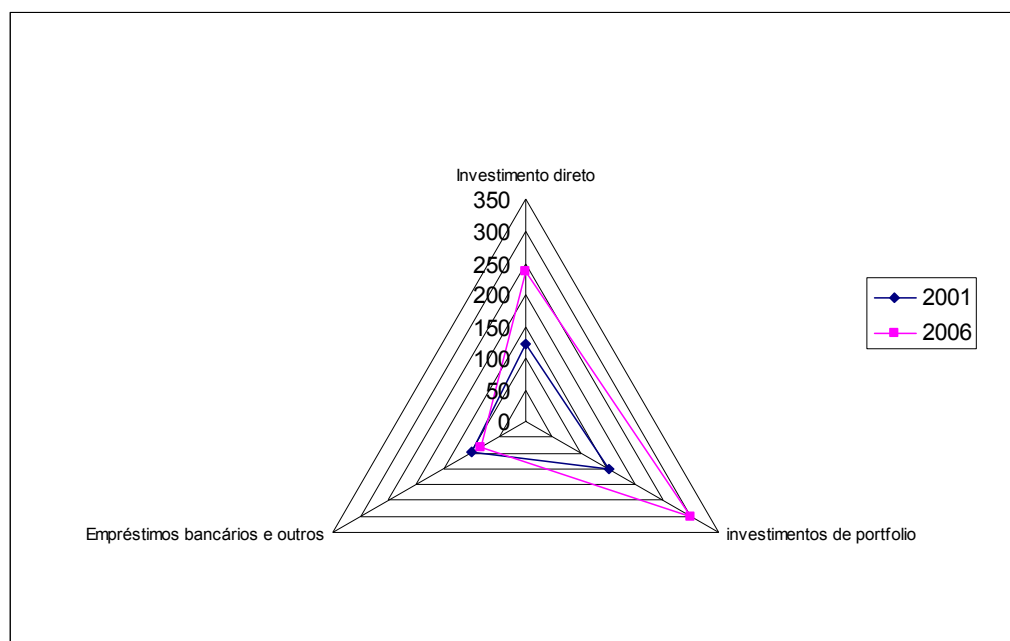
| | 1990-1996 | 1997-2001 | 2002-2006 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ARGENTINA | 3,97 | 7,26 | 7,39 |
| BRASIL | 10,28 | 18,49 | 22,14 |
| CHILE | 2,20 | 2,42 | 9,04 |
| MÉXICO | 10,75 | 12,70 | 11,64 |
| CORÉIA | 0,68 | 3,39 | 0,05 |
| ÍNDIA | 3,64 | 3,98 | 4,60 |
| INDONÉSIA | 5,43 | 7,78 | 9,11 |
| MALÁSIA | n.a. | 6,62 | 6,00 |

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Como mostrado no *quadro 5*, no Brasil ocorre uma verdadeira drenagem de recursos pela via da renda líquida enviada ao exterior. Entre 2002 e 2006 foram 22,1 bilhões de dólares por ano em média. Além disso, o fluxo de *empréstimos bancários e outros* também transfere recursos financeiros ao exterior em larga escala, nesse mesmo período saíram, em média, 4,6 bilhões de dólares por ano (ver *quadro A3*). No que se refere à composição dos estoques, os ativos financeiros são majoritariamente *investimento direto*, enquanto nos passivos predominam os *investimentos de portfolio* (ver *quadro A4*). Os dados sobre a evolução recente dos estoques de passivos mostram uma diminuição nos *empréstimos bancários e outros*, um aumento nos passivos

de IDE, e um crescimento maior nos *investimentos de portfolio* (figura 3). A conjunção do grande estoque de passivos de *portfolio* e a alta volatilidade dos fluxos desse tipo de capital é certamente um aspecto negativo da integração financeira brasileira. Definimos o Brasil como um país com um padrão de baixa qualidade de integração financeira.

Figura 3: Estoque de passivos externo do Brasil em 2001 e 2006 (bilhões de US\$)



Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

ÍNDIA

A Índia será classificada entre os países de alta qualidade de integração financeira. Uma primeira característica a ser apontada no caso indiano é baixa integração desse país pela via dos residentes, ou seja, é uma integração assimétrica, de fora para dentro, onde os fluxos de não-residentes predominam: a relação entre o estoque de ativos sobre o estoque de passivos do país é de apenas 13,7 %. A forma predominante de inserção financeira é pela via de *empréstimos bancários e outros*. Entre 1990 e 2006 esse tipo de fluxo foi a principal fonte de recursos externos da Índia, em média forma US\$ 1,2 bi por ano. O fato de esse país absorver fluxos financeiros na conta de *empréstimos bancários e outros* em grande escala é uma característica que diferencia a Índia da maioria dos demais países. Para o período de 1990 a 2006, esse país absorveu em média 1,2 bi US\$ por trimestre por meio desse tipo de fluxo financeiro. Por último, a Índia ainda tem

uma relação entre o estoque de reservas governamentais e passivos financeiros muito alta quando comparada aos demais países.

MALÁSIA

O fluxo líquido mais importante para o financiamento desse país no período de 1997 à 2006 foi o IDE, este também é o principal investimento na composição do estoque de passivos externos⁴³. A medida de *assimetria estrutural* é relativamente baixa para todos os períodos de análise, o que indica grande formação de ativos de *investimento direto* no exterior. O estoque de passivos financeiros é relativamente equilibrado entre os três tipos de capitais financeiros. Já o estoque de ativos tem predominância dos *investimentos diretos* e dos *empréstimos bancários e outros*. A relação entre as reservas e o estoque de passivos é extremamente alta: 52,4 % em 2005. Por tudo isso a Malásia será classificada entre os países de alta qualidade no padrão de integração.

INDONÉSIA

Alguns aspectos da integração financeira da Indonésia aproximam esse país do padrão latino-americano. Primeiro, a renda líquida enviada ao exterior é extremamente alta para todos os períodos de análise (ver *quadro 5*). Segundo, porque a conta de empréstimos bancários e outros também é responsável por uma grande transferência de recursos ao exterior (aqui o Chile se diferencia desse país e dos demais países latino-americano). Quanto à composição dos fluxos, na média de 1990 e 2006, a Indonésia se assemelha ao padrão brasileiro e argentino (principalmente no pré-crise) com a predominância de um alto e volátil fluxo de *portfolio*.

Os estoques de ativos e passivos desse país são compostos principalmente de *empréstimos bancários e outros*, mas a proporção entre ativos e passivos é extremamente baixa (16%) o que caracteriza uma forma de integração de “fora para dentro”. No que se refere à relação entre o estoque de passivos e as reservas governamentais esse país também acompanha os países latino-americano, para dados de 2005 essa relação era de apenas 20,6 %. Dessa forma, classificamos esse país como um país de baixa qualidade de integração financeira.

⁴³ O IFS-IMF só disponibiliza dados trimestrais para esse país entre o primeiro trimestre de 1997 e o quarto trimestre de 2006.

II.1.3 Classificação dos países segundo padrões de integração financeira

Por fim, a análise da intensidade da integração acusou um critério regional de agrupamento de países; os países latino-americanos, com exceção do México, têm alto padrão de intensidade de integração financeira, enquanto os países asiáticos, apresentam um baixo padrão. Já o padrão de qualidade da integração da integração financeira apresta uma divisão regional de alta qualidade para os asiáticos e baixa qualidade para os latino-americanos se considerarmos duas exceções: o Chile se assemelha mais ao padrão asiático e a Indonésia ao padrão latino-americano. Em seguida, estudaremos o comportamento das taxas de câmbio e juros desses países e faremos o contraste dessas duas variáveis e o padrão de integração financeira.

Quadro 6: Classificação do padrão de integração financeira de países periféricos

| | | INTENSIDADE | |
|-----------|-------|---------------------|----------------------------|
| | | Alta | Baixa |
| QUALIDADE | Alta | Chile | Coréia Índia Malásia |
| | Baixa | Brasil Argentina | México Indonésia |

Fonte: Elaborado pelo autor

II.2 Integração financeira e volatilidade das taxas de câmbio e juros

II.2.1 Relação entre fluxos de capitais, câmbio e juros

Os fluxos de capitais são determinantes na oferta de divisas estrangeiras disponíveis em um país e, em princípio, a taxa de câmbio responde à interação entre a oferta e a procura por essas divisas. Nesse sentido, em um país com livre flutuação do câmbio, e uma demanda estável por divisas estrangeiras, a volatilidade da oferta de divisas estrangeiras seria diretamente transmitida

para a taxa de câmbio⁴⁴. Portanto, em regime de livre flutuação do câmbio, países com alta volatilidade dos fluxos de capitais deveriam apresentar taxas de câmbio mais voláteis. Entretanto, como proposto por Calvo e Reinhart (2000), a maioria dos países periféricos é afetada pela “epidemia do *fear of floating*”. Esses autores relacionam a volatilidade do câmbio à volatilidade de outras variáveis econômicas como as reservas e os juros usando indicadores de volatilidade:

“A idéia que está por trás dos indicadores de medo da flutuação é que sob um regime de flutuação genuína a volatilidade da taxa de câmbio é relativamente alta, ao mesmo tempo em que as volatilidades das reservas internacionais e das taxas de juros são relativamente baixas.” (SOUZA e HOFF, 2006: 3).

Nesse sentido, países podem ter fluxos de capitais voláteis e ainda assim apresentar uma taxa de câmbio estável. Dois instrumentos principais são utilizados para influir na taxa de câmbio: a taxa de juros e as reservas cambiais. O mecanismo de transmissão da taxa de juros para o câmbio com livre mobilidade de capitais é evidenciado, de forma simplificada, pela paridade descoberta dos juros:

$$i = i^* + \hat{E}^e$$

Onde, do lado direito da equação temos a taxa de juros nacional e do lado esquerdo temos a taxa de juros internacional e as expectativas em relação à taxa de câmbio. Dada à taxa de juros internacional, havendo uma divergência entre os dois lados da equação, espera-se um ajuste, ou da taxa de juros interna, ou da taxa de câmbio. No caso de um regime de câmbio fixo a variável de ajuste é a taxa de juros. Nesse sentido, os países com “medo de flutuar” podem fazer uso da taxa de juros para direcionar os fluxos financeiros de forma a estabilizar a taxa de câmbio. Há outros motivos econômicos para o uso político da taxa de juros, mas nossa argumentação será centrada no uso da taxa de juros para influenciar a taxa de câmbio⁴⁵.

⁴⁴ Alguns autores, como Bastos *et all* (2006), propõem outros motivos para a flutuação cambial para o caso brasileiro: “os fluxos de entrada e saída física de capital não são os principais determinantes do movimento do câmbio, mas sim as operações alavancadas nos mercados futuros de juros e câmbio na BM&F, atreladas às negociações nos mercados *offshore* da moeda brasileira.” (BASTOS *et all*, 2006: 550). Acreditamos, porém que, em última instância, as expectativas dos agentes que geram essas operações estão vinculadas ao comportamento dos fluxos de capitais.

⁴⁵ “Não se pode atribuir toda mudança na taxa de juros a tentativas de estabilizar a taxa de câmbio. No caso brasileiro recente, dado o regime de metas de inflação adotado, a própria volatilidade das pressões inflacionárias é uma causa importante da volatilidade da taxa de juros” (SOUZA e HOFF,2006:6). De toda forma, a tentativa de reduzir a taxa de

O segundo mecanismo de estabilização da taxa de câmbio são as reservas cambiais. Essas são compradas ou vendidas pelas autoridades monetárias nos mercados de câmbio domésticos. O efeito sobre o câmbio deriva da interferência dessas compras ou vendas sobre a oferta e demanda doméstica de divisas estrangeiras. Há controvérsias sobre a eficácia do efeito das reservas sobre a taxa de câmbio. Segundo a Unctad (2007), a compra de reservas pode provocar o efeito contrário ao esperado:

“Moreover, if central banks attempt from the outset to limit the extent of appreciation of the domestic currency through intervention in the foreign-exchange market, the resulting growing stock of foreign currency reserves only reduces the risk for international speculators.” (UNCTAD, 2007: IV)

A variação das reservas também pode ter outras motivações que não influir na taxa de câmbio, como por exemplo, ela pode fazer parte de uma estratégia de defesa dos governos frente a crises internacionais. Dessa forma, nos centraremos nas variáveis de câmbio e juros, e a volatilidade das reservas para os países estudados será apresentada de forma complementar. Mais adiante analisaremos a relação entre essas variáveis usando as medidas de volatilidade descritas a seguir.

II.2.2 Medidas de volatilidade aplicadas a câmbio e juros

Os dados usados para as séries de taxa de câmbio, juros e reservas são também do IFS-IMF. Para volatilidade do câmbio usaremos a média do módulo da variação percentual mensal da taxa de câmbio nominal:

$$\text{Medida } \sigma = E \left| \left(\frac{e_m - e_{m-1}}{e_{m-1}} \right) * 100 \right|$$

Onde e_m é a taxa de câmbio nominal no mês m e e_{m-1} é a taxa de câmbio nominal no mês anterior, com $m = 1, 2, \dots, n$. As taxas de câmbio são medidas pela média do período e são

inflação pode ser intermediada por uma política de câmbio, principalmente em países de alto *pass-through*. Nesse caso, a variação dos juros afetaria a taxa de câmbio e em seguida os preços domésticos. Além disso, a estabilidade da taxa de câmbio pode atender a vários objetivos de política macroeconômica entre eles a estabilidade financeira, a competitividade externa e a redução da vulnerabilidade externa. Para análise dos objetivos e estratégias da política cambial ver Prates (2007).

expressas na unidade da moeda nacional por dólares. Essa medida apresenta o quanto, em média, a taxa de câmbio varia percentualmente por mês.

Da mesma forma, a medida de volatilidade dos juros será também a média do módulo da variação percentual mensal:

$$Medida\ 7 = E\left[\left|\frac{i_m - i_{m-1}}{i_{m-1}}\right| * 100\right]$$

Onde i_m é a taxa de juros nominal no mês m e i_{m-1} é a taxa de juros nominal no mês anterior, com $m = 1, 2, \dots, n$. A taxa de juros usada foi a taxa de mercado monetário (*money market rate*). Essa medida mostra quantos pontos percentuais, em média, a taxa de juros varia por mês.

Para as reservas apresentam-se três medidas para dados trimestrais: o desvio padrão, a média do fluxo e o coeficiente de variação que consiste na divisão da primeira medida pela última⁴⁶.

$$Medida\ 8 = \sqrt{E[R_t - E(R_t)]^2}$$

$$Medida\ 9 = E(R_t)$$

$$Medida\ 10 = \frac{\sqrt{E[R_t - E(R_t)]^2}}{E(R_t)}$$

Onde R_t é o fluxo de reservas trimestral, com $t = 1, 2, \dots, n$. A análise será feita em dois períodos: de 1997 a 2001 e 2002 a 2006⁴⁷.

⁴⁶ Os dados trimestrais referem-se ao fluxo de reservas e não à variação dos estoques, esses últimos só estão disponíveis no IFS-IMF para períodos anuais. Com isso, teremos atenção à interpretação do coeficiente de variação que pode ser um indicador falho já que a média pode se situar próxima de zero.

II.2.3 Volatilidade de câmbio, juros e reservas

O *quadro 7* apresenta a volatilidade do câmbio para os países estudados de 1997 a 2001 e 2002 a 2006. No primeiro período, três países se destacam pela maior volatilidade; são eles Brasil, Coréia e Indonésia⁴⁸. Esses países, de acordo com uma fiel interpretação do trabalho de Calvo e Reinhart (2000), não teriam “medo de flutuar” e, portanto, não deveriam apresentar grande volatilidade de variáveis como câmbio, juros e reservas. Já a Índia e a Argentina são os países com menor volatilidade cambial, se esses países estão contaminados com o medo de flutuar, é de se esperar que as demais variáveis sejam bastante voláteis⁴⁹.

Quadro 7: Volatilidade Cambial (média do módulo da variação mensal %)

| | 1997-2001 | 2002- 2006 |
|-----------|-----------|------------|
| Argentina | 0,00 | 3,27 |
| Brasil | 2,87 | 2,98 |
| Chile | 1,58 | 1,83 |
| Coréia | 3,04 | 1,32 |
| Índia | 0,64 | 0,79 |
| Indonésia | 8,74 | 1,64 |
| Malásia | 1,67 | 0,26 |
| México | 1,57 | 1,24 |

Fonte: IFS-FMI, elaborado pelo autor

No período seguinte, entre 2002 e 2006, de forma mais geral, observa-se uma redução da volatilidade cambial dos países asiáticos com exceção da Índia que já apresentava pequena volatilidade no período anterior. O mesmo não pode se dizer dos países latino-americanos; Argentina, Chile e Brasil aumentaram a volatilidade cambial média de um período para o outro. Esses três países somados à Indonésia são os países de maior flutuação, ou melhor, de mais alta

⁴⁷ O período de 1990 a 1996 apresenta uma lacuna de dados para alguns países.

⁴⁸ O Brasil aparece nessa lista apesar do período de estabilidade cambial entre 1994 e 1999, o que aponta para a intensidade da crise cambial de 1999 e a volatilidade até o final de 2001. Coréia e Indonésia também passaram por crises cambiais em 1997. Comentários isolados a parte, a análise dos dados será feita a despeito da particularidade de cada país.

⁴⁹ Nossa análise não pretende analisar, caso a caso, os regimes de câmbio dos diferentes países para os diferentes períodos de tempo. Nosso objetivo é apenas contrastar a volatilidade de três variáveis econômicas (câmbio, juros e reservas) e avaliar se a maior estabilidade de uma variável implica em maior volatilidade das outras. A *figura A2*, em anexo, apresenta a evolução das taxas de câmbio para esses países no período de 1997 a 2006.

volatilidade da taxa de câmbio. A variação da taxa de câmbio nominal brasileira foi em média 2,98 % ao mês no período, para cima ou para baixo.

Quadro 8: Volatilidade dos juros (média do módulo da variação mensal %)

| | 1997-2001 | 2002-2006 |
|-----------|-----------|-----------|
| Argentina | 5,04 | 4,10 |
| Brasil | 2,13 | 0,49 |
| Chile | 3,30 | 0,13 |
| Coréia | 0,70 | 0,05 |
| Índia | 0,19 | 0,01 |
| Indonésia | 4,91 | 1,42 |
| Malásia | 0,59 | 0,02 |
| México | 1,79 | 0,37 |

Fonte: IFS-FMI, elaborado pelo autor

A análise da volatilidade da taxa de juros e das reservas entre 1997 e 2001 (*quadros 8 e 9*) confirma o “medo de flutuar” da Argentina, mas o mesmo não se pode dizer da Índia. Ou seja, enquanto na Argentina a estabilidade cambial custava uma grande volatilidade da taxa de juros, a maior dentre os países estudados, a Índia apresenta a menor volatilidade dessa variável. Percebe-se que em alguns países com a taxa de câmbio volátil também há grande volatilidade dos juros e das reservas, como na Indonésia e no Brasil⁵⁰.

Quadro 9: Volatilidade do fluxo de reservas

| | 1997-2001 | | | 2002-2006 | | |
|-----------|---------------------------------|------------------------------|--------------------------|---------------------------------|------------------------------|--------------------------|
| | Média trimestral (US\$ milhões) | Desvio padrão (US\$ milhões) | Coefficiente de Variação | Média trimestral (US\$ milhões) | Desvio padrão (US\$ milhões) | Coefficiente de Variação |
| Argentina | 226 | 2364 | 10,48 | -840 | 2499 | -2,97 |
| Brasil | 1109 | 8786 | 7,92 | -2296 | 4779 | -2,08 |
| Chile | 89 | 593 | 6,68 | -167 | 879 | -5,26 |
| Coréia | -4040 | 4946 | -1,22 | -5909 | 4169 | -0,71 |
| Índia | -1351 | 1833 | -1,36 | -5645 | 4530 | -0,80 |
| Indonésia | -182 | 2487 | -13,68 | -670 | 2081 | -3,11 |
| Malásia | -392 | 2220 | -5,66 | -2319 | 3783 | -1,63 |
| México | -1101 | 1650 | -1,50 | -1351 | 4992 | -3,70 |

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

⁵⁰ Teriam esses países medo de flutuar apesar de flutuarem muito? Uma forma de responder a essa pergunta seria usando os indicadores de volatilidade relativa propostos por Souza e Hoff (2006), que consistem na razão entre a volatilidade do câmbio e dos juros, e do câmbio e das reservas. Esses autores observam que para o período de janeiro de 1999 e dezembro de 2005 o Brasil apresenta altos indicadores, ou seja, a volatilidade do câmbio é grande relativamente a volatilidade dos juros e das reservas, sugerindo uma ausência do medo de flutuar. (SOUZA E HOFF, 2006:7-8).

O período seguinte, de 2002 a 2006, caracteriza-se por uma redução da volatilidade das taxas de juros em todos os países. Os países de maior volatilidade nesse período são Argentina, Indonésia e Brasil. Esses mesmos países apresentam a maior volatilidade nas taxas de câmbio e reservas. Não por acaso, esses três países foram classificados com um baixo padrão de qualidade de integração financeira. Nesse ponto colocamos a questão central do capítulo: existe alguma relação entre o padrão de integração financeira e a volatilidade de variáveis macros como câmbio e juros?

II.2.4 Padrão de integração financeira e volatilidade das taxas de câmbio e juros

O *quadro 10* esquematiza a intensidade das variações de câmbio e juros para os dois períodos como relativamente alta (+) ou baixa (-). Além disso, esse quadro apresenta a classificação desses países quanto ao padrão de integração financeira desenvolvida anteriormente. Observa-se que, de fato, há uma relação entre o padrão de integração financeira internacional e a volatilidade de câmbio e juros. Apenas Índia e Malásia, países classificados como de baixa intensidade e alta qualidade de integração financeira, apresentaram baixa volatilidade das duas variáveis para os dois períodos. A Coreia, outro país com a mesma classificação, apresentou a alta volatilidade cambial no primeiro período de análise, mais no segundo período, câmbio e juros se comportaram de forma pouco volátil relativamente aos demais países. México e Indonésia são os dois países classificados com um padrão de baixa qualidade e baixa intensidade da integração financeira. O México apresenta alta volatilidade da taxa de juros e baixa volatilidade da taxa de câmbio para os dois períodos. Já a Indonésia apresenta alta volatilidade para as duas variáveis nos dois períodos de análise.

Quadro 10: Intensidade das variações de câmbio e juros e o padrão de integração financeira

| | 1997- 2001 | | 2002-2006 | | Padrão de integração |
|-----------|----------------|---------------|----------------|---------------|--|
| | Taxa de Câmbio | Taxa de juros | Taxa de Câmbio | Taxa de juros | |
| Argentina | - | + | + | + | Intensidade: Alta Qualidade: Baixa |
| Brasil | + | + | + | + | Intensidade: Alta Qualidade: Baixa |
| Chile | - | + | + | - | Intensidade:Alta Qualidade: Alta |
| Coréia | + | - | - | - | Intensidade: Baixa Qualidade: Alta |
| Índia | - | - | - | - | Intensidade: Baixa Qualidade: Alta |
| Indonésia | + | + | + | + | Intensidade: Baixa Qualidade: Baixa |
| Malásia | - | - | - | - | Intensidade: Baixa Qualidade: Alta |
| México | - | + | - | + | Intensidade: Baixa Qualidade: Baixa |

Fonte: Elaborado pelo autor

O Chile foi um país classificado com um padrão de alta qualidade e alta intensidade de integração financeira. Esse país apresentou, no primeiro período, uma baixa volatilidade da taxa de câmbio e alta volatilidade da taxa de juros enquanto que, no segundo período, essa tendência se inverteu. Por fim, Brasil e Argentina, os países com o pior padrão de integração, à exceção da estabilidade cambial argentina no primeiro período de análise, apresentam taxas de câmbio e juros relativamente mais voláteis em relação aos outros países. Uma consideração que pode ser feita é que nenhum país com baixa qualidade ou alta intensidade de integração financeira consegue ter baixa volatilidade de câmbio e juros, simultaneamente. Esse é um atributo apenas dos países com baixa intensidade e alta qualidade no padrão de inserção financeira.

II.3 Padrão de integração financeira e autonomia de política monetária

A trindade impossível foi uma expressão cunhada por Robert Mundell que se refere a uma implicação do modelo que leva seu nome (CARVALHO *et all*, 2001). Essa expressão representa uma regra onde só se podem conciliar duas das três seguintes situações: liberdade de movimento de capitais, autonomia de política monetária e regime de câmbio fixo. Para Carneiro (2002), a globalização pode ser representada pela combinação da liberdade de capitais e a autonomia de

política monetária, mas, esse mesmo autor propõe uma diferenciação da aplicação dessa regra entre os países periféricos e os países centrais. Em regimes de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, os países da periferia têm autonomia de política monetária restringida enquanto que os países do centro têm autonomia de fato. O elemento responsável por essa distinção centro-periferia é a conversibilidade da moeda, de forma que, ao contrário dos países periféricos, os países com moedas conversíveis usufruem de autonomia da política monetária associada à liberdade de capitais⁵¹. Essa questão também pode ser analisada por outro ângulo, considerando a qualidade da moeda uma questão de fundo e usando o perfil de integração financeira como variável de análise.

Vimos que países com um pior perfil de integração financeira tendem a apresentar maior volatilidade nas taxas de câmbio e juros. A grande volatilidade da taxa de câmbio gera conseqüências econômicas negativas para essas economias. O *currency mismatch* e as pressões inflacionárias são só alguns dos problemas gerados pelas variações exageradas da taxa de câmbio. Dado esses efeitos perversos, os países com padrão de inserção financeira de baixa qualidade tem a opção de usar a taxa de juros como um instrumento para afetar a volatilidade e o patamar da taxa de câmbio. Entretanto, a própria volatilidade da taxa de juros, por se tratar de um preço central para a economia, também produz efeitos econômicos negativos:

“A taxa de juros é um preço central numa economia capitalista, na medida em que a expectativas quanto à sua variação determinam um certo estado de preferência entre a posse de ativos mais ou menos líquidos e, conseqüentemente, definem o fluxo de gastos monetários que determina o emprego, a renda e os salários no mundo ‘real’” (BELLUZZO, 1998:160-161)

Dessa forma, os países periféricos com pior qualidade de integração financeira sofrem duplamente com a volatilidade de câmbio e juros. A liberdade dos fluxos de capitais gera grandes movimentos nas taxas de câmbio e, com isso, a política monetária fica refém dessa volatilidade. O caráter pró-cíclico das políticas monetárias torna-se necessário para gerar “credibilidade” e evitar

⁵¹ “O importante a salientar é que, dada a livre mobilidade dos capitais, não há possibilidade de os países periféricos participantes do sistema não aceitarem essa regra de formação das taxas de juros, porque na hipótese de fixarem taxa de juros internas abaixo da taxa estabelecida pelo mercado, não só deixariam de receber capitais como provocariam uma fuga dos capitais locais. Ou seja, a autonomia da política econômica doméstica, entendida como capacidade de determinar as taxas de juros, é restrita quando comparada à dos países do centro do sistema.” (CARNEIRO, 2002: 232)

problemas como o *currency mismatch* e o *pass-through*⁵². O que era pra ser uma trindade impossível se transforma em uma “dualidade impossível”, já que, a autonomia de política monetária em um ambiente de livre mobilidade de capitais requer um padrão de integração financeira benigno. Nesses termos, a saída de política econômica seria uma melhora do padrão de integração financeira.

Entretanto, há também o efeito conjunto da volatilidade das taxas de câmbio e juros sobre os fluxos de capitais. No que se refere à taxa de juros, o estado de incerteza em relação seu preço futuro incentiva os agentes a manterem seus ativos de forma líquida para que possa alterar a composição de seu *portfolio* rapidamente com as mudanças de expectativas. O reflexo disso para o conjunto de agentes é um fluxo financeiro fundamentalmente de curto prazo e altamente volátil. Quanto à taxa de câmbio, ela é o valor de referência para os passivos financeiros externos de um país, sua volatilidade é também a volatilidade do valor de contratos entre residentes e não-residentes denominados em moeda nacional, logo, ela acentua a incerteza dos investidores estrangeiros em adquirir ativos nesse país. Como consequência, os fluxos financeiros tornam-se mais voláteis:

“A imprevisibilidade da evolução das taxas de câmbio estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo, que acentuaram ainda mais a volatilidade dos mercados de divisas.” (PRATES, 2005:268).

Nesse sentido, há uma dupla determinação entre a volatilidade de câmbio e juros e o padrão de integração financeira. Países com taxas de câmbio e juros voláteis tendem a ter um padrão de baixa qualidade, e, não custa dizer, por ter um padrão de baixa qualidade tendem a ter taxas voláteis. A saída desse ciclo vicioso seria, ou a estabilização das taxas de câmbio e juros, ou a melhora do padrão de integração.

⁵² “Aside from asymmetries associated with international currencies, there is significant evidence that policies in the developing world can by no means be considered entirely “autonomous”. The most important issue in this regard is the fact that developing countries are expected to behave in ways that generate “credibility” to financial markets, which means that they are expected to adopt pro-cyclical (austerity) policies during crises.” (OCAMPO, 2001:11)

Portanto o problema central é a relação de dependência entre as taxas de câmbio e juros⁵³. Como colocado na trindade impossível, em um ambiente de livre mobilidade de capitais não há como estabilizar essas duas variáveis. Nesse caso, pode-se pensar na melhora do perfil de integração financeira com a estabilização de apenas uma dessas variáveis. A estabilização da taxa de câmbio pode representar um reforço do sistema financeiro visto que ela representa uma maior estabilidade do valor dos ativos e passivos externos medidos em moeda nacional, nesse sentido, a confiança no valor futuro da moeda pode ampliar o horizonte temporal dos investidores (AGLIETTA, 2004). No entanto, em ambiente de mobilidade de capitais financeiros o preço da estabilidade cambial pode custar uma grande volatilidade da taxa de juros, e a sustentação da taxa de câmbio em determinados patamares pode ser “um convite para o desastre” (FRENKEL e TAYLOR, 2006: 7).

Já a estabilização da taxa de juros é benéfica para a atividade econômica na medida em que reduz o estado de incerteza de agentes que escolhem entre ativos financeiros e produtivos, de maior ou menor grau de liquidez. No entanto, da mesma forma, com liberdade de capitais, o custo de uma taxa de juros estável pode ser um alto grau de volatilidade da taxa de câmbio. Essa dinâmica será mais intensa quanto pior for o perfil de inserção financeira do país.

A saída de política econômica restante é a intervenção direta no padrão de inserção financeira internacional. Como vimos, esse padrão é composto pela intensidade mais a qualidade da inserção financeira, logo, as políticas econômicas podem ser direcionadas para esses dois eixos. No que se refere à intensidade, trata-se de diminuir o peso da integração financeira em relação à integração comercial, visto que essa última resulta reconhecidamente em fluxos de divisas mais estáveis. Políticas de comércio exterior e de promoção das exportações podem tornar os fluxos financeiros fontes de recursos secundárias para o financiamento da economia, diminuindo o peso dessas sobre a volatilidade das variáveis de câmbio e juros⁵⁴.

⁵³ “Como os ativos denominados em diferentes moedas não são substitutos perfeitos, as arbitragens realizadas com o intuito de manter as relações entre paridades de taxa de juros com cobertura cambial tornam em muitas ocasiões, as determinações dos juros e do câmbio simultâneas e interdependentes.” (MIRANDA, 1997: 264-65)

⁵⁴ Como já foi observado, a composição da pauta de exportações e importações também influi na “qualidade da integração comercial” que pode determinar fluxos de capitais mais ou menos voláteis, mas esse não é o tema desse trabalho.

Quanto à qualidade da integração financeira, convêm políticas para atrair capitais financeiros de melhor qualidade e restringir os capitais que formam fluxos financeiros de alta reversibilidade e volatilidade, ou dito de outra forma, para melhorar a qualidade do padrão de integração financeira é oportuno aplicar políticas de controle dos fluxos de capitais⁵⁵.

“Controles são vistos como um instrumento permanente de proteção das economias nacionais. Seu papel é precisamente bloquear canais de integração entre mercados domésticos e externos, autonomizando o mercado interno em relação ao que ocorre no exterior. Assim, controles podem ser usados, por exemplo, para permitir a uma economia manter taxas de juros diferentes daquelas que seriam impostas se fossem livres os movimentos de capitais.” (CARVALHO e SICSÚ, 2004:168)

O resultado esperado dessas políticas é a melhora no padrão de integração financeira e, com isso, permite-se conciliar uma taxa de câmbio mais estável com a autonomia de política monetária. Com isso, pode ser revertido o ciclo vicioso onde a volatilidade macroeconômica piora a qualidade da inserção externa, e essa última aumenta a primeira. Esse processo tende a inibir os capitais de curto prazo e alongar a estrutura de maturidade dos passivos. “A especulação simplesmente definha quando os preços -câmbio e juros- são estáveis.” (GUTTMANN, 1996:75).

⁵⁵ A melhora do perfil de integração financeira associada à uma queda na intensidade pode respeitar a condição de livre mobilidade de capitais enquanto que as políticas que visam melhorar diretamente a qualidade dos fluxos financeiros dependem de intervenção nessa condição. O primeiro tipo de política quando comparada a política de controle de capitais, obedece um tempo econômico distinto. Enquanto que a redução da intensidade da integração financeira pode levar anos, as medidas políticas sobre a qualidade podem ter impacto imediato sobre fluxos financeiros. É bem verdade que uma redução da intensidade da integração pode ter como consequência a atração de fluxos financeiros de melhor qualidade já que pode levar a uma melhora na volatilidade das taxas de câmbio e juros.

Considerações finais

Nessas últimas páginas da dissertação pouparemos o leitor de uma simples repetição das conclusões à que chegamos, em vez disso, nos restringiremos a tentar articular as três questões fundamentais que foram colocadas. São elas; a hierarquia de moedas, o perfil de integração financeira e a volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Essas três questões estão ligadas em torno de um problema central que, a nosso ver, está associado a uma característica monetária do subdesenvolvimento. A raiz desse problema está na hierarquia das divisas, o fluxo de capitais financeiros internacionais formam seu canal de transmissão, e o efeito desse problema é a volatilidade das variáveis macroeconômicas como câmbio e juros.

Dentre os países estudados, distinguimos uma separação regional entre latino-americanos e asiáticos no que se refere ao tipo de inserção financeira: Brasil, Argentina e México apresentaram um pior padrão de integração financeira, enquanto Coréia, Índia e Malásia apresentaram um melhor padrão. Indonésia e Chile são exceções à nossa classificação regional, já que, no que se refere ao padrão de integração financeira, o primeiro país se assemelha mais ao padrão latino americano e o segundo converge mais para o padrão asiático. Os dados apresentados tendem a confirmar nossa hipótese de trabalho de que existe uma relação entre o perfil de integração financeira e a volatilidade de câmbio e juros. Ou seja, países de pior padrão de integração financeira têm uma maior volatilidade dessas variáveis. Essa volatilidade é não somente a consequência de um padrão de inserção financeira de má qualidade, mas também é responsável pela cristalização desse padrão. Um passo a mais, em busca de uma visão mais estrutural do processo, seria relacionar essa dinâmica à qualidade da moeda.

O fluxo de capitais financeiros corresponde às trocas de ativos financeiros entre residentes e não-residentes. Embora possa parecer reducionista, estamos nos referindo à troca de promessas de pagamento ao nível internacional. E, por detrás da qualidade dessas promessas de pagamentos estão as unidades de conta às quais elas estão denominadas. Os ativos financeiros e contratos de dívida denominados em moedas mais fortes tendem a ser mais líquidos. Nesse sentido, os ativos financeiros trocados entre residentes e não-residentes estão hierarquizados de acordo com suas qualidades e representam aquilo que chamamos de “pirâmide das divisas”.

Vimos que essa estrutura externa de hierarquia seria reproduzida no âmbito doméstico caso não houvesse nenhum tipo de regulamentação, ou seja, caso não existisse um espaço monetário nacional definido. Esse espaço é caracterizado por um conjunto de normas que garante uma hierarquia centrada na moeda do Estado a qual chamamos de “pirâmide da moeda”. Dentre outras funções, essas normas regulam o uso das divisas estrangeiras em território nacional e as trocas financeiras entre residentes e não-residentes. Essas trocas representam a interação entre as duas pirâmides em questão, em outras palavras, o fluxo de capitais financeiros representa um canal de ligação entre as duas pirâmides.

A existência desse canal de ligação entre as duas estruturas de hierarquia permite que o aumento da preferência pela liquidez dos agentes domésticos se traduza em fuga de capitais financeiros, já que, os ativos mais líquidos do sistema internacional estão denominados em outras moedas. Por outro lado, uma redução da preferência pela liquidez no plano externo pode provocar a entrada maciça de fluxos financeiros nos países de moeda de pior qualidade. Ou seja, contratos denominados nessas moedas ganham um maior grau de liquidez quando os agentes criam expectativas quanto à valorização dessas divisas. Cria-se uma “convertibilidade fictícia” ou temporária que não tem sustentabilidade ao longo do tempo. Como resultado, nos momentos de restrição de liquidez internacional, ou de inversão da tendência à valorização, essa convertibilidade desaparece e contratos nessas moedas não são mais aceitos no plano internacional. Essa dinâmica, que depende do grau de exposição dos países aos diferentes fluxos de capitais, tem efeitos previsíveis sobre as variáveis domésticas como câmbio e juros.

Nesse sentido, a regulação que expõe o sistema monetário nacional aos fluxos financeiros externos deve ter em conta a posição da moeda nacional na hierarquia das divisas. Os países de moedas mais fracas devem controlar os fluxos financeiros para melhorar o padrão de integração financeira com a finalidade de dar estabilidade às taxas de câmbio e de juros. Ou ainda, usando a metáfora desenvolvida em nosso trabalho, a Esfinge deve ser fortalecida de forma a proteger a pirâmide da moeda. Caso contrário, o subdesenvolvimento monetário fecha-se em um círculo vicioso onde um padrão de integração financeira de baixa qualidade alimenta a volatilidade de câmbio e juros que, por sua vez, impedem a melhora qualitativa dos fluxos de capitais e,

consequentemente, a melhoria desse padrão de integração. Esse sistema perpetua a inconvertibilidade da moeda.

Por último, essa dissertação aponta para futuros estudos que tentarão enquadrar os elementos aqui colocados na problemática do desenvolvimento econômico. Como visto, a raiz do problema é uma característica monetária do subdesenvolvimento que faz com que a livre mobilidade de capitais tenha efeitos mais perversos na periferia do que no centro. Esse problema pode ser considerado uma manifestação monetária da relação centro-periferia que remete à assimetria do sistema monetário internacional e à hierarquia das moedas. Como efeito econômico, temos a instabilidade macro que se transmite da volatilidade dos fluxos capitais financeiros para os preços-chave da economia como as taxas de câmbio e de juros. Há também um efeito político de redução do raio de manobra da política monetária ou de “disciplina” das políticas do governo por parte do mercado. Portanto, a alta mobilidade da riqueza financeira constitui um entrave estrutural à superação do subdesenvolvimento econômico nos países periféricos. Ou ainda; há uma contradição entre a plena mobilidade de capitais e o desenvolvimento na periferia. Um antídoto para esse problema estrutural consiste na melhora da inserção financeira externa de forma a neutralizar essa característica típica da periferia do sistema internacional. Essa etapa constitui uma condição necessária à superação do subdesenvolvimento.

Anexo

Quadro A1: Características gerais dos fluxos financeiros para três períodos

| 1990 - 1996 | | | | | |
|----------------------------------|---|--|---------------------------|----------------------------|--------------|
| Medidas Estatísticas | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| | Média do fluxo líquido (US\$ bilhões/trimestre) | Média do fluxo agregado (US\$ bilhões/trimestre) | Assimetria estrutural (%) | Assimetria conjuntural (%) | Volatilidade |
| Investimento direto | 4,02 | 6,42 | 62,62 | 12,06 | 0,18 |
| Investimento de <i>portfolio</i> | 4,42 | 16,58 | 26,66 | 71,95 | 0,68 |
| Empréstimos bancários e outros | 0,11 | 18,02 | 0,62 | 43,87 | 0,66 |
| 1997 - 2001 | | | | | |
| Investimento direto | 14,85 | 22,13 | 67,10 | 20,14 | 0,26 |
| Investimento de <i>portfolio</i> | 2,90 | 18,42 | 15,76 | 44,97 | 0,55 |
| Empréstimos bancários e outros | -5,63 | 24,51 | -22,99 | 33,91 | 0,40 |
| 2002 - 2006 | | | | | |
| Investimento direto | 8,73 | 22,16 | 39,41 | 23,56 | 0,28 |
| Investimento de <i>portfolio</i> | 3,01 | 23,53 | 12,78 | 38,83 | 0,50 |
| Empréstimos bancários e outros | -3,31 | 29,53 | -11,21 | 36,26 | 0,54 |

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Quadro A2: Características fluxos financeiros por país de 1990 a 2006

| INVESTIMENTO DIRETO | | | | | |
|---------------------------------------|---|--|---------------------------|----------------------------|--------------|
| Medidas Estatísticas | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| | Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre) | Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre) | Assimetria estrutural (%) | Assimetria conjuntural (%) | Volatilidade |
| ARGENTINA | 1183 | 1846 | 64,1 | 66 | 1,27 |
| BRASIL | 2738 | 4419 | 61,9 | 69 | 0,56 |
| CHILE | 724 | 1485 | 48,8 | 51 | 0,80 |
| CORÉIA | 77 | 1844 | 4,2 | 32 | 0,71 |
| ÍNDIA | 567 | 932 | 60,8 | 76 | 0,25 |
| INDONÉSIA | 188 | 850 | 22,1 | 82 | 0,74 |
| MALÁSIA | 328 | 1536 | 21,4 | 39 | 0,46 |
| MÉXICO | 3038 | 3739 | 81,2 | 90 | 0,58 |
| INVESTIMENTOS DE PORTFOLIO | | | | | |
| ARGENTINA | 647 | 2956 | 21,9 | 80 | 1,40 |
| BRASIL | 2153 | 4181 | 51,5 | 84 | 1,97 |
| CHILE | -322 | 1249 | -25,8 | 63 | 0,82 |
| CORÉIA | 1390 | 5136 | 27,1 | 57 | 0,72 |
| ÍNDIA | 876 | 914 | 95,8 | 100 | 1,21 |
| INDONÉSIA | 337 | 885 | 38,1 | 96 | 1,56 |
| MALÁSIA | 110 | 1570 | 7,0 | 65 | 1,28 |
| MÉXICO | 1608 | 3559 | 45,2 | 90 | 1,25 |
| EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E OUTROS | | | | | |
| ARGENTINA | -1038 | 2951 | -35,2 | 64 | 1,02 |
| BRASIL | -1971 | 4651 | -42,4 | 78 | 1,63 |
| CHILE | 52 | 1154 | 4,5 | 69 | 1,39 |
| CORÉIA | 645 | 5875 | 11,0 | 57 | 0,83 |
| ÍNDIA | 1235 | 2505 | 49,3 | 69 | 0,92 |
| INDONÉSIA | -418 | 1111 | -37,6 | 97 | 1,04 |
| MALÁSIA | -1680 | 2739 | -61,3 | 76 | 1,10 |
| MÉXICO | -221 | 3968 | -5,6 | 67 | 1,26 |

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Quadro A3: Características fluxos financeiros por país para três períodos

| INVESTIMENTO DIRETO | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|---|--|---------------------------|----------------------------|--------------|---|--|---------------------------|----------------------------|--------------|---|--|---------------------------|----------------------------|--------------|
| Medidas Estatísticas | 1990 - 1996 | | | | | 1997 - 2001 | | | | | 2002 - 2006 | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| | Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre) | Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre) | Assimetria estrutural (%) | Assimetria conjuntural (%) | Volatilidade | Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre) | Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre) | Assimetria estrutural (%) | Assimetria conjuntural (%) | Volatilidade | Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre) | Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre) | Assimetria estrutural (%) | Assimetria conjuntural (%) | Volatilidade |
| ARGENTINA | 775 | 1203 | 64,5 | 69 | 0,53 | 2213 | 3244 | 68,2 | 66 | 1,28 | 724 | 1349 | 53,7 | 64 | 0,91 |
| BRASIL | 726 | 1126 | 64,4 | 58 | 0,70 | 6495 | 7312 | 88,8 | 90 | 0,32 | 1798 | 6137 | 29,3 | 63 | 0,62 |
| CHILE | 391 | 704 | 55,6 | 53 | 0,42 | 831 | 1959 | 42,4 | 46 | 0,70 | 1017 | 1947 | 52,3 | 52 | 0,84 |
| CORÉIA | -266 | 851 | -31,2 | 33 | 0,40 | 482 | 2558 | 18,8 | 28 | 0,41 | 150 | 2519 | 6,0 | 34 | 0,87 |
| ÍNDIA | 214 | 246 | 87,2 | 93 | 0,37 | 764 | 984 | 77,7 | 83 | 0,25 | 915 | 2000 | 45,7 | 45 | 0,18 |
| INDONÉSIA | 601 | 756 | 79,5 | 80 | 0,45 | -257 | 827 | -31,1 | 99 | 0,84 | 30 | 1032 | 2,9 | 64 | 0,87 |
| MALÁSIA | - | - | - | - | - | 377 | 1184 | 31,8 | 49 | 0,53 | 299 | 1747 | 17,1 | 33 | 0,44 |
| MÉXICO | 1634 | 1634 | 100,0 | 100 | 0,37 | 4096 | 4537 | 90,3 | 96 | 0,68 | 3943 | 5889 | 67,0 | 71 | 0,43 |
| INVESTIMENTO DE PORTFOLIO | | | | | | | | | | | | | | | |
| Medidas Estatísticas | 1990 - 1996 | | | | | 1997 - 2001 | | | | | 2002 - 2006 | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| ARGENTINA | 2116 | 3455 | 61,2 | 77 | 1,68 | 47 | 3365 | 1,4 | 71 | 0,94 | -810 | 1849 | -43,8 | 93 | 0,92 |
| BRASIL | 3529 | 4142 | 85,2 | 91 | 2,35 | 1928 | 4949 | 38,9 | 84 | 1,69 | 453 | 3467 | 13,1 | 75 | 1,69 |
| CHILE | 143 | 235 | 60,9 | 84 | 1,10 | -163 | 1199 | -13,6 | 56 | 1,10 | -1038 | 2515 | -41,2 | 44 | 0,52 |
| CORÉIA | 1852 | 3118 | 59,4 | 61 | 0,50 | 1984 | 4401 | 45,1 | 62 | 0,79 | 148 | 8697 | 1,7 | 47 | 0,65 |
| ÍNDIA | 453 | 453 | 100,0 | 100 | 1,03 | 473 | 559 | 84,7 | 100 | 1,10 | 2044 | 2091 | 97,8 | 100 | 0,96 |
| INDONÉSIA | 521 | 535 | 97,4 | 100 | 0,85 | -423 | 1003 | -42,2 | 100 | 2,15 | 928 | 1325 | 70,1 | 88 | 1,00 |
| MALÁSIA | - | - | - | - | - | -356 | 1135 | -31,4 | 71 | 1,18 | 390 | 1830 | 21,3 | 61 | 1,29 |
| MÉXICO | 2353 | 4420 | 53,2 | 90 | 0,82 | 1153 | 2904 | 39,7 | 84 | 1,65 | 1020 | 3009 | 33,9 | 96 | 1,78 |
| EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E OUTROS | | | | | | | | | | | | | | | |
| Medidas Estatísticas | 1990 - 1996 | | | | | 1997 - 2001 | | | | | 2002 - 2006 | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| ARGENTINA | -1116 | 2780 | -40,2 | 51 | 1,22 | -63 | 3898 | -1,6 | 57 | 0,92 | -2036 | 2375 | -85,7 | 91 | 0,71 |
| BRASIL | -1614 | 3847 | -42,0 | 75 | 2,43 | -3285 | 4973 | -66,1 | 80 | 1,12 | -1157 | 5454 | -21,2 | 80 | 1,25 |
| CHILE | 316 | 790 | 39,9 | 72 | 1,28 | -113 | 1256 | -9,0 | 58 | 1,10 | -100 | 1487 | -6,7 | 77 | 1,56 |
| CORÉIA | 981 | 4933 | 19,9 | 40 | 0,42 | -1919 | 5829 | -32,9 | 57 | 1,01 | 2740 | 7240 | 37,8 | 78 | 0,90 |
| ÍNDIA | 990 | 1830 | 54,1 | 71 | 0,72 | 1033 | 2377 | 43,5 | 58 | 0,79 | 1878 | 3767 | 49,8 | 79 | 0,99 |
| INDONÉSIA | 552 | 783 | 70,5 | 100 | 1,34 | -905 | 1242 | -72,9 | 96 | 1,22 | -1442 | 1494 | -96,5 | 93 | 0,57 |
| MALÁSIA | - | - | - | - | - | -1419 | 1934 | -73,4 | 92 | 0,84 | -1837 | 3222 | -57,0 | 67 | 1,12 |
| MÉXICO | 48 | 3173 | 1,5 | 59 | 0,61 | 471 | 3770 | 12,5 | 80 | 1,59 | -1290 | 5279 | -24,4 | 65 | 1,30 |

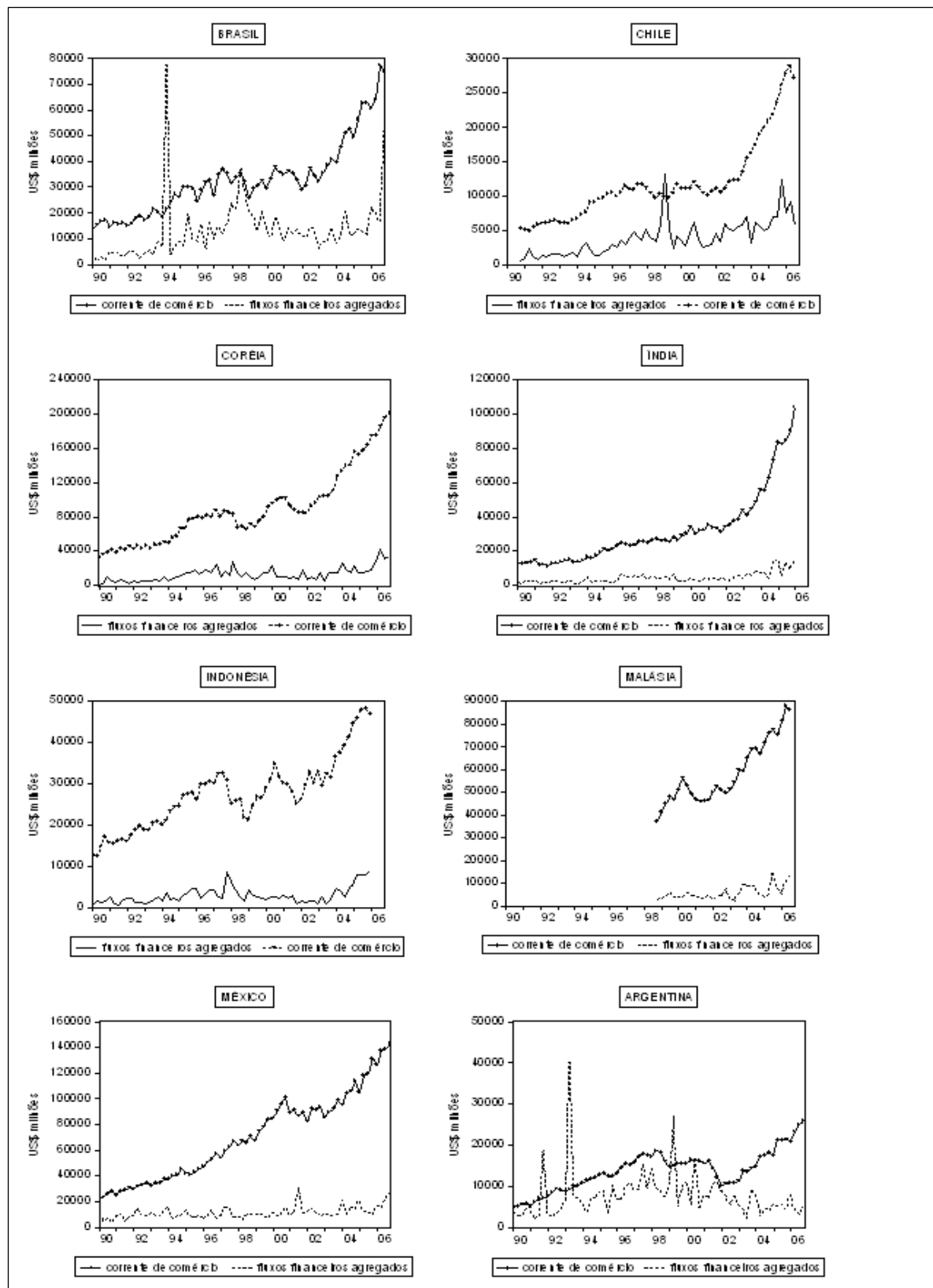
Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Quadro A4: Estoque de ativos e passivos financeiros

| | | Ativos (excl.Res) (US\$ milhões) | Passivos (US\$ milhões) | PEL (excl Reservas) (US\$ milhões) | ativos/ passivos (%) | Reservas (US\$ milhões) | Reservas/ Passivo (%) |
|------------------|-------|---|-------------------------------|---|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| ARGENTINA (2006) | IDE | 25531 | 62135 | 36603 | 41 | | |
| | PORT | 192 | 49702 | 49511 | 0 | | |
| | OI | 117228 | 44055 | -73174 | 266 | | |
| | TOTAL | 142951 | 155891 | 12940 | 92 | 32520 | 20,9 |
| BRASIL (2006) | IDE | 107446 | 236184 | 128738 | 45 | | |
| | PORT | 8834 | 300907 | 292072 | 3 | | |
| | OI | 30312 | 83087 | 52775 | 36 | | |
| | TOTAL | 146592 | 620177 | 473585 | 24 | 85839 | 13,8 |
| CHILE (2006) | IDE | 26787 | 80732 | 53944 | 33 | | |
| | PORT | 57244 | 20908 | -36336 | 274 | | |
| | OI | 18698 | 34100 | 15402 | 55 | | |
| | TOTAL | 102730 | 135740 | 33010 | 76 | 19428 | 14,3 |
| CORÉIA (2006) | IDE | 46756 | 117987 | 71231 | 40 | | |
| | PORT | 77209 | 357287 | 280079 | 22 | | |
| | OI | 78655 | 178964 | 100309 | 44 | | |
| | TOTAL | 202619 | 654238 | 451619 | 31 | 238957 | 36,5 |
| ÍNDIA (2005) | IDE | 12087 | 50260 | 38173 | 24 | | |
| | PORT | 1290 | 63362 | 62072 | 2 | | |
| | OI | 18143 | 115582 | 97439 | 16 | | |
| | TOTAL | 31519 | 229204 | 197684 | 14 | 151626 | 66,2 |
| INDONÉSIA (2005) | IDE | -479 | 13500 | 13978 | -4 | | |
| | PORT | 2537 | 34190 | 31654 | 7 | | |
| | OI | 24335 | 121043 | 96708 | 20 | | |
| | TOTAL | 26393 | 168733 | 142340 | 16 | 34724 | 20,6 |
| MALÁSIA (2005) | IDE | 21789 | 47516 | 25727 | 46 | | |
| | PORT | 3369 | 41343 | 37974 | 8 | | |
| | OI | 20613 | 44817 | 24204 | 46 | | |
| | TOTAL | 45772 | 133677 | 87905 | 34 | 70120 | 52,5 |
| MÉXICO (2006) | IDE | 30753 | 236231 | 205478 | 13 | | |
| | PORT | 6708 | 254344 | 247636 | 3 | | |
| | OI | 50984 | 79525 | 28540 | 64 | | |
| | TOTAL | 88445 | 570100 | 481655 | 16 | 76330 | 13,4 |

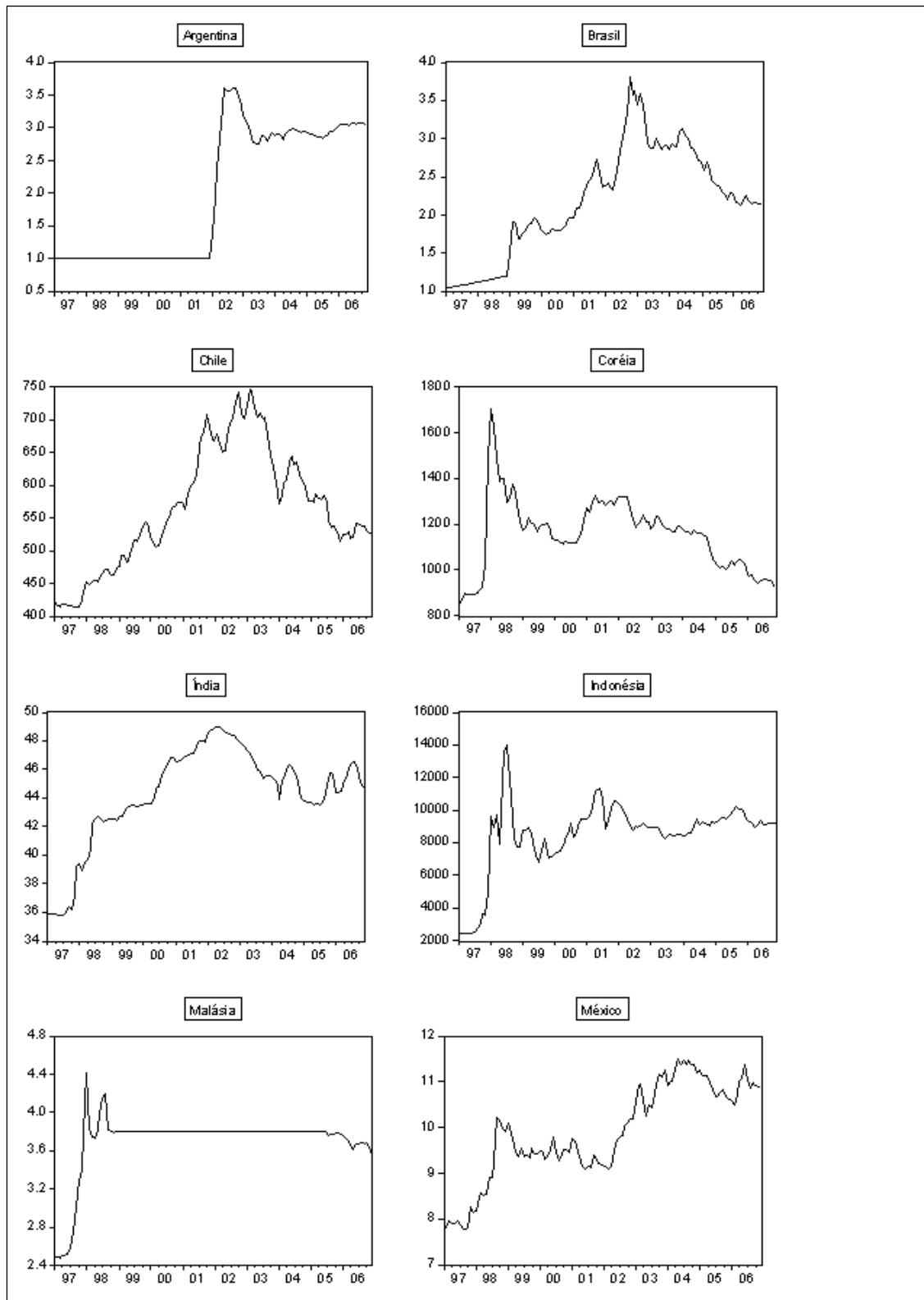
Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Figura A1: Evolução do numerador e denominador do índice 1



Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Figura A2: Evolução das taxas de câmbio de 1997 a 2006



Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Referências Bibliográficas

AGLIETTA, M. (1986) *La fin des devises clés : essai sur la monnaie internationale*, Paris: La Découverte.

_____. (2002) Money a matter of credit and trust, *Pour les journées internacionales d'économie monétaire*, Lyon.

_____. (2004) *Macroeconomia financeira – crises e regulação monetária*, São Paulo: Loyola.

_____; BERREBI, L. (orgs) (2007) *Désordre dans le capitalisme mondiale*, Paris: Odile Jacob.

_____; ORLÉAN, A. (orgs) (1998) *La monnaie souveraine*, Paris: Odile Jacob.

ARIDA, P. (2003a) Por uma moeda plenamente conversível. Em: *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), pp. 135-142, jul./set.

_____. (2003b) Ainda sobre conversibilidade, *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), pp.135-142, jul./set.

ATHKORALA, P.; RAJAPATIRANA, S. (2003) Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America, *World Economy*, v.26 n.4, pp.613–37.

BACHA, E.L. (2003) Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa, Em: *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), pp. 143-150, jul./set..

BASTOS, P. *et al.*, (2006), Controle de capitais e reformas liberais: uma comparação internacional, *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 15, n.3 (28), pp. 545-576.

BELL, S.A (2001) The Role of the State and the Hierarchy of Money, *Cambridge Journal of Economics*, v. 25, pp.149-163.

BELLUZZO, L.G. (2005) Prefácio, em CHESNAIS, F. (org.) *A finança mundializada*, São Paulo: Boitempo Editorial.

_____. (1998) Dinheiro e as transfigurações da riqueza, em TAVARES, M. C. FIORI, J. L. (org) *Poder e dinheiro*, Petrópolis: Vozes.

_____; CARNEIRO, R. (2004) O mito da conversibilidade, *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, p. 218-222, abr./jun..

BIANCARELI, A. M. (2007) *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*, Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, outubro de 2007.

BIS (2007) *Quarterly Review*, March 2007.

BRUNHOFF, S. (1981) *État et Capital – Recherches sur la politique économique*, Paris: François Maspero.

_____. (2005) instabilidade monetária internacional, em CHESNAIS, F. (org.) *A finança mundializada*, São Paulo: Boitempo Editorial.

CALVO, G. A; REINHART, C. M. (2000) Fear of Floating, *NBER Working Paper*, n.7993.

CAMARA, M.; SALAMA, P. A inserção diferenciada -com efeitos paradoxais- dos países em desenvolvimento na mundialização, em CHESNAIS, F. (org.) (2005) *A finança mundializada*, São Paulo: Boitempo Editorial.

CARNEIRO, R. (1999) Globalização financeira e inserção periférica, *Economia e Sociedade*, Campinas: (13), pp.57-92.

_____. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX*, São Paulo: Editora Unesp.

_____. (2006) Globalização e inconversibilidade monetária, *Texto para discussão 120*, Campinas: IE-Unicamp.

_____. (2007) Globalização e integração periférica, *Texto para discussão 126*, Campinas: IE-Unicamp.

CARVALHO, F. J. C. *et al.* (2001) *Economia Monetária e Financeira*, Rio de Janeiro: Campus.

_____; SICSÚ, J. (2004) Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais, *Revista de Economia Política*, vol. 24, nº 2 (94), abril-junho/2004.

CLAESSENS *et al.* (1995) Portfolio capital flows: hot or cold?, *The world bank economic review*, vol.9, n.1, pp.153-174.

COHEN, B. J. (2004) *The future of money*, Princeton: Princeton University Press.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDEU, D. & GABER, P. (2003) An essay on the revived Bretton Woods System, *NBER working papers*, n. 9971.

ECB (2006) The accumulation of foreign reserves, *occasional paper serie*, n.43.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. PANIZZA, U. (2003) Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters. *NBER Working Paper*, n. 10036.

FIORI, J.L. (1999) Estados, moedas e desenvolvimento, em FIORI, J.L. (org) *Estados e Moedas*, Petrópolis: Vozes.

- _____. (2007) *O poder global*, São Paulo: Boitempo.
- FRENKEL, R. TAYLOR, L. (2006) Real exchange Rate, Monetary policy and employment, *DESA working paper*, n.19.
- FOLEY D. (1992) Money in the economic activity, em NEWMAN, P.; MILGATE, M.; EATWELL, J. (eds), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, London: Palgrave Macmillan, v. 3, pp. 519-525.
- GOODHART, C. (1998) The two concepts of money: implications for the analyses of optimal currency áreas, *European Journal of Political Economy*, Vol..14, pp. 407-432.
- GUTTMANN, R. (1996) A transformação do capital financeiro, *Economia e sociedade*, n.7: 29-49.
- HAYEK, F. A. (1999) The denationalization of money: an analysis of the theory and practice of concurrent currencies, em STEPHEN, K. (Ed) *The collected works of Hayek v.6 - good money, part II*, London: Routledge.
- HELLEINER, E. (1997) One Nation, One Money: Territorial Currencies and the Nation-State, *ARENA Working Papers*, 97/17.
- HICKS, J.R. (1962) Liquidity, *The Economic Journal*, Vol. 72, n.288, pp.787-802.
- IMF (1993) *Balance of payment manual*, Washington DC: IMF.
- _____. (2007) *International Financial Statistics*, Database and browser, Washington DC: IMF.
- INNES, A. M. (2004) What is money?, in WRAY R., *Credit and the State theory of money*, Cheltenham: Elgar.
- KEYNES, J.M. (1991) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Nova York: Harcourt.
- _____. (1979) *A Treatise on Money*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Volumes V, Londres: Macmillan.
- KINDLEBERGER, C. P. (2007) *Movimentos internacionais de capitais*, Rio de Janeiro: Record.
- KNAPP, G.F. (1924) *The State theory of money*, London: Macmillan.
- KREGEL, J. A. (1996) Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais, *Economia e sociedade*, Campinas, n.7, pp. 29-49.

- LANE, P. R.; MILESI-FERRETI, G. M. (2006) The external wealth of nations: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, *IMF Working Paper*, 06/069.
- MARX, K. (1971) *O Capital*, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- MEADE, J.E. (1951) *The balance of payments*, London: Oxford University Press.
- MEDEIROS, C. (1997) Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina, em TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*, Petrópolis: Vozes.
- MINSKY, H. (1986) *Stabilizing an unstable economy*, London: Yale University Press.
- MIRANDA, J. C. (1997) Dinâmica financeira e política macroeconômica, em FIORI, J.L.; TAVARES, M.C. (orgs) *Poder e Dinheiro, uma economia política da globalização*, Petrópolis: Vozes.
- OCAMPO, J. (2001) International asymmetries and the design of the international financial system, *Series temas de coyuntura*, n.15, Santiago: Cepal.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. (2004) *Global capital markets*, Cambridge: Cambridge University Press.
- PALMA, G. (2004) Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina, em FIORI, J.L. (org.) *O poder americano*, Petrópolis: Vozes.
- PATTERSON, K. (2000) *An introduction to applied econometrics*, Nova York: St Martin Press.
- PLIHON, D. (1991) *Les Taux de change*, Paris: Découverte.
- PRATES, D. (2007) A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes, *Texto para discussão 133*, Campinas: IE-Unicamp.
- _____. (2005) As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, *Revista de economia contemporânea*, v.9, n.2, pp.263-288.
- RODRIK, D. VELASCO, A. (1999) Short-term capital flows, *NBER working paper*, n.7364. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w7364>, acessado em 01 dez. 2007.
- SERRANO, F. (2002) Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, n.11 (2), pp. 237-253.
- SOUZA, F. E. P.; HOFF, C. R. (2006) O Regime Cambial Brasileiro: Sete Anos de Flutuação, em BERLINSKI, J. et al. (Orgs.). *15 Anos de Mercosur*, Montevideu: Editora Zonalibro.

- TOVAR, C. (2005) International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America, *BIS Quarterly Review*, dez-2005, pp.109-118.
- TURNER, P. (1991) Capital flow in the 1980s: a survey of major trends, *BIS economic paper*, n.30.
- UNCTAD (2007) *Trade and Development Report*, Geneva: United Nations.
- WRAY, R. (2004) “The Credit Money, State Money, and Endogenous Money Approaches”, SHE Conference 2004, Disponível em: http://she.web.unsw.edu.au/Conference_2004/Papers/wray.pdf, acessado em 01 dez. 2007.