

A gestão dos fluxos de capitais na América Latina nos anos 90

Daniela Magalhães Prates¹

Resumo

Este artigo analisa a gestão dos fluxos de capitais na América Latina na década de 90. Ao mesmo tempo em que o retorno dos capitais externos voluntários contribuiu para aliviar os desequilíbrios externo e fiscal, duas causas fundamentais da instabilidade macroeconômica dos anos 80, também gerou novos desafios para a gestão macroeconômica dos países da região, dada a volatilidade desses fluxos e seus determinantes, em grande parte associados a uma dinâmica exógena aos países. No entanto, o ingresso de recursos externos teve efeitos diferenciados sobre o desempenho macroeconômico e sobre os sistemas financeiros domésticos, os quais dependeram da resposta de política aos fluxos, que envolve tanto a gestão macroeconômica adotada – distintas combinações entre as políticas cambiais e monetárias – quanto ao grau de abertura financeira.

Introdução

Na década de 80, a política econômica e o desempenho da maioria dos países da América Latina foram condicionados por uma forte restrição externa, um fator recorrente de instabilidade. As performances em termos de inflação, crescimento, poupança e investimento guardaram correlação direta com a magnitude das transferências ao exterior realizadas no período. No início dos anos 90, essa situação alterou-se com a entrada de um grande volume de capitais externos. O alívio daquela restrição teve um importante impacto sobre o desempenho macroeconômico dos países (Damill et al., 1996).

O retorno dos fluxos de capitais voluntários contribuiu para aliviar a restrição externa e reduzir os desajustes financeiro e fiscal do setor público, duas causas fundamentais da instabilidade macroeconômica dos anos 80 (Baer, 1995). A redução das transferências ao exterior teve um efeito imediato sobre o nível de absorção doméstica consistente com o equilíbrio externo e ampliou os graus de liberdade das políticas econômicas domésticas.

¹ Mestre – UNICAMP. Instituto de Economia (IE)/Pesquisadora da FUNDAP. IESP.

No entanto, a ampla liquidez internacional gerou novos desafios para a gestão macroeconômica. Dada a natureza dos fluxos recentes – voláteis e de curto prazo – e seus determinantes, em grande parte associados a uma dinâmica exógena aos países, a possibilidade de sua reversão tornou-se uma das preocupações centrais da política econômica dos países da região. Essa política deve evitar que o desempenho da economia seja contaminado de forma excessiva pelos fluxos. Quanto maior a contaminação, maior será a instabilidade macroeconômica gerada no momento de reversão e os custos do ajustamento externo. Ou seja, um dos principais determinantes do grau de vulnerabilidade externa desses países é a resposta de política aos fluxos de capitais (Tiltelman & Uttoff, 1994).

A absorção dos fluxos de capitais teve efeitos diferenciados sobre o desempenho macroeconômico – grau de apreciação cambial, de recuperação do consumo e do investimento, de crescimento das importações, intensidade da queda da inflação, etc. – e sobre os sistemas financeiros domésticos dos países, que dependeram essencialmente de dois fatores: da etapa dos programas de estabilização e reformas estruturais; e da resposta de política aos fluxos.

No momento da reinserção no mercado financeiro internacional, os países encontravam-se em condições macroeconômicas bastante desiguais (BIS, 1995). Alguns já haviam consolidado a estabilização monetária e praticamente concluído as reformas liberalizantes, enquanto outros ainda encontravam-se num contexto de inflação alta e avanço tímido dessas reformas. As situações iniciais determinaram diferentes respostas de política ao ingresso de capitais externos. Mais do que isso, resultaram em diferentes graus de liberdade na opção de política (Tavares, 1993).

Um fator essencial foi a relação entre a absorção de recursos externos e a estabilização. Em outras palavras, o uso dado ao financiamento externo – obter a estabilização, financiar o consumo ou o investimento doméstico – e a sua relação com o fechamento dos hiatos fiscal e externo (Damill et al., 1996). Enquanto o Chile e a Colômbia já haviam efetuado grande parte do ajuste externo e fiscal na década de 80 e estavam com taxas de inflação baixas, o México encontrava-se na etapa inicial do seu processo de estabilização monetária e já havia avançado em algumas reformas liberalizantes, enquanto a Argentina e o Brasil ainda enfrentavam um contexto de elevada instabilidade macroeconômica e situações externa e fiscal desfavoráveis. Apesar das especificidades nacionais, nos três últimos

países os ingressos de capitais foram essenciais para a eliminação do desequilíbrio externo e para viabilizar os programas de estabilização com âncora cambial.

A discussão sobre as opções de gestão dos fluxos torna-se irrelevante se o diagnóstico convencional – de que os fluxos são guiados pelos *fundamentals* e sustentáveis desde que os países mantenham as políticas recomendadas pelo Consenso de Washington – é aceito. Nessa visão, a entrada de capitais conduziria a economia para uma nova situação de equilíbrio, com níveis mais elevados de crescimento e novos patamares para os preços-chave. Como não existiria a possibilidade de reversão súbita dos fluxos em decorrência de fatores exógenos, já que sua sustentabilidade dependeria das políticas aplicadas pelos países receptores, também não se colocaria a questão da instabilidade desses preços e da necessidade de ajustamento dos níveis de produção, renda e de endividamento a um contexto de escassez de recursos externos. Ademais, a perda de autonomia da política econômica é vista como um dos benefícios da abertura financeira nos países em desenvolvimento, pois reduziria o espaço para a adoção de políticas irresponsáveis. Os agentes imporiam vetos a essas políticas mediante a fuga da moeda nacional.

1 As respostas de política aos fluxos de capitais

As autoridades econômicas podem utilizar dois conjuntos de políticas para administrar os fluxos de capitais quando os consideram transitórios ou que a economia não têm condições de absorvê-los (Devlin et al., 1995). A necessidade de respostas de política existe porque esses fluxos afetam os dois preços-chave para a alocação dos recursos – taxas de juros e de câmbio –, os quais também constituem os preços de referência para o cálculo econômico dos agentes e, assim, impactam sobre o desempenho das economias.

O primeiro conjunto de políticas refere-se à **gestão macroeconômica dos fluxos**, que envolve distintas combinações entre as políticas cambiais e monetárias, ou seja, diferentes regimes cambial-monetários. As opções de política foram condicionadas pelo quadro macroeconômico inicial de cada país: instabilidade versus estabilidade monetária. O segundo conjunto diz respeito à **natureza da abertura**

financeira, incluindo medidas de âmbito regulatório, que redefinem a inserção financeira externa do país. As diferentes combinações entre a gestão macroeconômica e o marco institucional referente à abertura financeira irão determinar distintos graus de receptividade da economia aos fluxos e, assim, de vulnerabilidade externa dos países.²

A seguir, apresentaremos uma tipologia das respostas de política aos fluxos de capitais dos países latino-americanos na década de 90. A maioria dos países utilizou apenas a gestão macroeconômica dos fluxos, mas alguns também recorreram a medidas de âmbito regulatório, como a regulação da entrada de capitais de curto prazo (Titelman & Uttoff, 1994).

1.1 A gestão macroeconômica dos fluxos

1.1.1 O regime de taxa de câmbio flexível

A **primeira opção** de gestão macroeconômica dos fluxos é a adoção de um **regime de câmbio flexível**. Nesse caso, o banco central não intervém no mercado de câmbio e, assim, os fluxos de capitais não alteram as reservas internacionais. Num contexto de ampla liquidez internacional, o efeito imediato é a valorização da taxa de câmbio nominal. Esta taxa torna-se a variável de ajuste dos desequilíbrios entre oferta e demanda de divisas. Num segundo momento, ocorre a geração de déficits comerciais, absorvendo parcela do superávit gerado na conta de capital do balanço de pagamentos.

Essa opção de política tem conseqüências perversas sobre a competitividade externa da economia, essencial para reduzir a vulnerabilidade a possíveis reversões súbitas dos fluxos. Assim, constitui uma das principais questões a serem consideradas pela gestão macroeconômica das economias periféricas (Calvo et al., 1992). A volatilidade dos fluxos de capitais também tem efeitos negativos sobre a

² Nas tipologias apresentadas por Titelman & Uttoff (1994) e CEPAL (1994) não é enfatizada a existência de dois conjuntos de medidas: as medidas de âmbito macroeconômico e as medidas de caráter regulatório, relacionadas com a abertura financeira com o exterior. Optamos por fazer essa distinção, pois a nosso ver, uma questão essencial é avaliar em que medida a gestão macroeconômica é suficiente para isolar a economia dos efeitos deletérios dos fluxos de capitais. Além disso, os dois conjuntos de medidas têm impactos diferentes sobre a economias. As medidas relativas à abertura financeira são muitas vezes estruturais, no sentido de redefinirem a inserção externa da economia.

estabilidade da taxa de câmbio. No entanto, segundo Zahler, “De uma perspectiva macroeconômica, as conseqüências que pode ter uma entrada excessiva de capitais sobre o nível da taxa de câmbio real são inclusive mais importantes que aquelas derivadas de uma maior volatilidade desta taxa. De fato, se a taxa de câmbio mantém-se abaixo do equilíbrio por um longo período de tempo, ocorrem ao menos dois efeitos não desejados. Em primeiro lugar, “se corre o risco” de afetar negativamente o setor comercializável da economia (...) Em segundo lugar, em algum momento, o valor da taxa de câmbio deve retornar ao seu nível de equilíbrio de longo prazo (ou inclusive superar esse valor por algum tempo), o que exercerá pressões sobre os preços, colocando em risco a meta de controle da inflação” (Zahler, 1992: 169).

O problema desse raciocínio é desconsiderar o efeito da própria instabilidade da taxa de câmbio sobre as decisões de investimento e preço dos agentes. Isso porque essa taxa, assim como a taxa de juros, é um preço de referência para o cálculo econômico e, com isso, pode gerar pressões inflacionárias independentemente do impacto inflacionário de uma desvalorização nominal. A maior incerteza em relação a um preço-chave passa a ser incorporada nos *mark-ups* desejados e, assim, se reflete sobre os preços.³ Além disso, o comportamento desses *mark-ups* também é afetado pela volatilidade da taxa de câmbio, pois os agentes passam a fazer ajustes preventivos para compensar o risco cambial.⁴ O efeito sobre os preços domésticos é mais intenso quanto maior for a participação do setor exportador e dos insumos importados na atividade produtiva doméstica.

Em suma, a intervenção do banco central no mercado de câmbio é necessária, por um lado, para evitar a deterioração da balança comercial e, por outro, para evitar a volatilidade do câmbio, que constitui um preço-chave e, assim, uma âncora nominal para as decisões dos agentes.

3 Na sua análise sobre política monetária com abertura da conta de capital, Zahler (1992) parte da hipótese de que essa política constitui o instrumento por excelência de estabilização monetária, não incluindo na análise o papel da política cambial no controle da inflação. Essa análise decorre de uma visão específica sobre as causas do processo inflacionário, sobre a relação entre moeda/inflação/formação de preços. O *trade off* entre política macro e abertura financeira decorre da incompatibilidade de se utilizar a política cambial como instrumento de promoção das exportações e a política monetária como instrumento de controle da inflação.

4 A volatilidade cambial também tem efeitos perversos sobre o custo do capital; ver Akyuz (1992; 1993).

1.1.2 O regime de taxa de câmbio controlada

A segunda opção de gestão macroeconômica dos fluxos é a adoção de um **regime de taxa de câmbio controlada**. Quando a autoridade monetária intervém no mercado de câmbio acumulando reservas, são esterilizados os efeitos dos fluxos de capitais sobre o mercado cambial, mas surgem conseqüências para o **mercado monetário**, já que esta acumulação afeta o grau de liquidez da economia e a taxa de juros. A intensidade do impacto dependerá do regime cambial adotado: **câmbio fixo** ou **bandas de flutuação**. Enquanto no primeiro todo o ajuste no mercado de câmbio é realizado através das reservas internacionais, num regime de bandas parte do ajuste ocorre através da taxa de câmbio – no intervalo definido pelo piso e teto da banda – e, com isso, o efeito sobre a liquidez doméstica é menor.

Em relação à política monetária, existem duas alternativas: esterilizar ou não o impacto monetário da aquisição de divisas pelo banco central. A escolha dependerá da opção entre uma natureza ativa ou passiva da política monetária (em termos de manejo da demanda agregada) e do programa de estabilização adotado – com âncora monetária ou cambial.

É possível distinguir duas alternativas principais de gestão macroeconômica utilizadas pelos países latino-americanos, que envolveram diferentes graus de intervenção no mercado de câmbio: a intervenção não-esterilizadora e a intervenção esterilizadora. A primeira opção de política – regime de câmbio flexível – não foi utilizada por nenhum país da região (CEPAL, 1994).

1.1.2.1 Intervenção não-esterilizadora

Esta resposta de política consiste num regime de câmbio fixo ou controlado sem esterilização dos impactos monetários das intervenções do banco central no mercado cambial. Foi adotada por países que optaram por manter uma política monetária passiva. O principal objetivo da política macroeconômica, nesse caso, foi a estabilização dos preços através da utilização do câmbio como âncora nominal. O caso limite é um regime de câmbio nominal fixo com conversibilidade monetária, como o vigente na Argentina após o Plano Cavallo. Nesse contexto, abdica-se tanto da política cambial como instrumento de promoção das exportações – devido ao compromisso com uma taxa de câmbio nominal fixa –, quanto da política

monetária enquanto instrumento de manejo da demanda agregada. Como a base monetária torna-se totalmente endógena, determinada pela variação das reservas internacionais, o próprio regime cambial adotado determina um regime monetário no qual são limitados os mecanismos para esterilizar as operações cambiais.⁵

A função da política cambial, nesse caso, é garantir a convergência entre o nível de preços doméstico e internacional. O papel da taxa de câmbio como âncora do sistema de preços é levado ao limite. O êxito dessa estratégia depende também da abertura da economia às importações que, somada ao câmbio nominal rígido, passa a disciplinar os reajustes dos preços dos bens comercializáveis,⁶ exercendo uma pressão baixista. Contudo, o movimento de queda desses preços não é instantâneo. Já os preços dos não-comercializáveis (serviços, etc.), que não enfrentam a concorrência externa, desaceleram-se num ritmo muito mais lento ou até podem aumentar num primeiro momento. Devido a esses fatores, não ocorre uma convergência imediata da inflação doméstica à internacional.⁷ Assim, observa-se uma apreciação real do câmbio e perda de competitividade internacional. O êxito da estratégia também depende da confiança dos agentes econômicos na capacidade da autoridade monetária defender a taxa de câmbio nominal, exigindo a manutenção de um elevado volume de reservas internacionais.

A adoção de uma política monetária passiva tem como conseqüências a expansão da liquidez doméstica e a queda da taxa de juros, que afetam o nível e a composição da demanda agregada. A maior demanda por importações, estimulada pela apreciação cambial e pelo aumento da absorção doméstica, neutraliza em parte a expansão monetária através de venda de divisas pelo banco central. O próprio aumento da demanda sustenta a manutenção ou até a alta dos preços dos bens não-comercializáveis, reforçando a valorização real do câmbio.

5 A capacidade do Banco Central da Argentina atuar como prestador em última instância é muito reduzida. O limite das operações de assistência financeira de liquidez é dado pela proporção de títulos públicos denominados em dólares que podem servir de lastro para a base monetária, juntamente às reservas internacionais. Quando essa proporção é menor que o máximo permitido – 1/3 da base monetária –, o Banco Central pode comprar títulos públicos dos bancos com problemas de liquidez, até atingir o limite estabelecido. Além disso, o crescimento anual do valor dos títulos públicos em carteira não pode ser superior a 10% ao ano (Meyer, 1997).

6 São chamados de bens tradeables ou comercializáveis internacionalmente os importados, exportáveis e aqueles produzidos com insumos importados ou exportáveis (Carvalho, 1995)

7 A convergência é bastante lenta. Na Argentina, a inflação apenas se igualou ao nível registrado nos Estados Unidos em meados de 1994, três anos após o lançamento do plano; ver Batista Júnior (1996).

A intervenção não-esterilizadora envolve um grau significativo de receptividade da gestão macroeconômica aos fluxos de capitais. Do ponto de vista externo, resulta em apreciação cambial e geração de déficits comerciais financiados por fluxos de curto prazo, tornando a economia vulnerável a mudanças nas condições financeiras internacionais. A vulnerabilidade externa é acentuada pelos impactos perversos da mudança nos preços relativos a favor dos bens não-comercializáveis, gerando um problema alocativo estático – devido ao processo de desindustrialização provocado pela combinação de abertura comercial e câmbio valorizado – e dinâmico, porque o novo padrão de preços relativos estimula investimentos em setores que não ampliam a capacidade de geração (ou economia) futura de divisas – exportadores ou substituidores de importação (Belluzzo & Coutinho, 1996).

Ademais, a adoção de uma política monetária passiva não isola o desempenho econômico interno dos efeitos dos fluxos de capitais. Pelo contrário, a demanda e a atividade econômica interna são estimuladas pela maior disponibilidade de poupança externa e pela expansão do crédito com recursos externos. Um aspecto fundamental é o comportamento dos componentes da demanda agregada, ou seja, se os fluxos de capitais financiam um aumento do consumo ou do investimento doméstico.

1.1.2.2 Intervenção esterilizadora

Essa alternativa de política consiste num regime de taxa de câmbio controlada com esterilização dos impactos monetários das intervenções no mercado de câmbio através de operações de mercado aberto. Nesse caso, procura-se manter o controle simultâneo da taxa de câmbio e juros, ao contrário do regime de câmbio flexível e da intervenção não-esterilizadora, quando o manejo de um dos preços-chave é abandonado. Ao contrário dessa última, o estoque monetário doméstico não se torna totalmente vinculado às variações das reservas internacionais. Essa opção de política envolve, em princípio, um grau significativo de cautela em relação aos fluxos de capitais, pois procura conter seus efeitos macroeconômicos – apreciação cambial, geração de déficits em conta corrente, expansão da demanda agregada e do crédito interno. Todavia, esse grau vai depender do regime de taxa de câmbio controlada adotado – câmbio fixo ou bandas – e das metas quanto à taxa de câmbio real, bem como da intensidade das operações de esterilização – metas

em relação à taxa de juros e/ou agregados monetários. Os dois fatores dependeram, na prática, dos objetivos de política econômica de cada país, principalmente da utilização ou não do câmbio como âncora do programa de estabilização.

A intervenção esterilizadora coloca um dilema de política para as autoridades econômicas conhecido como “trindade impossível” na literatura (Frankel, 1993). Esse consiste na impossibilidade de manter o controle da política cambial e monetária num ambiente de abertura financeira, sem exercer pressões sobre o lado fiscal. Isso porque a atuação do banco central no mercado de câmbio com o objetivo de evitar a valorização da moeda doméstica e, assim, seus efeitos deletérios sobre a competitividade das exportações, gera um impacto monetário expansionista e pressões baixistas sobre a taxas de juros. Se essa pressão não é desejável – em função, por exemplo, das metas da política antiinflacionária doméstica – o banco central esteriliza esses fluxos através de operações de mercado aberto. A esterilização evita a queda da taxa de juros e seus efeitos sobre a demanda agregada. Se a economia está com altos graus de utilização da capacidade produtiva, tem a virtude de controlar o gasto, atenuar pressões inflacionárias e, assim, evitar uma maior apreciação real da taxa de câmbio. Contudo, ao manter o diferencial de juros interno/externo, estimula a continuidade dos fluxos de capitais, exigindo a realização de intensas operações de esterilização, com impactos negativos sobre o lado fiscal, devido ao diferencial entre os juros que remuneram as reservas internacionais e o custo da dívida pública. Entretanto, o acúmulo de reservas, que é um dos resultados dessa opção de gestão dos fluxos de capitais, constitui um importante instrumento para atenuar a vulnerabilidade externa dos países periféricos.

Num contexto de abertura financeira e fluxos de capitais voláteis, a variável central para neutralizar movimentos especulativos dos investidores externos e domésticos e para amenizar seus efeitos sobre a evolução da taxa de câmbio, é o nível de reservas cambiais em poder do banco central. Em outras palavras, um elevado volume de reservas constitui uma das formas de ampliar os graus de liberdade da política cambial num contexto de maior abertura financeira. Quanto maior este nível, maior a capacidade do banco central de conter surtos especulativos no mercado de câmbio.

- **O aumento da poupança doméstica**

Uma alternativa de política à esterilização através das operações de mercado aberto seria o aumento da poupança pública via redução dos gastos

e/ou aumento dos impostos. Os superávits fiscais substituiriam a esterilização, pois também neutralizariam a expansão monetária decorrente do ingresso de recursos externos e, ao contrário dessa última, teriam a vantagem de permitir a queda da taxa de juros, desestimulando os fluxos voláteis (Pellegrini, 1996). Além disso, a maior flexibilidade da política fiscal permitiria que as autoridades econômicas a utilizassem para manejar a demanda agregada doméstica, reduzindo a necessidade de recorrer a instrumentos monetários para moderar os gastos e seus efeitos inflacionários potenciais.

Várias críticas podem ser feitas a esses argumentos. Em primeiro lugar, essa flexibilidade é difícil de ser alcançada no curto prazo, pois alterações na política fiscal envolvem um conjunto mais amplo de considerações e decisões políticas, que requerem a formação de maiorias. Na realidade, o tempo necessário para ajustar a política fiscal a torna um instrumento pouco eficaz para contrabalançar o impacto macroeconômico dos fluxos de capitais (Zahler, 1992). Em segundo lugar, existem contradições entre a própria estratégia de intervenção esterilizadora e a necessidade de ajuste fiscal nos países latino-americanos, como forma de aliviar as políticas monetária e cambial. O próprio aumento da dívida pública e a manutenção do diferencial de juros externo/interno dificultam esse ajuste e a isenção fiscal sobre as exportações constitui um dos recursos utilizados para atenuar os efeitos perversos da apreciação cambial sobre a competitividade externa. Ademais, em alguns países, como México e Argentina, a entrada de capitais externos foi uma pré-condição para a obtenção do ajuste das contas públicas, devido ao ingresso de recursos associados aos programas de privatização e à retomada do crescimento, possível após a superação da restrição externa.

Além da elevação da poupança pública, outra alternativa não-excludente de política, que têm sido recomendada pelos organismos multilaterais, é o aumento da poupança privada através de esquemas de poupança compulsória e/ou fundos de pensão, opção adotada pelos países do sudeste asiático, como Malásia e Cingapura⁸ e, na América Latina, pelo Chile. A reforma dos sistemas de previdência desses países, com a substituição do sistema de repartição simples pelo de capitalização, seria uma das formas de incrementar a poupança doméstica. Além de contribuir

⁸ Reisen (1993) descreve as experiências de gestão macroeconômica com abertura financeira de quatro países asiáticos (Cingapura, Malásia, Indonésia e Formosa) para demonstrar que é possível manter o controle macroeconômico doméstico nesse contexto. Esses países não enfrentaram o dilema de trindade impossível devido à existência de mecanismos específicos de controle monetário.

para a gestão dos fluxos, um nível elevado de poupança interna seria essencial para que os países periféricos sustentassem altas taxas de investimento e crescimento, independentemente da absorção de fluxos de capitais.

Esse argumento têm como referencial teórico uma visão pré-keynesiana (neoclássica e/ou wicksseliana), segundo a qual a poupança precede o investimento. Contudo, como mostrou Keynes, através do princípio da demanda efetiva, o investimento é a variável dinâmica da economia capitalista e precede a formação da poupança macroeconômica, que é apenas um resíduo (Keynes, 1936; Cintra, 1993). Os fundos de pensão e as seguradoras podem contribuir para o crescimento econômico apenas se a poupança financeira detida por esses investidores institucionais for direcionada para o financiamento do investimento produtivo, através do mercado de crédito (depósitos nos bancos) ou de capitais (aplicação em ações ou títulos de renda fixa). Os obstáculos à retomada dos investimentos são de outra natureza. As decisões de investir dependem das expectativas dos empresários quanto à evolução futura da economia e à rentabilidade dos respectivos investimentos, e da disponibilidade e custo do crédito.

- **O regime de bandas cambiais**

Outra opção de política, envolvendo o manejo dos instrumentos macroeconômicos, que também permitiria atenuar as pressões sobre o lado fiscal, seria a flexibilização da política cambial adotando um regime de bandas e, com isso, permitindo que parte do ajuste no mercado de câmbio fosse realizado através da variação da taxa de câmbio. Nesse caso, opta-se por uma combinação de apreciação e esterilização na gestão dos fluxos de capitais (BIS, 1995). Assim, o dilema da trindade impossível seria atenuado, sem abrir mão da utilização do câmbio como âncora nominal.

O regime de bandas pode se aproximar mais de um regime de câmbio fixo ou de livre flutuação, dependendo das regras estabelecidas pelos formuladores de política econômica quanto ao seu funcionamento, mais especificamente, do critério de correção da taxa central da banda, da frequência das intervenções do banco central e da própria dimensão da banda (Zini, 1995). Se a faixa de flutuação é bastante larga e as intervenções da autoridade monetária aleatórias, o papel da taxa de câmbio como variável de ajuste de preços relativos é ampliado, ao mesmo tempo em que sua função de âncora nominal é flexibilizada. Uma vantagem desse tipo de arranjo cambial

é o aumento da incerteza quanto ao comportamento futuro da taxa de câmbio, que pode contribuir para desestimular os fluxos de capitais de curto prazo ao aumentar a incerteza quanto à evolução da taxa de câmbio. Dessa forma, os graus de liberdade na condução da política cambial e monetária domésticas são ampliados.

A flexibilização da política cambial foi uma tendência observada na maioria dos países que adotaram a intervenção esterilizadora. No entanto, as experiências nacionais diferiram em relação ao grau de apreciação cambial, determinado pelo critério de correção dos limites da banda, que dependeu do papel atribuído ao câmbio enquanto instrumento de estabilização dos preços ou de promoção das exportações. Outro aspecto que diferenciou essas experiências foi a intensidade da política de esterilização. As diferentes opções resultaram em impactos macroeconômicos distintos.

Quanto maior a valorização da taxa de câmbio real, que contribui para o controle inflacionário doméstico, maior o déficit comercial e a dependência do financiamento do balanço de pagamentos em relação aos capitais de curto prazo. O tamanho desse déficit também depende da gestão da política monetária doméstica. A flexibilização dessa gestão, ou seja, o afrouxamento das operações de esterilização, têm como consequência a redução das taxas de juros, que estimula o crescimento da absorção interna e a demanda por importações. Além disso, se a esterilização não é completa, a liquidez dos bancos aumenta, abrindo espaço para uma expansão excessiva do crédito bancário, tornando o sistema bancário doméstico extremamente frágil a uma reversão dos fluxos (esse problema é levado ao limite no caso da intervenção não-esterilizadora).

Esses dois problemas foram observados no México, que optou pela intervenção esterilizadora, mas teve uma gestão macroeconômica receptiva aos fluxos, como a Argentina. Este país também utilizou a absorção de recursos externos como principal eixo de seu programa de estabilização ancorado no câmbio. Como apontam Devlin et al. (1995), a utilização dos fluxos como instrumento central para atingir um objetivo de política – nesse caso a estabilização monetária – torna a economia vulnerável externamente. A apreciação cambial associada à flexibilização da política cambial tem um efeito positivo sobre o controle monetário doméstico, mas negativo sobre a competitividade externa.

Por outro lado, quanto maior a presença do banco central no mercado de câmbio, com o objetivo de evitar a apreciação da moeda doméstica, e mais intensas as operações de esterilização, menores serão os impactos dos fluxos de capitais sobre os preços-chave e sobre o comportamento da demanda e do crédito domésticos. Nesse caso, como a evolução da economia não é contaminada pela absorção de recursos externos, os custos do ajustamento externo em caso de sua reversão serão menores.

Essa opção de política foi adotada por países que optaram pela defesa da taxa de câmbio real para manter a competitividade das exportações e por uma política monetária ativa, como instrumento de política antiinflacionária e de manejo da demanda agregada doméstica. Os principais representantes são o Chile e a Colômbia (e o Brasil até o Plano Real). O Chile também adotou uma política de bandas, com os limites móveis referenciados primeiramente ao dólar e depois a uma cesta de moedas, que inclui os seus principais parceiros comerciais. A faixa de flutuação foi ampliada em 1992 – de 5 para 10% – com o objetivo de aumentar as incertezas em relação à evolução futura do câmbio e, assim, desestimular os fluxos de *hot money*. O critério de correção dos limites da banda evita uma valorização excessiva da taxa de câmbio real. Ou seja, ao contrário do México, a política de bandas foi utilizada para atenuar o dilema da “trindade impossível”, e não como mecanismo auxiliar da estabilização de preços.⁹

2 Medidas referentes à abertura financeira

O segundo conjunto de políticas em relação aos fluxos de capitais refere-se a medidas de âmbito regulatório que alteram o grau de abertura financeira das economias, o qual depende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico

⁹ Titelman & Uttoff (1994) mencionam mais duas medidas que foram utilizadas para amenizar o dilema da “trindade impossível”: a adoção de mecanismos que incentivem o aumento da produtividade e, com isso, amenizam o efeito da apreciação cambial sobre a competitividade das exportações e o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação do sistema financeiro, incluindo o aumento dos encaixes compulsórios, para evitar uma expansão excessiva do crédito e, com isso, um aumento da exposição do sistema financeiro ao comportamento dos fluxos de capitais. Essas medidas auxiliam o controle monetário doméstico, permitindo uma flexibilização da política de esterilização.

(Akyüz, 1993). Existem basicamente três níveis de abertura financeira. No primeiro nível, são permitidos tanto o endividamento de residentes no mercado internacional de capitais quanto o investimento de não-residentes no mercado financeiro doméstico – essas transações são denominadas *inward transactions*. O segundo nível de abertura envolve a posse de ativos externos e a transferência de capital por parte de residentes, e o endividamento de não-residentes no mercado interno – transações denominadas *outward transactions*. Nesse nível de abertura, existe total conversibilidade da conta capital. O terceiro nível de abertura refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à liberdade de posse e de relações de débito e crédito entre residentes em (ou denominados em) moeda estrangeira.

É importante ressaltar que não existe uma ordem hierárquica entre os três níveis de abertura. Os movimentos apontados acima não seguem, necessariamente, uma seqüência predefinida, podendo ocorrer simultaneamente ou não. Um país pode manter restrições sobre os movimentos de capitais e, ao mesmo tempo, permitir transações envolvendo moeda estrangeira no espaço nacional. Ou seja, é possível definir diferentes graus de conversibilidade da conta de capital e interna da moeda e, assim, diferentes combinações entre os níveis de abertura financeira.

A abertura financeira aumenta a substitutibilidade entre ativos e passivos domésticos e externos e, com isso, torna a evolução dos preços-chave (juro e câmbio) e dos preços dos ativos vinculada ao comportamento do mercado financeiro internacional. Nesse contexto, as políticas externas e eventos domésticos e externos que alteram as expectativas dos agentes passam a afetar as políticas domésticas. Assim, a capacidade dos governos de atingirem objetivos nacionais através dos instrumentos de política à sua disposição diminui, resultando numa perda de autonomia de política econômica (Akyüz 1992: 8-9).

Outro efeito negativo da abertura é o aumento da vulnerabilidade das economias às mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais. Na realidade, esses dois efeitos são complementares: a perda de autonomia de política econômica resulta numa maior vulnerabilidade externa dos países (Gonçalves, 1995). Assim, ao lado da gestão macroeconômica, o grau de abertura financeira é um condicionante fundamental dos impactos dos fluxos tanto no momento de abundância quanto de escassez de recursos externos.

É importante diferenciar dois conjuntos de medidas que afetam a abertura financeira. O primeiro envolve medidas de caráter estrutural, que definem o marco institucional subjacente à abertura financeira de cada país. Essas últimas não são revertidas em função de dilemas de curto prazo da política econômica ou de mudanças na direção dos fluxos de capitais. O segundo conjunto refere-se a medidas associadas diretamente à gestão dos fluxos de capitais, que são adotadas com o objetivo de auxiliar a política macroeconômica interna e amenizar o dilema da “trindade impossível”. Nesse caso, também existem diferentes opções para atenuar esse dilema, envolvendo ajustes nos três níveis de abertura financeira – que resultam numa diminuição ou aumento dessa abertura – os quais têm o efeito comum de reduzir o fluxo líquido de capital e/ou eliminar a intensidade das operações de esterilização.

A seguir, analisaremos as medidas relacionadas especificamente com a gestão dos fluxos de capitais, mas também procuraremos mostrar que as experiências nacionais diferenciaram-se em relação ao primeiro conjunto de medidas. Além disso, faremos algumas considerações sobre as conseqüências de um grau elevado de abertura financeira sobre a vulnerabilidade externa das economias latino-americanas. Apesar do processo de globalização financeira atingir todos os países, pode-se afirmar que o grau de vulnerabilidade das economias periféricas no contexto atual também depende de decisões tomadas internamente em relação à intensidade dessa abertura.

2.1 Primeiro nível de abertura financeira

Esse nível de abertura financeira diz respeito às *inward transactions*, transações que implicam ingresso de capitais, reforçando a ponta da oferta do mercado de câmbio. A imposição de restrições a esse ingresso reduz o superávit cambial e, com isso, a necessidade de intervenção do banco central neste mercado, para conter as pressões de valorização nominal da taxa de câmbio e, num segundo momento, no mercado monetário, atenuando o dilema entre apreciação e esterilização na gestão dos fluxos. Em outras palavras, essas restrições, ao reduzirem o grau de substitutibilidade entre ativos domésticos e externos, aumentam a autonomia da política macroeconômica num contexto de abertura financeira com o exterior,

facilitando o manejo dos dois preços básicos pela autoridade monetária sem pressionar excessivamente as contas públicas.

Existem basicamente dois tipos de controles sobre o ingresso de recursos externos. Os **diretos** incluem a fixação de prazos mínimos, volume captado e tipo de operação permitida. Entre os **indiretos**, temos a taxação das operações e requerimento de reservas sobre créditos com recursos externos ou depósitos em moeda estrangeira. Enquanto o primeiro grupo de medidas envolve restrições quantitativas aos fluxos, o segundo busca homogeneizar ou reduzir a diferença entre o custo do crédito em moeda nacional e estrangeira através do aumento do custo do endividamento externo (Zahler, 1992). Os dois grupos são utilizados para desestimular principalmente os fluxos de curto prazo, atraídos pelo diferencial de juros externo/interno. Assim, além do objetivo de reduzir a entrada de capitais, procuram alterar a sua composição a favor dos fluxos de médio e longo prazo.¹⁰

Um aspecto fundamental refere-se às modalidades de *inward transaction* que são penalizadas pelos controles. Os fluxos recentes de capital, predominantemente investimentos de portfólio, implicam riscos financeiros consideráveis para os países periféricos, mais especificamente, riscos de crises cambiais (associadas à sustentabilidade do financiamento do déficit em conta corrente) e bancárias. Todavia, esses riscos dependem tanto do prazo das aplicações quanto das suas características – endividamento externo ou entrada de estrangeiros no mercado doméstico, investimentos de renda fixa ou variável. A natureza dos fluxos – dívida versus ação e capitais de curto ou longo prazo – vai condicionar a capacidade dos mercados financeiros neutralizarem os efeitos das mudanças nas expectativas dos investidores sobre a atividade real e o sistema financeiro, “considerando a habilidade dos mercados financeiros de administrar as mudanças nos sentimentos dos investidores, evitando impactos negativos sobre a atividade real, as duas dimensões clássicas dos movimentos de capitais de portfólio não podem ser esquecidas: dívida versus ação e curto-prazo versus longo-prazo” (BIS, 1995).

As escolhas de política em relação a esse nível de abertura financeira são fundamentais, pois além de auxiliarem a gestão macroeconômica dos

¹⁰ Para uma descrição das modalidades de controles de capitais ver Schadler et al. (1993) e FMI (1995). Esse estudo também faz um mapeamento dos controles utilizados por vários países da América Latina e da Ásia na década de 90.

fluxos, constituem um dos principais determinantes da sua composição e do grau de participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros domésticos (ou seja, da dimensão do estoque de ativos domésticos detidos pelos não-residentes). Assim, determinarão um marco regulatório que implicará diferentes graus de vulnerabilidade externa.

Os papéis de renda fixa negociados atualmente no mercado internacional de capitais têm em geral taxa de juros fixa, o que é uma característica positiva frente aos empréstimos bancários com taxas flutuantes da década de 70. Contudo, os títulos emitidos pelos países da América Latina têm em geral um prazo médio menor que os emitidos pelas empresas e bancos dos países centrais. Sendo assim, grande parte do estoque pode ser retirado em prazo curto através da venda e/ou não renovação dos títulos, diante da ameaça de uma crise do balanço de pagamentos ou de uma desvalorização cambial que suscitem expectativas de não pagamento. A liquidez dos títulos é ampliada quando existe a cláusula de *put option*, muito comum nas emissões latino-americanas. A imposição de taxas e/ou de prazos mínimos sobre as colocações externas de títulos são positivas, uma vez que reduzem sua liquidez.

A abertura das bolsas de valores locais para não-residentes pode resultar em flutuações excessivas dos mercados de valores e das taxas de câmbio. A entrada de capital estrangeiro pode gerar bolhas especulativas, resultando numa dupla crise, cambial e financeira (Akyüz, 1992; Devlin et al., 1995). Nos países periféricos, os mercados de capitais são estruturalmente mais voláteis, dada a sua pequena dimensão, forte concentração e escassez de papéis de boa qualidade e grande capitalização. Dada a grande dimensão dos fluxos de capitais vis-à-vis o tamanho dos mercados acionários dos países periféricos, os preços das ações registram uma alta volatilidade – movimentos de alta e baixa – associada a choques positivos e negativos de expectativas. Os procedimentos de ajuste de contas (*clearing*), em geral lentos e ineficientes, também contribuem para a geração de efeitos negativos em outros mercados (BIS, 1996).

Os investidores estrangeiros com aplicações em renda variável podem abandonar rapidamente o país, exercendo pressões sobre a taxa de câmbio e queda dos preços das ações nas bolsas. Assim, estes fluxos implicam riscos de instabilidades para os países receptores. Os impactos depressivos sobre a demanda agregada, através do efeito riqueza, e sobre o sistema financeiro, podem ser significativos, especialmente se os bancos e as

operações em ações são interligados através de participações cruzadas ou do endividamento dos investidores. Ou seja, no caso de integração dos segmentos dos mercados (bancário e de capitais) o potencial de transmissão de perturbações no mercado financeiro é ampliado. Entretanto, esses riscos são menores nos países periféricos, já que seus sistemas financeiros são menos integrados, pois ainda não sofreram a globalização – entendida como dissolução das barreiras entre aqueles mercados – como a maioria dos países centrais.

Vale mencionar que existem controvérsias em relação aos efeitos das aplicações de estrangeiros em ações, ou em termos mais gerais, em papéis de renda variável. Segundo o relatório do BIS de 1995, uma das funções do mercado acionário é exatamente absorver as mudanças nas expectativas dos investidores sem levar a falências e, com isso, o risco de crise cambial é menor quando o investimento de portfólio concentra-se em ações. As pressões sobre a taxa de câmbio são aliviadas na medida em que outros agentes (residentes e não-residentes) absorvem a oferta de ações. O declínio dos preços pode até induzir à manutenção das posições dos investidores e incentivar novas aquisições. Essa visão, oposta à defendida anteriormente não foi corroborada pelo impacto da crise cambial do México sobre a Bolsa de Valores desse país. Os investimentos estrangeiros registraram queda de 45% em dezembro de 1994 e janeiro de 1995, tendo um impacto substancial sobre o valor de mercado das ações, que caiu 76,7% no mesmo período (dados da Bolsa de Valores mexicana citado por Griffith-Jones, 1995).

Outro aspecto fundamental é o grau de abertura do mercado monetário para os investidores estrangeiros. Os fluxos de *hot money*, atraídos pelo diferencial de juros, como depósitos bancários, aquisição de títulos públicos ou privados e de cotas de fundos de curto prazo, podem causar efeitos perversos sobre os países periféricos. Um alto grau de abertura desse mercado também tem conseqüências negativas para a vulnerabilidade externa, principalmente quando os títulos adquiridos pelos investidores estrangeiros possuem cláusula de correção cambial (ver seção 2.3).

Os investimentos por parte dos estrangeiros nos mercados de renda fixa domésticos também trazem riscos de grande instabilidade. A volatilidade desses mercados é maior que a apresentada pelas bolsas de valores, uma vez que estes últimos tem geralmente uma dimensão muito pequena. Sendo assim, vendas potenciais dos investidores estrangeiros reduziriam significativamente os preços dos títulos, implicando efeitos

riqueza e sobre os outros segmentos do mercado financeiro se existe uma forte integração financeira (conglomerados financeiros). Em suma, uma menor abertura do mercado financeiro doméstico para não-residentes reduz o risco de crise cambial num momento de reversão dos fluxos e, portanto, a vulnerabilidade financeira externa dos países periféricos (Griffith-Jones, 1996).

Até mesmo os organismos multilaterais, como o BIS e o FMI, têm defendido a adoção de controles sobre os fluxos de capitais. Essa posição reforçou-se após a crise do México, que explicitou os riscos de propagação de crises cambiais no contexto recente de globalização dos sistemas financeiros e predominância de fluxos de portfólio. Segundo IMF (1995: 9-10), “As evidências empíricas confirmam que o crescimento dos fluxos brutos de capitais entre fronteiras nos últimos dez anos tornou os mercados de ações e títulos nacionais mais ligados (*closely together*) e que a transmissão de distúrbios ocorrem numa velocidade mais rápida. Isso foi amplamente demonstrado pelos acontecimentos após a crise do México: em quase todos os mercados foram observados fortes ajustamentos dos preços e um aumento da sua volatilidade assim como do volume negociado. Mesmo em países com sólidos fundamentos, como Cingapura e Hong Kong, ocorreram turbulências, não obstante temporárias, nos mercados cambiais”.

A velocidade e amplitude da propagação das crises não deriva apenas da maior integração entre os mercados, mas também da lógica de aplicação dos investidores institucionais nos mercados emergentes. A rápida expansão do número de fundos mútuos especializados em mercados emergentes no biênio 1993/94 não implicou uma maior pulverização das aplicações. Esses investidores seguem critérios de risco-retorno e métodos de operação similares. Como os mercados de *securities* e de ações dos países periféricos são pouco desenvolvidos, existe uma tendência de concentração dos investimentos nos mercados maiores e nas emissões que envolvem uma maior captação de recursos. Com isso, diante de perdas em aplicações num país específico, principalmente quando essas compõem grande parte de seus portfólios – como foi o caso do México – os fundos venderam títulos emitidos por empresas ou governos de vários países, especialmente dos latino-americanos, com o objetivo de manter a participação relativa de cada região nos respectivos portfólios. Devido à concentração dos investimentos e à proximidade geográfica, os mercados argentinos e brasileiros foram os mais atingidos pela crise do peso mexicano em dezembro de 1994.

Por último, vale mencionar que não existe um consenso quanto à eficácia dos controles sobre os fluxos de capitais. Alguns analistas, como Mathienson & Rojas-Suarez (1992), argumentam que o contexto de globalização financeira e o desenvolvimento de operações cada vez mais complexas no mercado de capitais internacional possibilitam a sua evasão a custos cada vez menores. No entanto, as afirmações quanto à ineficácia dos controles de capital são exageradas. A experiência de alguns países latino-americanos e asiáticos indica que os controles são em grande parte efetivos, ao menos no curto prazo (BIS, 1995).

Outro tipo de crítica aos controles de capitais é que implicam custos microeconômicos ao encarecerem as alternativas de financiamento externo para as empresas residentes (Titelman & Uttoff, 1993). Ademais, criam incertezas quanto às futuras regras e regulações, podendo ter impactos negativos sobre as expectativas dos investidores e, inclusive, desestimular a entrada de fluxos financeiros de longo prazo e investimentos externos diretos (BIS, 1995). Porém, os custos microeconômicos de regular os movimentos de capital podem ser mais do que compensados pelos benefícios resultantes de uma maior estabilidade macroeconômica (Zahler, 1992). Os controles garantem a administração da política monetária, evitam o endividamento excessivo e o surgimento de bolhas especulativas.

2.2 Segundo nível de abertura financeira

Outra opção de política é o aumento do segundo nível de abertura financeira, isto é, a liberalização das *outward transactions*, que reforça a ponta da demanda no mercado de câmbio. Assim como a redução do primeiro nível de abertura, essa medida reduz os fluxos líquidos de capital, aliviando o uso excessivo da política de esterilização e/ou a apreciação da taxa de câmbio real. Essa opção de política reduz ainda mais a autonomia de política econômica, pois aumenta a substitutibilidade entre ativos domésticos e internacionais.¹¹

¹¹ Uma alternativa de política que tem o mesmo efeito da liberalização das *outward transactions* – de estimular a demanda de divisas – é o aumento da abertura comercial ou, em outros termos, a ampliação da conversibilidade da conta corrente, que inclui a eliminação de limites quantitativos e a redução de tarifas sobre as transações cursadas por essa conta. Essa opção de política foi adotada pela Colômbia, que empreendeu uma das mais rápidas aberturas comerciais dentre os países periféricos, a qual não constituiu uma peça central da estabilização com âncora cambial, mas um instrumento para reduzir os fluxos líquidos de capital.

Os **incentivos à saída de capitais** envolvem, por exemplo, a liberalização dos investimentos em ativos externos por parte dos residentes. Contudo, muitas vezes o aumento desse nível de abertura tem um efeito contrário do esperado – de estimular os investimentos estrangeiros – na medida em que diminui os custos das saídas de capitais provocadas por mudanças nas condições externas ou crises cambiais domésticas (Goldstein & Turner, 1996). Esse efeito foi observado nos países latino-americanos que liberalizaram parcialmente as *outward transactions* na década de 90, como o Chile, a Colômbia e o México. Além disso, o maior retorno das aplicações financeiras nos mercados monetário e nas bolsas de valores desses países acaba tornando inefetivas as medidas de estímulo às aplicações de residentes no exterior (IMF, 1995).

2.3 Terceiro nível de abertura financeira

No âmbito desse nível de abertura financeira, que se refere à conversibilidade interna da moeda, a opção seria estabelecer essa conversibilidade, ou seja, permitir **transações em moeda estrangeira no espaço nacional**, como depósitos no sistema bancário doméstico. Esse nível de abertura também abrange transações denominadas em moeda estrangeira, como a emissão de títulos indexados à variação cambial. No caso dos países periféricos que não possuem moeda conversível, essa opção resulta geralmente numa dolarização progressiva das economias (Akyüz, 1993).

Num regime de taxa de câmbio controlada, a permissão de relações de débito e crédito em moeda estrangeira no mercado monetário doméstico reduziria a necessidade de troca de dólares pela moeda local e, como decorrência, diminuiria a frequência das intervenções do banco central no mercado de câmbio e a intensidade das operações de esterilização, atenuando o dilema da “trindade impossível” e seus impactos perversos sobre as contas públicas. Nesse sentido, o aumento desse nível de abertura constitui uma alternativa à adoção de controles sobre os fluxos de capitais. Entretanto, essas duas opções de política têm implicações praticamente opostas sobre a autonomia da gestão macroeconômica e sobre o tipo de inserção financeira externa, envolvendo uma decisão mais estrutural sobre a natureza desta inserção.

Uma redução do primeiro nível de abertura amplia os graus de liberdade da política macroeconômica, reduzindo os impactos perversos dos fluxos de curto prazo sobre a evolução dos preços-chave e ampliando a

capacidade da política monetária de defender a paridade cambial num contexto de ataques especulativos dos investidores estrangeiros. Da mesma forma, aumenta a autonomia da gestão das taxas de juros, que podem ser manejadas com o objetivo de administrar a demanda agregada doméstica, sem provocar uma entrada significativa de capitais externos.

Já a opção de ampliar o terceiro nível de abertura implica uma redução ainda maior da autonomia de política econômica, pois aumenta o grau de substitutibilidade entre ativos e passivos domésticos e externos (Akyüz, 1992). Uma maior participação de passivos e ativos bancários denominados ou realizados em moeda estrangeira amplia a vulnerabilidade frente a mudanças nas condições financeiras internacionais. Ou seja, apesar de amenizar o problema fiscal, essa alternativa de política não atinge a outra consequência de uma diminuição do primeiro nível de abertura: a redução da vulnerabilidade externa.

Quanto maior o grau de conversibilidade interna vigente, maiores serão esses impactos adversos. O caso limite é a adoção de um regime de *currency board* com conversibilidade interna como o vigente na Argentina após o Plano Cavallo. Nesse caso, ocorre uma perda praticamente absoluta da autonomia da gestão macroeconômica uma vez que a taxa de câmbio é fixada por lei e a base monetária determinada pela variação das reservas. A entrada de capitais não influi nas políticas cambial e monetária e, portanto, não se traduz num aumento da dívida pública, mas na expansão dos depósitos em dólares nos bancos, livremente conversíveis em moeda local (Tavares, 1993). Esse regime torna a economia totalmente vulnerável à instabilidade cambial e financeira característica da dinâmica atual do mercado financeiro internacional, constituindo o tipo de inserção financeira internacional que magnifica a fragilidade financeira externa inerente às economias periféricas.

O aumento da conversibilidade interna também é compatível com regimes cambial-monetários mais flexíveis, com taxa de câmbio controlada e não necessariamente fixas, e sem a vinculação entre reservas internacionais e base monetária. Nesse caso, podem ser autorizados depósitos em moeda estrangeira para o público em geral ou apenas pelos exportadores e investidores externos (associados a empréstimos de curto prazo e fundos de investimento), agentes responsáveis pela internalização do fluxo de divisas.¹²

¹² Esse tipo de solução já foi proposta no Brasil em 1993; ver Bacha (1995).

Com isso, é criado um mecanismo que permite a circulação desse fluxo dentro do setor privado doméstico, sem afetar as contas do governo. A autorização de posições compradas em moeda estrangeira por essas instituições também constitui uma medida referente à conversibilidade interna. Quanto maior o limite dessas posições, maior a capacidade dos bancos de realizarem ataques especulativos contra a moeda nacional.

No caso de conversibilidade interna, os bancos adquirem capacidade de expandir o crédito em moeda estrangeira, independentemente do controle da autoridade monetária, o que pode ter efeitos expansionistas indesejados sobre a demanda agregada. Assim, o objetivo da intervenção esterilizadora de manter o controle das taxas de juros e de câmbio e evitar uma expansão excessiva da demanda agregada não seria atingido. Alguns instrumentos podem ser acionados para conter o crescimento dos empréstimos em moeda estrangeira, como a imposição de compulsórios sobre os depósitos e créditos em dólares. A imposição de controles sobre os empréstimos concedidos em moeda estrangeira também é fundamental para reduzir o risco cambial a que ficam expostos os bancos e os tomadores domésticos.

Os efeitos potencialmente perversos da dolarização dos sistemas financeiros dos países periféricos aumentam quando esses empréstimos são concedidos para os setores não-comercializáveis, como serviços e construção civil, ou financiam a expansão do consumo. Esses sistemas ficam totalmente vulneráveis à reversão potencial dos fluxos e às desvalorizações cambiais, provocados por fatores exógenos – como aumento da taxa de juros internacional – ou pela deterioração da confiança dos residentes e não-residentes na capacidade da autoridade monetária sustentar a paridade cambial. Ou seja, cria-se um vínculo direto entre o comportamento dos fluxos e o nível de taxa de câmbio, a solvência dos agentes econômicos domésticos não-financeiros e, assim, o sistema bancário (BIS, 1995; 1996).

Existe uma associação direta entre a abertura financeira e a absorção de fluxos de capitais e as crises bancárias recentes dos países periféricos. Segundo Goldstein & Turner (1996), as economias emergentes que receberam os maiores volumes de recursos externos foram as que registraram um maior crescimento dos respectivos sistemas bancários, que expandiram excessivamente o crédito durante a fase ascendente do ciclo de negócios. Os autores ressaltam que uma das causas dessas crises é exatamente a volatilidade nas taxas de juros internacionais e seus efeitos sobre os fluxos de capitais. Ademais, as apreciações cambiais, provocadas pelos próprios

fluxos, precedem, em geral, as crises bancárias (Kaminsky & Reinhart, 1995). Por um lado, têm efeitos adversos sobre a rentabilidade do setor exportador. Por outro lado, as taxas de juros domésticas elevadas associadas à apreciação real da moeda nacional ou à deflação, estimulam a dolarização dos passivos, ampliando o risco cambial.

No México, os passivos bancários denominados em dólares passaram de 89 bilhões de pesos em dezembro de 1993 para 174 bilhões em dezembro de 1994. Além disso, no momento da crise cambial, 60% dos passivos financeiros das empresas mexicanas de médio e grande porte estavam denominadas em moeda estrangeira, ao mesmo tempo que as vendas externas não atingiam 10% das vendas totais. Com isso, os instrumentos tradicionais de política para conter/minimizar uma crise cambial, como aumento da taxa de juros e desvalorização cambial, perdem sua eficácia, pois acabam agravando a situação financeira dos bancos e das empresas (Goldstein & Turner, 1996).

No caso dos recursos externos serem direcionados para investimento em setores comercializáveis – exportadores ou substituidores de importações – o aumento da fragilidade financeira dos bancos e o impacto sobre a inadimplência dos devedores é menor. Além do menor risco cambial, já que tanto o passivo quanto o ativo desses últimos estão na mesma moeda, o investimento nesses setores amplia a capacidade futura de geração ou economia de divisas, atenuando o problema do descasamento de moeda e da capacidade de pagamento da dívida.

O terceiro nível de abertura financeira também abrange, além das transações realizadas em moeda estrangeira, **transações denominadas em moeda estrangeira**, como a emissão de títulos com cláusula de variação cambial. A participação desses nos sistemas financeiros latino-americanos tem aumentado, movimento que geralmente acompanha a abertura do mercado de renda fixa para os investidores estrangeiros (primeiro nível de abertura financeira). A demanda por esses títulos é elevada, já que não implicam risco cambial, o qual é absorvido pelo emissor doméstico. Como na maioria dos países latino-americanos o mercado de renda fixa é dominado pelos títulos governamentais – do tesouro ou do banco central – é principalmente nesse segmento que os papéis indexados ao dólar predominam.

Enquanto a taxa de câmbio está valorizada, o que é típico dos programas de estabilização com âncora cambial, esse tipo de instrumento

constitui uma forma de financiamento barata para os governos locais. Entretanto, a própria apreciação cambial pode inviabilizar esses programas, pois existem limites para o déficit em conta corrente que os capitais de curto prazo aceitam financiar, como mostrou a crise do México no final de 1994 (BIS, 1995). As expectativas de desvalorização geram reversão dos fluxos e ameaçam a sustentabilidade da estabilização.

O endividamento securitizado de curto prazo gera a necessidade de pagar os juros e o principal num curto período de tempo e, com isso, se estabelecem vínculos estreitos entre a evolução das contas externas, a situação fiscal e o sistema financeiro doméstico. Como conseqüência, a crise cambial se desdobra em crise bancária e crise fiscal, como foi observado no México. Com a crise cambial no final de 1994, o setor público deparou-se com a necessidade de refinarciar um volume elevado de dívidas de curto prazo denominadas em dólares que, devido à desvalorização cambial, tiveram seu valor em moeda nacional ampliado.

Os desdobramentos da crise cambial sobre o setor público, o sistema financeiro e o setor real, dependerão do volume e da composição das reservas cambiais e do tamanho do desequilíbrio externo. Um nível elevado de reservas constitui um importante instrumento para tentar manter a paridade cambial. No entanto, quando esse nível é reduzido ou insuficiente frente à dimensão da fuga de capitais, as opções de política são a própria desvalorização cambial e/ou a adoção de uma política monetária extremamente restritiva. O Banco Central mexicano não conseguiu conter a crise cambial e teve de optar pela flutuação do câmbio.

Além disso, o aumento da taxa de juros interna como mecanismo de defender a moeda nacional e conter a fuga de capital tem impactos negativos sobre os setores reais e financeiros. O aumento da inadimplência, agravado pela queda do nível de atividade, deteriora ainda mais a situação financeira dos bancos, já fragilizada pela desvalorização cambial. A restrição monetária doméstica atinge os agentes que atuavam no setor dolarizado, mas também pode afetar os que dependiam de recursos com fontes internas. Nesse caso, o impacto negativo depende dos termos dos contratos. Quando os empréstimos são concedidos a taxas de juros fixas, os devedores são beneficiados e o custo do ajuste é absorvido pelos bancos.

Em suma, a abertura do mercado de renda fixa para investidores estrangeiros somada à emissão de títulos com cláusula de correção cambial, num contexto de valorização cambial e déficits em conta corrente elevados,

constitui uma alternativa de gestão dos fluxos de capitais que amplia a vulnerabilidade externa dos países periféricos.

Conclusão

Cada uma das opções de política analisadas acima – envolvendo a combinação da gestão macroeconômica dos fluxos e de medidas relativas à abertura financeira – tem impactos diferenciados sobre as economias. Em relação à gestão macroeconômica, a **primeira opção** é a adoção de um regime de câmbio flexível. Nesse caso, os efeitos dos fluxos concentram-se sobre o desempenho da balança comercial, e o sistema financeiro interno é isolado, já que a oferta monetária é independente dos resultados do balanço de pagamentos. Contudo, essa opção foi descartada pela maioria dos países latino-americanos devido aos efeitos deletérios dos fluxos de capitais em termos de apreciação e volatilidade da taxa de câmbio.

Na **segunda opção** – intervenção não-esterilizadora – os impactos dos fluxos concentram-se sobre o comportamento da demanda agregada e do crédito doméstico, o qual resultará num segundo momento na geração de déficits comerciais e na apreciação real do câmbio (decorrente da não-convergência entre as taxas de inflação doméstica e internacional). Na **terceira opção** – a intervenção esterilizadora – a tentativa de isolar a economia dos efeitos dos fluxos externos sobre as variáveis reais e financeiras acaba gerando impactos negativos sobre a evolução das contas públicas, mas constitui a gestão macroeconômica menos receptiva aos fluxos. A eficácia relativa dessa opção de política explicitou suas vantagens após a crise do México em 1994, quando os países menos atingidos – Chile e Colômbia – foram exatamente os que haviam optado por essa política e, por isso, eram menos vulneráveis às mudanças no cenário financeiro externo. O México, epicentro da crise, e, principalmente, a Argentina, o país mais atingido pelos seus desdobramentos, haviam optado por uma gestão mais receptiva aos fluxos de capitais.

Ao determinar impactos macroeconômicos diferenciados – sobre a evolução da demanda agregada, do nível de atividade, do crédito doméstico e dos preços chave –, a **gestão macroeconômica adotada** resulta em diferentes graus de receptividade da economia ao ingresso de recursos externos. Assim, **determina distintos graus de vulnerabilidade** dos países latino-americanos aos fluxos recentes de capitais.

O grau de abertura financeira – terceiro nível de intervenção – também constitui um condicionante fundamental dessa vulnerabilidade. Os países que optaram por níveis mais elevados de abertura financeira e por uma pequena ou nula regulação dos fluxos de curto prazo estão muito mais vulneráveis ao contexto atual de globalização financeira e predomínio das finanças especulativas do que os países nos quais o grau de abertura é menor.

A imposição de controles sobre os fluxos constitui um dos instrumentos disponíveis para ampliar a eficácia da gestão macroeconômica e reduzir a vulnerabilidade dos países periféricos frente à reversão potencial dos recursos voláteis, pois diminui a amplitude dos movimentos especulativos dos investidores externos contra a moeda nacional. Contudo, além de ampliar os graus de liberdade da gestão macroeconômica no curto prazo, um menor grau de liberalização das *inward transactions* e, principalmente, das transações em moeda estrangeira no espaço nacional, constitui uma opção mais estrutural de política em relação ao tipo de inserção financeira externa. Como vimos acima, uma elevada participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros domésticos, principalmente num contexto de conversibilidade interna da moeda, amplia os efeitos potencialmente perversos dos fluxos voláteis sobre os setores financeiro e real, diminuindo a autonomia da política econômica e ampliando a vulnerabilidade externa.

A experiência dos países latino-americanos na década de 90 indica que a intervenção esterilizadora é eficaz apenas no sentido de adiar e reduzir a intensidade dos impactos dos fluxos de capitais externos sobre a economia, e não de isolá-la completamente dos seus efeitos (CEPAL, 1994). Ou seja, diante da “trindade impossível”, é inevitável a ocorrência de alguma valorização cambial, de déficits comerciais e de impactos sobre o sistema financeiro local. Os países que optaram por uma gestão mais cautelosa dos fluxos, acabaram recorrendo a ajustes no primeiro nível de abertura financeira para ampliar a autonomia desta política. Quanto mais intensa a utilização de medidas de âmbito regulatório, que restrinjam ou desestimulem os fluxos, maior será o isolamento e, assim, menor a vulnerabilidade a sua potencial reversão.

As **características estruturais** dos países latino-americanos também os tornam mais vulneráveis à nova lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais e dos fluxos recentes de capitais, comparativamente aos países centrais. Estes países não possuem moedas

fortes e, por isso, são muito mais vulneráveis a choques externos de preços e de juros e aos movimentos internacionais de capitais, além de terem uma capacidade reduzida de influenciar o movimento desses recursos através da política macroeconômica.

A maior vulnerabilidade externa também está associada às características estruturais dessas economias, dentre as quais destaca-se a **estrutura do comércio exterior**. Em primeiro lugar, a pauta exportadora é pouco diversificada e concentrada em produtos primários e/ou *commodities* (agrícolas e/ou industriais), cujos preços estão sujeitos a flutuações mais intensas decorrentes de mudanças climáticas ou do comportamento da demanda nos países centrais – ou seja, a fatores externos, fora do controle das autoridades econômicas domésticas. Em segundo lugar, a pauta importadora é estruturalmente deficitária em produtos de alto valor agregado e elevado conteúdo tecnológico. Quanto menos diversificada e dinâmica for a capacidade exportadora, maior será o custo do ajustamento externo. As características dos novos fluxos – mais líquidos e, assim, mais voláteis – acentuam a velocidade de ajuste da conta de capital e, nesse sentido, aumentam o custo deste ajustamento.

Em segundo lugar, a **estrutura financeira** dos países periféricos também amplia sua vulnerabilidade externa. Nesses países, não ocorreu a formação de sistemas financeiros robustos, ancorados no mercado de crédito ou de capitais (Zysman, 1983). Historicamente, a oferta de crédito de longo prazo dependeu da ação do Estado, através da formação de fundos de poupança forçada, e da absorção de recursos externos. A fragilidade financeira estrutural do sistema financeiro privado persiste até o momento e não foi superada após a adoção das reformas neoliberais.

Bibliografia

- AKYÜZ, Y. *On financial openness in developing countries*. Genebra: UNCTAD, 1992. (Mimeo.).
- _____. *Financial liberalization: the key issues*. Genebra: UNCTAD, 1993. (UNCTAD Discussion Papers, n.56).
- BACHA, E.L. *Latin America's reentry into private financial markets; domestic and international issues*. , Rio de Janeiro: PUC. Departamento de Economia, 1993. (Texto para Discussão, n. 299).

- BAER, M. Sistema financeiro internacional; oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, jul. 1995.
- BELLUZZO, L.G.M., COUTINHO, L. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- BLOMBERG BUSINESS NEWS Coréia cria fundo para estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 set. 1996, p.B-11.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS –BIS. *Annual Report, 65th*. Basle, Jun. 1995.
- _____. *Annual Report, 65th*. Basle, Jun. 1996.
- BATISTA JR., P.N. Plano Real; estabilização monetária e desequilíbrio externo. São Paulo, 1996. (Mimeo.).
- BRAGA, J. C. S., DAIN, S., CINTRA, M. A instabilidade das finanças públicas da América Latina. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.16, n. 2, 1995.
- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L., EINHART, C.M. *Capital inflows to Latin America; the 1970's and the 1990's*. Washington, DC, 1992. (IMF Working Paper, n. 85).
- _____. Capital and real exchange rate appreciation in Latin America; the role of external factors. *IMF Staff Papers*, Washington, v.40, 1993.
- CARNEIRO, D., GARCIA, M. Fluxos de capitais y control monetario bajo substitución doméstica de dinero: la recente experiencia brasileña. In: STEINER, R., (Comp.). *Afluencia de capitales y estabilización en la América Latina*. Bogotá, 1994.
- CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- CINTRA, M. A. M. *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. Campinas: UNICAMP. IE, 1993. (Dissertação, Mestrado).
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE – CEPAL. *América Latina y el Caribe; políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*. Santiago: Naciones Unidas, 1994.
- DAMILL, J. M., FANELLI J. M., FRENKEL, R. De Mexico a Mexico; el desempeño de America Latina en los noventa. *Revista de Economía Política*, São Paulo, v.16, n. 4, 1996.
- DAVIDSON, P. *International money and the real world*. Princeton, 1981.
- DEVLIN, R., FFRENCH-DAVIS, GRIFFITH-JONES, S. Fluxos de capitais y el desarrollo en los noventa; implicaciones para las políticas económicas. *Pensamiento Iberoamericano*, n. 27, 1995.

- EICHENGREEN, B. História e reforma do sistema monetário internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, 1995.
- EL-ERIAN. M. A. *Restoration of access to voluntary capital market financing*. Washington, 1992. (IMF Staff Papers, Mar.).
- FANELLI, J. M., FRENKEL, R., ROZENWURCEL, G. *Growth and structural reform in Latin America: where we stand*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1990. (Presented at the Conference on “The Market and the State in Economic Development”).
- _____, MACHINEA, J. L. El movimiento de capitales en la Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (Comp.). *Nuevas corrientes financieras hacia la América Latina*. Santiago: Fondo de Cultura Económico, 1995.
- FRANKEL, J. Esterilización del ingreso de divisas ¿difícil (Calvo) o fácil (Reisen)? In: STEINER, R. (Org.). *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*. Bogotá: Fedesarrollo, 1994.
- GOLDSTEIN, M., TURNER, P. Banking crises in emerging economies: origins and policy options. *BIS Economic Papers*, Basle, n. 46, 1996.
- GONÇALVES, R. (1995). Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, R. (Org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/Sobeet, 1996.
- GOOPTU, S. Portfolio investment flows to emerging markets. Washington, DC: World Bank, 1993. (Working Papers, n. 1.117).
- GRIFFITH-JONES, S. Globalización de los mercados financieros y el impacto de los flujos hacia los países en desarrollo; nuevos desafíos para la regulación. *Pensamiento Iberoamericano*, Madrid, n. 27, 1995.
- _____. La crisis del peso mexicano. *Revista de la CEPAL*, Santiago, n. 60, .1996.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. Internacional capital markets – Developments, prospects and policy issues. *World Economic and Financial Surveys*, Washington, 1995.
- KAMINSKY, G., REINHART. *The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems*. /Washington/ Board of Governors of The Federal Reserve System and the International Monetary Fund, 1995. (Mimeo.).
- KEYNES, J. M.(1936). *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KRUGMAN, P. Tulipas holandesas e mercados emergentes. *Revista de Política Externa*, São Paulo, 1995.

- MEYER, A. *Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década dos 90*. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1994. (Texto de Discussão, n. 15).
- _____. *Nota sobre a economia Argentina*. Brasília: Ministério da Fazenda. Secretaria de Assuntos Internacionais, 1997.
- REISEN, H. Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetária. *Revista de la CEPAL*, Santiago, n. 51, 1993.
- SCHADLER, S. et al. *Recent experiences with surges in capital inflows*. Washington, DC, 1993. (IMF Occasional Paper, n. 108).
- STEINER, R. Capital inflows in Latin America: cause, consequences and policy options. In: ENCONTRO DE MANGARATIBA, Rio de Janeiro, mar. 1994.
- TAVARES, M. C. As políticas de ajuste no Brasil; os limites da resistência. In: TAVARES, M.C., FIORI, J. L. *Desajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- TITELMAN, D., UTTOFF, A. Afluencia de capitales externo y políticas macroeconómicas. *Revista de la CEPAL*, Santiago, n. 53, 1994.
- TURNER, P. Capital flows in Latin America: a new fase? *BIS Economic Papers*, Basle, n. 44, 1995.
- WILLIAMSON, J. *Latin America adjustment; how much has happened?* Washington: Institute for Internacional Economics, 1990.
- ZAHLER, R. Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales. *Revista de la CEPAL*, Santiago, n. 48, 1992.
- ZINI, A. A. Política cambial com liberdade de câmbio. In: BAUMANN, R. (Org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/Sobeet, 1996.
- ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth - financial systems and the politics of industrial growth*. New York: Cornell Univ. Press, 1983.