

LIÇÕES DE POLÍTICA MACROECONÔMICA PARA O DESENVOLVIMENTO SOB A LUZ DA EXPERIÊNCIA DA ÚLTIMA DÉCADA*

Roberto Frenkel**

RESUMO

Durante os anos 2000, as políticas econômicas se mostraram lições importantes para os países em desenvolvimento. Seu papel crucial foi o de impulsionar o crescimento, a estabilidade financeira e um desempenho vigoroso frente aos choques externos, internos e financeiros. Esta importância foi confirmada pelos países em desenvolvimento que, nos anos 2000, se adaptaram às inovações nas políticas macroeconômicas, levando à aceleração de seu crescimento e modificando à sua situação internacional. Estes países foram menos golpeados pelos efeitos financeiros das crises e desfrutaram de um maior grau de liberdade para dispor de políticas acíclicas; em contrapartida, os países que mantiveram suas políticas como as predominantes dos anos 1990, na América Latina, sofreram graves consequências das crises, das quais não se recuperaram.

ABSTRACT

During the 2000s, economic policies proved to be important lessons for developing countries. Its role was crucial to promote growth, financial stability and strong performance in face of external, real and financial shocks. This importance was confirmed by developing countries in the 2000s, which have adapted to innovations in macroeconomic policies, leading to acceleration of its growth and changed its international situation. These countries have been less hit by the effects of financial crisis and enjoyed greater degree of freedom to have acyclic policies, however countries that retained their prevailing policies of the 1990s in Latin America, have suffered severe consequences from crises, which did not recover.

1 INTRODUÇÃO

Podem-se obter lições importantes de política econômica contrastando-se a experiência dos países em desenvolvimento durante os anos 2000, incluindo-se seu desempenho durante a crise recente, com as três décadas prévias de globalização financeira.

* Este trabalho está baseado na apresentação do autor como expositor principal na XV Reunião de Pesquisadores de Bancos Centrais do Continente Americano, organizada pelo Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) e o Banco Central da Bolívia, em La Paz, entre os dias 3 e 5 de novembro de 2010. O autor agradece a colaboração de Emiliano Libman, Eleonora Tubio e Ramiro Albriev.

** Pesquisador titular do Centro de Estudios de Estado y Sociedad (Cedes) e professor da Universidade de Buenos Aires (UBA).

A lição mais importante que pode se derivar desse contraste é o papel crucial das políticas macroeconômicas para impulsionar o crescimento, a estabilidade financeira e um desempenho robusto diante dos choques externos, reais e financeiros. Além disso, é possível revelar deste contraste um conjunto de orientações de política macroeconômica que contribuem para alcançar o cumprimento simultâneo dos três objetivos mencionados.

Este trabalho está dedicado ao desenvolvimento dessa lição e à identificação das mencionadas orientações de política. Na segunda parte, expõem-se sinteticamente tais orientações e discutem-se alguns aspectos da sua instrumentação, particularmente das políticas monetária e cambiária.

Uma síntese da primeira parte deste estudo diz que um número significativo de países em desenvolvimento adotou políticas inovadoras macroeconômicas nos anos 2000. Isto induziu a aceleração do seu crescimento e modificou sua situação internacional. Estas mudanças não somente favoreceram as economias que adotaram as novas políticas, como também o conjunto de países em desenvolvimento, por meio de dois canais. Do lado real, pelo efeito de arraste que teve a aceleração do crescimento das economias que adotaram as novas políticas sobre o resto dos países em desenvolvimento, incluindo-se neste canal a melhoria nos termos da troca experimentada por muitas destas economias. Do lado financeiro, pelo efeito benéfico que tiveram as mudanças nas políticas e seus resultados sobre as relações entre o sistema financeiro internacional e o conjunto de países em desenvolvimento.

Os efeitos benéficos globais sobre o conjunto de economias em desenvolvimento operaram nos anos 2000, no período prévio ao início da crise financeira e, também, durante sua primeira fase, em meados de 2007, com o colapso financeiro que se seguiu à falência do Lehman Brothers.

Na fase seguinte, quando a crise impactou em cheio sobre as economias em desenvolvimento, os efeitos foram díspares. Aquelas economias que adotaram as novas configurações macroeconômicas foram menos atingidas pelos efeitos financeiros e desfrutaram de maiores graus de liberdade para instrumentar políticas anticíclicas. Por sua vez, as economias em desenvolvimento que tinham conservado uma inserção financeira internacional, enquadrada por políticas macroeconômicas similares àquelas que predominaram na América Latina durante os anos 1990 – por exemplo, as economias no centro e, no leste da Europa –, sofreram as piores consequências da crise, das quais ainda não se recuperaram.

A primeira parte do trabalho se divide em duas seções, além desta introdução. Na seção 2, discute-se sobre as três notáveis mudanças favoráveis no comportamento das economias em desenvolvimento na década de 2000, em comparação com o comportamento apresentado nas três décadas prévias. A primeira mudança é que, após 2001, não houve crises externas e financeiras nestas economias, enquanto elas tinham sido crescentemente, frequentes e intensas no

período prévio. A segunda mudança a destacar é a dissipação da segmentação em que se encontravam as economias de mercado emergente no sistema financeiro internacional constituído pela globalização. A terceira mudança refere-se à aceleração do crescimento nos anos 2000 em comparação com as três décadas precedentes e à maior resistência mostrada pelas economias em desenvolvimento diante dos choques externos originados pela crise recente.

A seção 3 procura uma explicação conjunta das mudanças mencionadas. Indica-se que estas se associam à adoção de políticas macroeconômicas inovadoras por parte de um número significativo de economias em desenvolvimento: a adoção de regimes cambiais de flutuação administrada e a prática de políticas cambiais propensas a preservar os tipos de câmbio reais (TCRs) competitivos ou evitar grandes valorizações; a acumulação de grandes reservas internacionais e a mudança de signo dos resultados de conta-corrente de um conjunto importante destas economias, que passam de deficitárias a superavitárias, cujo efeito adicional é a inversão da direção dos fluxos de capital que conduziu as três primeiras décadas de globalização.

A segunda parte do trabalho se apresenta na seção 4. Primeiramente, nesta seção, é feita uma exposição sintética das novas orientações de política macroeconômica e, em seguida, discutem-se alguns aspectos da instrumentação das políticas cambiais, monetárias e fiscais.

A seção 5 fecha o trabalho, com as reflexões finais.

2 AS MUDANÇAS FAVORÁVEIS NA DÉCADA DE 2000

2.1 Crise nos países em desenvolvimento¹

Nos primeiros 30 anos do período de globalização financeira, desde os princípios dos anos 1970 até o início do século XXI, as crises financeiras e cambiais nas economias de mercado emergente foram cada vez mais frequentes e intensas. No entanto, após 2001 não aconteceram novas crises nas economias emergentes, apesar de o período ter apresentado diversos episódios de turbulência financeira com efeitos de contágio. É interessante que a crise nos Estados Unidos não disparou uma crise financeira em nenhuma economia de mercado emergente. Esta seção busca caracterizar as crises das economias de mercado emergente nas primeiras três décadas de globalização financeira.

Desde que explodiu a crise das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, produziram-se algumas reações críticas no paradigma dominante e uma incipiente revalorização dos aportes teóricos dos autores que têm abordado a questão das crises financeiras como tema central. A contribuição de Minsky (1975) parece ter captado especial atenção.

1. Este ponto se baseia em Frenkel e Rapetti (2009).

O fato de que os analistas e os observadores dos mercados financeiros resgataram as ideias de Minsky (1975) do exílio intelectual a que tinham sido condenadas não deveria surpreender. As condições que provocaram e contribuíram ao desenvolvimento da crise financeira atual reproduzem muito nitidamente o modelo de crises financeiras deste autor.² Neste modelo, as crises estão sempre precedidas por um período de auge econômico e financeiro. Durante a fase de auge, as expectativas otimistas sobre o futuro generalizam-se, a confiança incrementa-se e a percepção de risco diminui. Neste contexto, os agentes assumem posições de risco e o sistema adquire uma crescente fragilidade. Em certo ponto, um fato pontual chama atenção dos agentes sobre o alto grau de exposição ao risco que existe no sistema. Começa com uma etapa de dificuldades. Em resposta à percepção de um risco mais alto, a maioria dos agentes modifica suas carteiras em favor de ativos líquidos e mais seguros. O excesso de demanda de liquidez e ativos de baixo risco termina por fazer explodir a bolha, o que resulta em uma perda massiva de riqueza. Nesta fase recessiva, prevalecem as expectativas pessimistas. Assim como na fase anterior predominavam os efeitos da retroalimentação positiva, nesta etapa se impõem os efeitos negativos. Os desenvolvimentos deflacionários nos mercados financeiros fazem com que a maior parte dos agentes veja restringida sua liquidez ou se localize diretamente em estado de insolvência; em qualquer um destes casos, suas decisões relativas aos gastos ficam afetadas de formas adversas. O consumo privado diminui e os investimentos colapsam. O que começou como contração do setor financeiro alcança toda a economia. Em resumo, a crise financeira conduz a uma crise sistêmica.

Os fatores que desencadeiam o ciclo na crise financeira recente dos Estados Unidos – e de outros países desenvolvidos – são em essência endógenos. Trata-se de um ponto-chave na teoria dos sistemas financeiros de Minsky: as bolhas e as inovações que se desenvolvem nas etapas de auge são uma consequência natural e espontânea da evolução do sistema financeiro.

A bolha dos imóveis e as inovações financeiras que se originaram com a securitização das hipotecas – e de outras dívidas – constituem os ingredientes básicos da fase de auge do ciclo minskyano da crise recente. Tanto a bolha dos preços dos imóveis como as inovações financeiras são processos que se desenvolveram nos mercados imobiliários e financeiros e se retroalimentaram mutuamente durante um longo período. Não há dúvida que também houve elementos externos que influíram sobre ambos os processos: há discussões, que provavelmente estender-se-ão por um longo tempo, sobre o papel da desregulação financeira, a lassitude da

2. Os trabalhos de Minsky sobre as crises financeiras e sua relação com a macroeconomia são numerosos. Minsky (1975) apresenta uma análise crítica sobre a assimilação neoclássica dos aportes de Keynes e a relevância das finanças no marco de Keynes. Uma síntese do seu modelo de crises financeiras encontra-se em Minsky (1977). A mais brilhante e madura exposição do seu pensamento encontra-se em Minsky (1986). Kindleberger (1977) oferece um panorama histórico exaustivo das crises financeiras analisadas com o marco de Minsky.

política monetária e os ingressos de capital estrangeiro nos Estados Unidos como fatores que estimularam estes processos. No entanto, se algum destes fatores pode ter sido relevante, a comparação com as crises nas economias de mercado emergente põe em evidência uma diferença crucial entre as dinâmicas endógenas do ciclo nos Estados Unidos e o caráter exógeno dos elementos que dispararam a fase de auge nas crises nos países emergentes.

A maioria das crises nos países emergentes teve lugar na América Latina. Em efeito, desde inícios dos anos 1970, a região começou a participar da onda de globalização financeira e, desde então, sofreu de numerosas crises. Outros países em vias de desenvolvimento se incorporaram ao processo de globalização financeira mais tarde, nos primeiros anos da década de 1990 e, com os países latino-americanos, passaram a se denominar “economias de mercado emergente”. As crises em algumas destas economias, como as dos cinco países da Ásia oriental, da Rússia e da Turquia, somam-se à longa lista das crises em países em desenvolvimento.

O modelo de Minsky (1975) tem inspirado numerosos estudos sobre as crises financeiras dos países em vias de desenvolvimento.³ Na segunda metade da década de 1970, Argentina e Chile encontraram-se imersos nos ciclos de auge e recessão minskyanos, o que gerou crises financeiras sistêmicas que explodiram aproximadamente um ano antes (1980, na Argentina, e 1981, no Chile) das suas respectivas crises de balança de pagamentos e cambiárias. Também se observaram ciclos minskyanos similares nas crises do México e da Argentina em 1995; da Ásia oriental em 1997-1998; da Rússia em 1998; do Brasil em 1999; e da Argentina e da Turquia em 2001. Em todos estes episódios, as crises estiveram precedidas por períodos de auge durante os quais se criaram bolhas de preços dos ativos e da intermediação financeira em contexto de comportamentos cada vez mais arriscados. A análise do conjunto de episódios mostra que as crises não foram resultantes de políticas fiscais insustentáveis, choques externos negativos ou comportamentos que involucrem um alto risco moral devido a garantias governamentais implícitas ou explícitas. Pelo contrário, foram resultantes de uma crescente fragilidade financeira, consequência da confluência de um maior apetite de risco por parte do setor privado e uma regulamentação relapsa dos mercados financeiros durante a fase de auge (TAYLOR, 1998).

A crise financeira dos Estados Unidos e as que atingiram as economias emergentes assemelham-se em suas dinâmicas de características minskyanas. Existe, no entanto, uma diferença crucial que reside nos fatores que dão início à fase de auge do ciclo minskyano. No caso das economias de mercado emergentes, as inovações e as bolhas financeiras que se desenvolveram na fase de auge são consequência da instrumentação de novas regras de política macroeconômica,

3. Um modelo seminal das crises financeiras em países em desenvolvimento conforme a herança minskyana encontra-se em Frenkel (1983).

incluída a abertura da conta de capital, que geram um ambiente rentável para a arbitragem financeira entre os ativos externos e locais.

Essa conclusão se desprende da análise comparativa das crises nas economias emergentes (FRENKEL, 2003). A análise, em efeito, mostra uma série de características em comum. Em primeiro lugar, as condições que disparam a fase de auge são originadas por mudanças relativamente drásticas nas políticas macroeconômicas. Em geral, a liberalização do mercado financeiro local e a conta de capital se combinam com alguma regra para a predeterminação do tipo de câmbio nominal – como as paridades fixas ou as “tabelinhas” cambiais. A implementação de novas regras macroeconômicas pode ser tomada como um choque exógeno sobre o sistema financeiro, que logo incentiva a arbitragem entre ativos externos e domésticos e induz influxos de capital que disparam o auge. Em segundo lugar, em todos os casos, as movimentações internacionais de capital desempenham um papel fundamental tanto no auge quanto na recessão. Por último, observa-se a lassitude na regulação do mercado financeiro local. Isto pode acontecer devido à recente liberalização ou a uma expansão grande demais da atividade financeira durante a fase de auge, que supera a capacidade regulatória existente. Em síntese, o desencadeamento do ciclo minskyano nas economias dos países em desenvolvimento tem um importante componente exógeno. Os ingressos e as saídas de capital desempenham aqui um papel preponderante ao multiplicar as forças financeiras que impulsionam o ciclo. As condições que deram lugar às crises nas economias de mercado emergente nas primeiras décadas da globalização financeira mudaram nos anos 2000, como explicado na seção 3.

2.2 Armadilhas financeiras e integração financeira internacional segmentada

Os países de mercado emergente integraram-se ao sistema financeiro internacional de forma segmentada, e vários deles acabaram caindo em armadilhas financeiras (FRENKEL, 2008a). O contágio internacional e os comportamentos de manada dos investidores são aspectos característicos desta segmentação. No entanto, a segmentação tendeu a se dissipar nos anos 2000.

Nas primeiras três décadas da globalização financeira, os países de mercado emergente que seguiram trajetórias conducentes à acumulação de grandes dívidas externas tenderam a cair em armadilhas financeiras que resultaram geralmente em crises. A Argentina, no período 1998-2001, é um claro exemplo desta situação. Entretanto, um país que caiu em armadilha financeira de alta dívida e alto valor de risco podia se ver estagnado nesta situação, ainda que já tivesse experimentado e superado crises externa e cambial. O Brasil, por exemplo, depois de sofrer crises externa e cambial em 1998, corrigiu as principais características do seu esquema prévio de política macroeconômica. Contudo, estas mudanças não alteravam a herança financeira da sua trajetória anterior, de modo que a economia brasileira

continuava fechada em armadilha financeira no início dos anos 2000. Mais adiante, o Brasil encontrou uma saída não crítica desta situação principalmente por meio da geração de superávits de conta-corrente, como comentado na seção 3.

As armadilhas financeiras resultam de dois vínculos principais entre a economia e o mercado financeiro internacional. O primeiro está determinado pelo grande volume das necessidades de financiamento. O refinanciamento dos vencimentos de dívida e o financiamento de altos déficits estruturais de conta-corrente constituem-se na questão principal da relação entre o país e o mercado financeiro internacional. Esta é uma situação muito vulnerável aos efeitos de contágio ou a qualquer outra fonte de volatilidade. Também está mais inclinada a profecias autorrealizáveis. O mercado avalia esta situação impondo altos valores de risco e o país perde, em grande medida, os graus de liberdade da sua política econômica, porque a urgência que impõe a necessidade de financiamento internacional prioriza a emissão de sinais favoráveis aos olhos do mercado.

O segundo vínculo resulta dos efeitos sobre as taxas de juros. Um alto valor de risco-país faz mais custoso o financiamento externo, adicionalmente contribuindo com a piora dos índices de endividamento. Por sua vez, a soma da taxa internacional mais o valor de risco-país determinam a base da taxa real de juros local. A integração do mercado emergente com o mercado financeiro internacional resulta, assim, em uma integração segmentada, na qual a taxa de juros internacional que confronta o país e a taxa de juros local são significativamente mais altas que as taxas nos países desenvolvidos. As altas taxas de juros têm efeitos negativos sobre o crescimento e a fragilidade financeira interna e externa.

No final dos anos 1990, o fenômeno da integração segmentada era evidente para os países altamente endividados, como a Argentina e o Brasil. Porém, outros países em desenvolvimento, cujas políticas conseguiram evitar acumular altas dívidas externas, também experimentavam uma integração segmentada. Depois de ter participado no processo de globalização financeira durante um longo período – quase três décadas, no caso da América Latina –, os ativos financeiros destas economias constituíam uma “classe” cujos rendimentos incluíam um valor de risco-país considerável. Estes valores de risco alcançaram seu mínimo em 1997, justamente antes da desvalorização tailandesa. No entanto, logo após as crises asiática e russa, os valores de risco-país subiram e permaneceram elevadas até o início dos anos 2000.

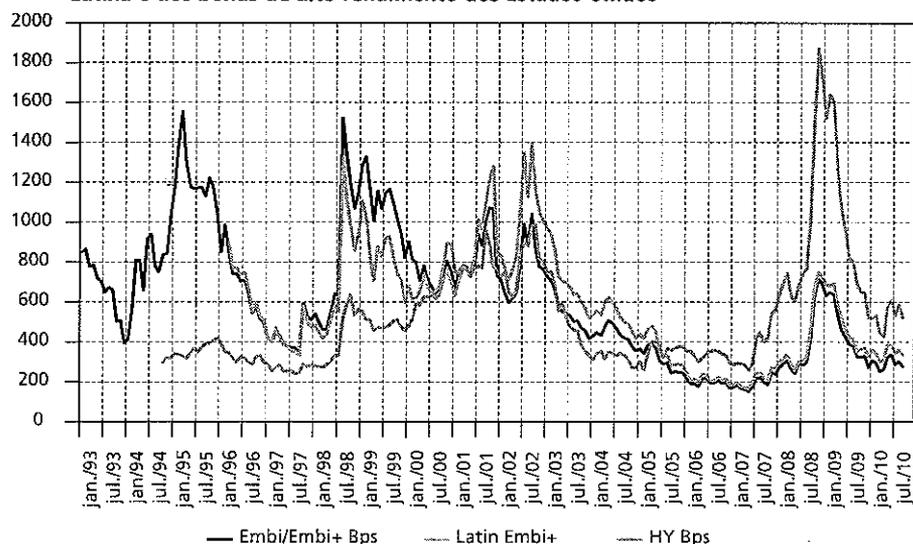
Os valores de risco-país persistentemente altos eram um resultado inesperado da globalização financeira. Desde seus primeiros passos, os defensores da globalização financeira apresentaram a integração completa entre os sistemas financeiros locais e o sistema internacional como o estado ideal em que convergiria o processo. A integração completa implica um sistema de intermediação global no qual o rendimento dos ativos do público, por um lado, e o custo do capital para os devedores, por outro, igualam-se para transações economicamente equivalentes, com independência

da localização geográfica de poupadores e investidores. A convergência do processo de globalização para a integração plena significaria a contínua redução dos valores de risco-país. Esta não tinha acontecido desta maneira até o início dos anos 2000.

No início do século XXI, parecia difícil encontrar saídas para os países que se encontravam em armadilhas de financiamento ou, mais geralmente, estabelecer um contexto internacional capaz de evitar a integração segmentada, sem nenhum esforço importante de cooperação internacional. No entanto, a segmentação das economias de mercado emergente tendeu a se dissipar logo após os anos 2000, mas isto não originou uma melhoria – inexistente – na cooperação internacional, mas, sim, as mudanças das políticas e dos balanços de pagamentos de um número significativo de economias de mercado emergente, como argumentado na seção 3.

GRÁFICO 1

Valores de risco-país dos países de mercado emergente, dos emergentes da América Latina e dos bônus de alto rendimento dos Estados Unidos



Fonte: Bônus de alto rendimento dos Estados Unidos, dados do índice de Merrill Lynch US High-Yield Master II (HOAC); bônus soberanos de países de mercado emergente e dos emergentes da América Latina, índice Embi+ de JP Morgan (Embi até novembro de 1997 e Embi+ desde dezembro de 1997).

Efetivamente, os valores de risco-país das economias em desenvolvimento seguiram uma trajetória decrescente desde o início de 2003 e, em meados de 2005, caíram abaixo do mínimo registrado no período prévio à crise asiática. No início de 2007, a média dos valores de risco alcançou seu mínimo histórico em nível que era significativamente inferior ao observado antes da crise asiática e também significativamente abaixo do *spread* dos bônus de alto rendimento de Estados Unidos. Os valores de risco-país tenderam a elevar-se desde meados de 2007, ainda

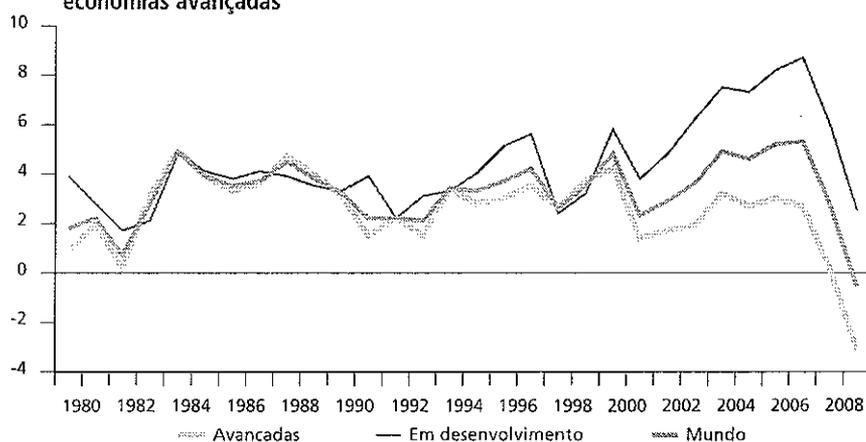
assim, antes da falência do Lehman Brothers, os valores de risco das economias de mercado emergentes eram similares aos níveis que predominavam nos melhores momentos do período prévio à crise asiática. Por sua vez, o contágio financeiro do colapso que se seguiu à falência do Lehman Brothers foi breve e, em 2009, muitos países em desenvolvimento recuperaram o acesso ao crédito internacional com taxas de juros relativamente baixas.

2.3 Aceleração do crescimento e resistência contra os choques externos nos anos 2000

Nos anos 2000, aconteceu uma notável aceleração do crescimento dos países em desenvolvimento. Além disso, estes países mostraram uma inovadora resistência diante dos choques externos reais e financeiros causados pela recente crise global.

Nos anos 1980 e 1990, os ciclos dos países avançados e dos países em desenvolvimento estavam altamente correlacionados e as taxas médias de crescimento de ambos os grupos eram, *grosso modo*, semelhantes. Por exemplo, no período entre 1992 a 2001, os países avançados cresceram a uma taxa anual de 2,8%, enquanto os países em desenvolvimento o fizeram com taxa anual média de 3,8%. Como observado no gráfico 2, a seguir, a diferença a favor da taxa média de crescimento dos países em desenvolvimento neste período é explicada por um crescimento relativamente mais rápido destas economias entre a crise mexicana e as crises asiáticas e russa, mas as crises de 1997 e 1998 tiveram um efeito contrativo relativamente maior sobre as economias em desenvolvimento, de modo que as taxas de ambos os grupos de países tenderam novamente a se igualar nos anos finais da década de 1990.

GRÁFICO 2
Taxas anuais de crescimento do mundo, as economias em desenvolvimento e as economias avançadas



Fonte: Dados do IMF World Economic Outlook, outubro de 2010.

Nos anos 2000, a correlação cíclica entre as duas agrupações de países persiste, mas, durante esse período, pela primeira vez desde o início da globalização financeira, os países em desenvolvimento – e também o subconjunto de economias da América Latina – cresceram a taxas sistematicamente mais elevadas que as economias avançadas. Entre 2002 e 2008, a taxa anual média de crescimento dos países em desenvolvimento foi de 6,7%, enquanto as economias avançadas cresceram em média 2,1% ao ano. No período, houve uma substancial aceleração do crescimento das economias em desenvolvimento em comparação com as décadas prévias, também um aumento significativo das suas taxas com relação ao ritmo de crescimento das economias avançadas.

Por sua vez, também é notável a inovadora resistência mostrada pelas economias em desenvolvimento diante dos impactos da crise global. Isto pode ser ilustrado sinteticamente observando-se os comportamentos dos níveis de atividade em 2009, o ano-calendário no qual se concentram os efeitos recessivos da crise. Nesse ano, os países avançados retrocederam 3,2%, enquanto os países em desenvolvimento cresceram a uma taxa média de 2,5%.

No entanto, o desempenho das economias em desenvolvimento, em 2009, segundo regiões, mostra grande heterogeneidade. De um lado, encontra-se o comportamento catastrófico das economias do centro e do leste da Europa, em que quase todos os países sofreram recessões e uma contração média de 3,6%. Do outro lado, somente um pequeno número de economias em desenvolvimento asiáticas experimentou recessões e a região cresceu em média 6,9%. Na África, na América Latina e no Caribe, os desempenhos nacionais foram mais heterogêneos.

Nenhum país esteve livre dos impactos externos recessivos (GRIFFITH-JONES e OCAMPO, 2009). Efetivamente, nenhum país pode se isolar dos efeitos recessivos da contração das suas exportações. Estes efeitos são específicos de cada país e dependem de sua particular inserção comercial. A queda do comércio internacional foi o principal mecanismo de transmissão dos efeitos recessivos nos países em desenvolvimento. Um canal importante para alguns dos países foi a queda das remessas de trabalhadores que emigraram para países desenvolvidos, singularmente na América Central e no México, por exemplo. Estes efeitos também são específicos de cada país e independentes das suas políticas nacionais.

O outro canal de transmissão de efeitos recessivos é o financeiro. Este teve um papel de importância secundária em muitas economias em desenvolvimento. Além do impacto relativamente breve do colapso que seguiu à falência do Lehman Brothers, em um grande número de países tem existido um desacoplamento dos efeitos de contágio financeiro na crise recente. O fenômeno contrasta vivamente com os importantes efeitos que teve o contágio financeiro das crises asiáticas e russa sobre as economias de mercado emergente.

A hipótese apresentada neste estudo é que, dados os impactos recessivos específicos por meio dos canais de transmissão reais em cada economia em desenvolvimento, a resistência à crise está diretamente vinculada às políticas macroeconômicas aplicadas nos anos prévios e a seus reflexos em uma maior ou menor fragilidade para enfrentar os choques externos. Estas políticas e resultados foram, por um lado, o fator determinante do desacoplamento do contágio financeiro e, também, por outro lado, da possibilidade de instrumentar políticas anticíclicas.

Para testar essa hipótese, foi realizado um estudo econométrico com uma amostra composta de 48 países em desenvolvimento⁴ e, 30 países avançados, focado sobre o desempenho do produto em 2009. A regressão, apresentada a seguir, é um dos resultados deste estudo. Trata-se de uma regressão sobre a amostra de 48 economias em desenvolvimento cuja variável dependente é a taxa de crescimento do produto em 2009 (REALGDP2009).

As variáveis independentes são a taxa de variação das exportações em 2009 (CAIDAEXPO09); o *ratio* dívida externa a curto prazo/produto no final de 2007 (DEUDACORTOGDP2007); a média da relação conta-corrente/produto no período 2005-2007 (CTACTE20052007); o *ratio* reservas internacionais/produto no final de 2007 (RESERVASGDP2007); e a taxa média de crescimento no período prévio à crise 2005-2007 (REALGDP20052007).

Na amostra de países em desenvolvimento (48 países), o produto em 2009 diminuiu em média 1,9% e a queda média das exportações foi de 21,3%. A amostra inclui 12 países⁵ que tiveram acordos de *stand-by* com o Fundo Monetário Internacional (FMI) entre julho de 2008 e novembro de 2009. Neste grupo, a contração média do produto em 2009 foi de 5,6%, enquanto as exportações diminuíram em média 24,1%. No grupo restante de 36 países que não tiveram acordo com o FMI, o produto teve uma diminuição média de 0,7% e as exportações diminuíram em média 20,4%. Na estimativa que se apresenta a seguir, o *ratio* reservas/produto iguala-se a 0 nos 12 casos de países com acordo com o FMI.

A tabela 1 apresenta os resultados. Na estimativa, a variação do produto em 2009, assim como as variáveis independentes, e expressa porcentagens, de modo que os coeficientes de regressão têm uma interpretação direta.

4. Os países incluídos são: África do Sul, Argentina, Armênia, Azerbaijão, Bangladesh, Bielorrússia, Brasil, Bulgária, Chile, China, Colômbia, Costa Rica, Croácia, Chipre, República Dominicana, Equador, Egito, El Salvador, Estônia, Geórgia, Guatemala, Honduras, Hungria, Indonésia, Jordânia, República do Quirguizistão, Letônia, Lituânia, Macedônia, Malásia, Malta, México, Moldávia, Mongólia, Marrocos, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Romênia, Rússia, Tanzânia, Tailândia, Tunísia, Turquia, Ucrânia, Uruguai e Vietnã.

5. Os países da amostra com acordo de *stand-by* são: Armênia, Bielorrússia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Geórgia, Guatemala, Hungria, Letônia, Mongólia, Romênia e Ucrânia.

TABELA 1
PIB real de 2009
 Método: M. C. O.

Variável	Coefficiente	Erro padrão	<i>F-statistic</i>	Probabilidade
CAIDAEXPOS09	0.230666	0.070028	3.293899	0.0020
DEUDACORTOGDP2007	-0.180065	0.075302	-2.391245	0.0213
CTACTE20052007	0.227194	0.104493	2.174249	0.0354
RESERVASGDP2007*(1-DUMIMF)	0.101975	0.045814	2.225826	0.0314
REALGDP20052007	0.527259	0.211063	2.498112	0.0165
C	-0.276486	1.997482	-0.138417	0.8906
R-quadrado	0.479726	Média var. dependen.		-1.910417
R-quadrado ajustado	0.417788	E. S. var. dependen.		6.159519
E. S. de regressão	4.699886	<i>F-statistic</i>		7.745329
Som resid quadrado	927.7349	Prob. (F-statistic)		0.000031

Como pode se observar, todos os coeficientes resultam altamente significativos (abaixo de 4%) e a constante não é distinguível de 0. As variáveis independentes explicam 48% da variância das taxas do produto em 2009.

Como era de se esperar, o coeficiente da taxa das exportações em 2009 é positivo. O coeficiente indica um efeito contrativo de 0,23% por cada ponto percentual (p.p.) de queda das exportações. Com uma redução média de 21,3% na amostra, a queda das exportações implicaria uma queda média do produto de 4,9%.

O coeficiente do *ratio* dívida externa a curto prazo/produto é negativo (-0,18) e de magnitude importante. O coeficiente da relação média corrente/produto no triênio 2005-2007 é positivo (0,23) e a sua magnitude é similar ao coeficiente que mede o impacto da queda das exportações em 2009. Estes resultados serão interpretados mais adiante.

O coeficiente da tendência do crescimento no período prévio no início da crise (0,53) é positivo e de magnitude significativa.

Por último, o coeficiente do *ratio* reservas internacionais/produto no final de 2007 é positivo (0,10). Como indicado anteriormente, na estimativa apresentada, o *ratio* reservas internacionais/produto dos países que assinaram acordos de *stand-by* com o FMI igualou-se a zero, sob a hipótese de que estes países deveriam requerer estes programas por insuficiência de liquidez internacional. Como dito anteriormente, o conjunto de países que assinou os acordos de *Stand-by* experimentou, em 2009, uma contração média do produto muito superior aos demais países da amostra. Assim, a significação do coeficiente do *ratio* de reservas na estimativa exposta pode resultar da maior contração do produto, por fatores diferentes à disponibilidade de reservas, das economias que assinaram acordos com o FMI. Efetivamente,

o coeficiente do *ratio* de reservas perde significado se não se considerar os acordos com o FMI e, também, não tem resultado significativo se a estimativa se realiza sobre a subamostra de países que não assinaram acordos. Por sua vez, se na estimativa da equação se exclui a variável de reservas e inclui-se uma variável *dummy* para os países que assinaram acordos com o FMI, o coeficiente de *dummy* terá resultado significativo de 8% e de valor -3. Isto é, controla pelo resto das variáveis, excluídas as reservas, os países com acordo com o FMI diminuíram em média 3 p.p. mais do que o resto da amostra. Este ponto será comentado mais adiante.

Quando se realiza a regressão sobre o conjunto de países avançados e em desenvolvimento considerados no estudo, a queda de exportações, em 2009, é a única variável que tem resultado significativo. Ao contrário, na amostra de economias em desenvolvimento, as variáveis incluídas na regressão incidiram significativamente, junto à queda das exportações, sobre o impacto diferencial dos choques externos sobre o nível de atividade em 2009. Os resultados da regressão indicam que, controlado pelas respectivas quedas das exportações, em 2009, os países que mais cresceram – ou caíram menos – foram os em desenvolvimento, que vinham experimentando maiores taxas de crescimento antes da crise; os que tinham menores dívidas a curto prazo, antes da crise; os que mostravam maiores resultados de conta-corrente no período prévio à crise, e os que tinham maior disponibilidade de reservas – ou não tiveram de solicitar apoio ao FMI.

É presumível, *a priori*, que os efeitos diferenciais dos choques externos financeiros gerados pela crise⁶ estejam correlacionados com o grau de dependência do funcionamento prévio da economia aos ingressos de capital. Indicadores somados desta dependência são a situação da conta-corrente, a magnitude das necessidades de financiamento dos setores público e privado, a proporção de capital exterior no financiamento de bancos, empresas e governos e a magnitude das reservas internacionais disponíveis. Entretanto, estes dados não somente dão conta da sensibilidade do funcionamento da economia a um *sudden stop*, mas também dos graus de liberdade das políticas econômicas para levar adiante ações compensatórias.⁷

Sob a luz do critério de dependência dos ingressos de capital, o coeficiente do *ratio* dívida externa a curto prazo/produto tem uma interpretação direta. Menor dívida externa a curto prazo implica menor capacidade do *sudden stop*

6. A magnitude do choque externo financeiro sobre as economias em desenvolvimento, medida realizada por meio de vários indicadores, foi similar à do choque causado pelas crises asiáticas. No entanto, sua duração foi mais breve nesta oportunidade.

7. Por exemplo, esse critério separa bem as economias de mercado emergente da Ásia e da América Latina, das economias do centro da Europa, da Turquia e de outras de inserção financeira internacional recente, cuja dependência dos ingressos de capital se assemelhava à que tinha a América Latina nos anos 1990 (OCAMPO, 2009).

para gerar situações de iliquidez com impacto recessivo. É importante mencionar que o *ratio*/dívida externa total/produto resulta menos significativo do que o da dívida a curto prazo.

Além de haver nitidamente uma maior recessão nos países que assinaram acordos com o FMI, deve-se mencionar que não foram identificados claramente os efeitos diferenciais da maior ou da menor disponibilidade de reservas sobre o nível de atividade, em presença das outras variáveis independentes. Uma possível causa é que muitos países da amostra têm reservas volumosas, de modo que suas diferentes magnitudes não têm incidido diferencialmente sobre os níveis de atividade por meio das diversas funções que cumprem a disponibilidade de reservas. De fato, uma função das reservas diante de um *sudden stop* é evitar o *default*, o que não tem acontecido em nenhum dos casos – conjectura-se que os eventos ocorreram em razão de *default* em algumas das economias que assinaram acordos com o FMI se não tivessem recebido estes apoios. A disponibilidade de reservas permite fornecer liquidez em moeda internacional a devedores privados ou públicos que se encontram forçados a quitar seus créditos internacionais em *sudden stop*, mas não evita os efeitos recessivos destas quitações se estes créditos externos não são totalmente refinanciados em moeda doméstica pelo sistema financeiro local ou o governo. Isto explica a significação do coeficiente de endividamento externo a curto prazo, apesar da existência de reservas abundantes. Por sua vez, uma parte dos países da amostra tem regime de câmbio flexível e deu lugar à desvalorização de suas moedas diante do choque externo. Uma função das reservas, nestes casos, é permitir a intervenção oficial no mercado cambial para controlar a magnitude da desvalorização. Esta função também não depende das magnitudes diferenciais de reservas disponíveis, quando existirem em geral reservas suficientes para intervir.

Para interpretar o coeficiente do *ratio* médio conta-corrente/produto no período 2005-2007, é útil expressar o resultado da conta-corrente com a seguinte fórmula:

$$(AP - IP) + (AG - IG) = CC$$

Na fórmula, *AP* e *IP* indicam a poupança e o investimento privado e *AG* e *IG* indicam a poupança e o investimento do governo. As duas primeiras incógnitas do primeiro membro da fórmula são, respectivamente, o superávit financeiro do setor privado e o superávit financeiro do governo. Um resultado positivo da conta-corrente significa que o conjunto da economia está aumentando sua posse líquida de ativos externos – ou reduzindo sua dívida externa líquida. Consequentemente, indica uma relativa redução na dependência do financiamento externo para fornecer os recursos em moeda internacional necessários para o movimento normal da economia. Todavia, expressado como se expõe aqui, um resultado de conta-corrente positivo é um indicador indireto de situações superavitárias do setor privado, do governo ou de ambos os setores e,

por conseguinte, de uma menor potência de um *sudden stop* para induzir situações de iliquidez com efeitos recessivos. Por isto, o resultado da conta-corrente no balanço de pagamentos também é um indicador indireto da folga financeira local para financiar políticas expansivas diante dos choques externos negativos.

O papel que os resultados da conta-corrente, no período 2005-2007, apresentar na resistência diante dos impactos da crise recente é consistente com diversos estudos e dados de períodos anteriores sobre a relação entre os resultados de conta-corrente e o crescimento, como se indica na seção 3.

3 AS NOVAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E SEUS RESULTADOS

3.1 Fatores da não ocorrência de crises nas economias em desenvolvimento e da dissipação da segmentação financeira

Após as crises asiáticas, registraram-se duas inovações importantes em um grande número de economias em desenvolvimento. A primeira é a modificação dos regimes cambiais.⁸ No novo contexto, a flexibilidade é a característica partilhada pelos regimes cambiais da maior parte destas economias.

Tem-se entendido tradicionalmente por flexibilidade que o tipo de câmbio se determina no mercado de moeda internacional sem intervenção da autoridade monetária. No entanto, no atual contexto dos países em desenvolvimento, a flexibilidade também conota que a autoridade monetária se reserva a faculdade de intervir nesse marco. É comum o entendimento de que um regime cambial flutuante puro é aquele de compromisso mínimo da autoridade monetária no que diz respeito ao tipo de câmbio. Contudo, o regime flutuante puro não é aquele de compromisso mínimo, pois nele a autoridade monetária assume o compromisso de não intervir. De modo diverso, no regime vigente em muitos países em desenvolvimento, não há um compromisso de não intervenção e a autoridade monetária intervém de forma discricionária.

Uma vantagem desse regime é seu papel preventivo, pois não pode ser vítima de ataques especulativos. O regime combina as vantagens do tipo de câmbio flutuante com os graus de liberdade da autoridade monetária para reagir perante mudanças nos contextos local e internacional e ajustar o comportamento do tipo de câmbio e a política monetária às necessidades da política econômica. Na prática, se não *de jure*, na experiência recente da maior parte das economias de mercado emergente, utiliza-se o regime cambial mencionado, que é geralmente denominado flutuação administrada (WILLIAMSON, 2000; BOFINGER e WOLLMERHÄUSER, 2003).

8. Em Frenkel e Rapetti (2010b), apresenta-se uma análise da evolução dos regimes cambiais na América Latina.

Com o deslocamento dos regimes cambiais para uma maior flexibilidade, outra inovação de grande importância no processo de globalização financeira tem sido a reversão da direção dos fluxos líquidos de capitais, que começaram a se movimentar dos países em desenvolvimento para as economias avançadas.⁹

Muitas das economias do mercado emergente, que tinham se integrado ao sistema internacional como receptoras de ingressos de capitais os quais financiavam déficits de conta-corrente, nos anos 2000, começaram a gerar superávit de conta-corrente – ou reduzir significativamente os déficits anteriores – e acumular persistentemente reservas internacionais.

Efetivamente, em um conjunto de 29 economias do mercado emergente,¹⁰ somente quatro ostentavam superávit de conta-corrente em 1997. Neste conjunto, o número de países com superávit de conta-corrente era de 14 em 2001, 18 em 2004 e 14 em 2006. Neste conjunto de países, o quociente entre o montante dos superávits e o valor absoluto do montante dos déficits era de 0,35 em 1997, 1,40 em 2001, 3,93 em 2004 e 4,64 em 2006. Excluindo-se a China, cujo quociente mencionado era de 0,04 em 1997, 1,13 em 2001, 2,73 em 2004 e 2,15 em 2006.

Houve um movimento, uma volta completa, nas condições sob as quais estes países se integram ao sistema financeiro internacional. Passaram de receptores de poupança externa para se constituírem exportadores de poupança e intermediários dos fluxos internacionais de capital. Isto modificou sua posição no sistema financeiro internacional.

Superávits de conta-corrente e a disponibilidade de volumosas reservas internacionais são indicadores de robustez externa, pois indicam uma baixa probabilidade de o país encontrar dificuldades para cumprir seus compromissos externos. Além disso, como indicado anteriormente, os superávits de conta-corrente são também indicadores de robustez financeira dos agentes domésticos. Estes indicadores são utilizados pelos investidores internacionais nas suas decisões de carteira. Por sua vez, a investigação empírica mostrou também que resultam boas predições da probabilidade de crises de balanço de pagamentos – por exemplo, Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998). Consequentemente, não é difícil explicar por que o risco percebido e os valores de risco-país declinaram nos casos nacionais nos quais a conta-corrente se tornou superavitária.

9. Nos anos 1980, também houve um período no qual os movimentos líquidos de capital foram dos países de baixo ingresso para os países de alto ingresso. Entretanto, isto foi uma consequência transitória do ajuste externo dos países da América Latina depois da crise da dívida. No curso das renegociações da dívida em *default*, que se estendeu entre 1982 e 1990, não existia praticamente financiamento externo privado voluntário e muitos países geraram contas correntes superavitárias para servir alguma proporção dos juros.

10. O conjunto compreende 24 dos 25 países incluídos no Emerging Markets Index elaborado pelo *Morgan Stanley Capital International* (MSCI Barra) (África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Checa, Egito, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Marrocos, Paquistão, Peru, Filipinas, Polônia, Rússia, Tailândia e Turquia), aos que se juntaram Bulgária, Equador, Panamá, Ucrânia e Venezuela.

Porém, o surgimento de um grande número de países superavitários teve efeitos benéficos também sobre os países nos quais persistiram os déficits de conta-corrente e sobre a relação entre o conjunto de países em desenvolvimento e o sistema financeiro internacional. Um número menor de países deficitários, em contexto em que muitas economias do mercado emergente apresentam superávit, reduz os riscos de contágio e comportamentos de manada e, por conseguinte, também o risco percebido dos países deficitários. A “classe” de ativos de mercados emergentes é mais heterogênea, e muitos destes ativos correspondem a economias robustas. Esta configuração beneficia a percepção de risco dos países deficitários e de toda a classe de ativos.

Para fechar esse ponto, uma breve discussão sobre dois casos latino-americanos que podem ilustrar as diferentes maneiras em que as mencionadas mudanças, nas condições internacionais, contribuíram para que os países em desenvolvimento encontrassem saídas às duras restrições vigentes no início da década de 2000. Nesse momento, como mencionamos na seção 2, a Argentina e o Brasil encontravam-se encerrados em armadilhas financeiras de alta dívida externa e altos valores de risco-país.

No caso do Brasil, a forte melhoria da conta-corrente foi o fator-chave que permitiu ao país sair da armadilha financeira, na qual se encontrava encerrado desde o último terço da década de 1990. Esta melhoria reduziu a fragilidade financeira externa e contribuiu para a redução do valor de risco-país, operando conjuntamente com a redução do valor médio dos emergentes que foram verificados simultaneamente. A conseguinte queda da taxa de juros internacional confrontada pelo país permitiu a desaceleração do crescimento das dívidas externa e pública e a melhoria das suas perspectivas de sustentabilidade. Em síntese, a transição de déficit na conta-corrente para superávit conduziu o comportamento financeiro da economia a um círculo virtuoso, em vez do círculo vicioso configurado pela armadilha financeira.

A reestruturação da dívida argentina representa o caso de um país que se beneficiou do surgimento de um conjunto de economias de mercado emergente com superávit de conta-corrente. O *default* da dívida externa aconteceu em dezembro de 2001, antes das mudanças nas condições do mercado financeiro internacional. No início de 2003, o governo argentino lançou a iniciativa de troca de dívida que implicou um desconto de 75% sobre o valor nominal da dívida original. A troca efetivou-se em 2005 com uma adesão de 76%. O sucesso da reestruturação foi surpreendente, considerando-se o volume da dívida em *default* e a magnitude do desconto, valores máximos históricos nos dois casos. É claro que as novas condições financeiras internacionais contribuíram ao resultado. Esta troca se deu quando os valores de risco-país dos emergentes estavam caindo, proporcionando uma oferta financeiramente atrativa, enquanto alguns meses antes, com os valores de risco mais altos nos países emergentes, teria sido considerada inaceitável.

3.2 A aceleração do crescimento

Até aqui se argumentou que as inovações nos regimes cambiais, o surgimento de superávits de conta-corrente – ou a redução dos déficits – e a acumulação de reservas afetaram positivamente o comportamento das economias em desenvolvimento. O que gerou um contexto no qual não surgiram novas crises e os riscos percebidos e os valores de risco-país diminuíram. No que concerne a esta argumentação, ela está focada na aceleração do crescimento experimentada nos anos 2000.

O papel desempenhado pelos resultados positivos da conta-corrente e a acumulação de reservas não se limitam ao plano financeiro. Uma série de estudos comparativos internacionais sugere que estas variáveis são fatores-chave na explicação da aceleração do crescimento nas economias em desenvolvimento. Estes trabalhos empíricos mostram que a conta-corrente e as reservas internacionais estão positivamente correlacionadas com o crescimento. Por exemplo, o influente trabalho de Prasad, Rajan e Subramanian (2007) mostrou a correlação positiva entre os resultados da conta-corrente e o crescimento em países não industrializados no período 1970-2004. Resultados similares foram obtidos por Bosworth e Collins (1999) e pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) (2008). Por sua vez, a correlação positiva entre reservas acumuladas e crescimento foi documentada por Polterovich e Popov (2002), e Levy-Yeyati e Sturzenegger (2007), entre outros autores.

Ainda quando a correlação positiva entre essas variáveis parece um fato empírico bem documentado, não é óbvio por qual mecanismo os superávits de conta-corrente e a acumulação de reservas favorecem o crescimento. Um mecanismo possível está relacionado com os canais financeiros discutidos no parágrafo anterior. O financiamento internacional das economias em desenvolvimento era volátil e estava sujeito a *sudden stops*. Estas características podem afetar negativamente o crescimento por meio de pelo menos duas vias. As saídas massivas de capital podem gerar crises externas com efeitos persistentes sobre a estrutura econômica e reduzir conseqüentemente a taxa de crescimento de longo prazo (STIGLITZ, 2000). Por sua vez, embora as crises fossem evitadas, a volatilidade dos fluxos de capital pode afetar negativamente as decisões de investimento e o crescimento. Conseqüentemente, os superávits de conta-corrente – ou os menores déficits – e a acumulação de reservas podem ter contribuído no crescimento por intermédio da redução da volatilidade e da probabilidade de crises. São argumentos plausíveis. De fato, o citado trabalho de Prasad, Rajan and Subramanian (2007) mostra que uma das razões pelas quais houve um crescimento maior nos países que utilizaram menos poupança externa reside em que eles não experimentaram crises. No entanto, este estudo também indica que a associação entre as contas-correntes e o crescimento não se deriva exclusivamente da inexistência de crises

nas economias superavitárias, porque a correlação também se verifica sobre subperíodos do passado nos quais não houve crises em nenhuma economia em desenvolvimento. Este último resultado sugere que os efeitos da conta-corrente e a acumulação de reservas sobre o crescimento não operam exclusivamente por meio da redução da volatilidade e da probabilidade de crises. Uma hipótese que ganhou um crescente número de adeptos nos últimos tempos é que os superávits de conta-corrente e a acumulação de reservas incidem no crescimento porque estão associados com TCR competitivos. Esta questão é discutida a seguir, mas, antes, é possível extrair uma conclusão do exposto.

Sob a luz da evidência empírica comentada, o período 2002-2008 – com numerosos países em desenvolvimento que exibem superávits de conta-corrente, robustez financeira e crescimento acelerado – pode ser visto como a amplificação de um padrão histórico. Nos anos 2000, um número de países em desenvolvimento maior que no passado seguiu trajetórias com contas-correntes superavitárias e taxas de crescimento mais altas. Em alguns casos, estes resultados foram induzidos por políticas dirigidas explicitamente para estimular o crescimento por meio da preservação de TCRs competitivos, que geram ao mesmo tempo maiores taxas de crescimento, superávits de conta-corrente e acumulação de reservas. Em outros casos, os resultados foram principalmente consequência de fatores internacionais exógenos às políticas econômicas destes países – por exemplo, o arrastre pela via comercial de outras economias em desenvolvimento com crescimento acelerado, as baixas taxas internacionais de juros a expansão rápida dos Estados Unidos e os altos preços das *commodities*. No entanto, ainda nos casos em que os resultados não são atribuíveis principalmente às políticas nacionais, as autoridades apontaram o fortalecimento, a robustez externa e a moderação das valorizações das moedas por meio da acumulação de reservas. Em consequência, as trajetórias seguidas por numerosos países em desenvolvimento nos anos 2000 podem ser vistas como uma confirmação *a posteriori* das lições de política implícitas nos estudos empíricos anteriormente citados.

Agora se avoca atenção ao papel dos TCRs competitivos. Existe um consenso bastante amplo no qual a principal motivação das contas-correntes superavitárias e a acumulação de reservas são a vontade dos países de preservar TCRs competitivos ou, pelo menos, evitar valorizações. Resultados dos estudos empíricos aqui citados corroboram que os superávits de conta-corrente e a acumulação de reservas estão altamente correlacionados com TCRs competitivos (depreciados).¹¹ Consensual também é a hipótese de que os superávits de conta-corrente e a acumulação de reservas incidem no crescimento porque estão associados com TCRs competitivos. Diversos estudos empíricos fornecem suporte substancial a esta hipótese.

11. Ver, por exemplo, Prasad, Rajan and Subramanian (2007).

Razin e Collins (1999) mostraram cedo que TCRs competitivos (depreciados) apareciam associados com taxas mais altas de crescimento com uma amostra de 93 países no período 1975-1992. O trabalho de Aguirre e Calderón (2006) revelou que TCRs moderadamente depreciados incidem positivamente no crescimento. Um recente trabalho de Rodrik (2008) usa dados de painel de 184 países no período 1950-2004 e, também, evidencia que as duas variáveis estão correlacionadas positivamente. Rodrik também acha que o TCR competitivo está associado com o crescimento das atividades industriais e que a expansão deste setor se correlaciona significativamente com a atividade econômica conjunta. Este resultado sugere que os efeitos do TCR operam – pelo menos parcialmente – por intermédio da expansão das atividades industriais (comerciais). O resultado é importante também porque está livre do problema de causalidade inversa, porque, no nível da empresa, o TCR pode ser considerado exógeno, o que não pode ser assumido nos estudos adicionais de corte transversal. Com similar objetivo, um estudo de Eichengreen (2007), com uma amostra de 28 indústrias, sobre 40 economias de mercado emergente, no período 1985-2003, compreende que TCRs depreciados estão correlacionados positivamente com o crescimento do emprego industrial. Outros estudos empíricos que obtêm resultados similares sobre a relação entre TCR competitivo (depreciado) e crescimento são os Bhalla (2008), Gala (2008), Hausman, Pritchett e Rodrik (2005) e Prasad, Rajan e Subramanian (2007).

Os trabalhos citados até aqui sugerem que a inovadora inserção internacional de numerosas economias em desenvolvimento, com superávit de conta-corrente e acumulação de reservas, acelera o crescimento não só por meio da redução da volatilidade e dos riscos de crises, mas principalmente por intermédio da sua incidência sobre o TCR. Esta parece ser uma ideia amplamente partilhada. Ao contrário, é motivo de maior disputa dos canais por meio dos quais o TCR afeta o crescimento. No nível macroeconômico, o debate acadêmico se articula ao redor de duas visões: a que concebe que as restrições ao crescimento se encontram do lado da oferta e a que localiza as restrições do lado da demanda.¹²

Quem concebe que o crescimento das economias em desenvolvimento está principalmente restringido pela demanda, se inspira na visão keynesiana. Nela, a demanda efetiva é o principal motor do crescimento em economias com trabalhadores desempregados ou subempregados. Com esta perspectiva, uma explicação estilizada dos canais de operação da relação TCR – crescimento é a explicada a seguir.

Em uma economia aberta, um TCR competitivo induz o incremento na demanda e na produção de exportações e substitutos das importações. Os aumentos

12. Não há lugar aqui para uma apresentação mais detalhada desse debate. Uma revisão do debate sobre os canais de transmissão do TCR ao crescimento encontra-se em Frenkel e Rapetti (2010a).

de produção resultantes geram incrementos adicionais da demanda, a produção, o emprego e o ingresso. Maiores níveis de produção, por meio do acelerador, induzem maiores investimento e crescimento. Adicionalmente, a aceleração do crescimento da demanda adicional e da produção tem um efeito de retroalimentação positivo sobre o crescimento da produtividade do trabalho (denominado em ocasiões como lei de Kaldor-Verdoorn) (FRENKEL e TAYLOR, 2007). Por último, em um marco keynesiano, não é difícil mostrar que um TCR mais depreciado conduz a maiores taxas de investimento e poupança, com a melhoria da conta-corrente.¹³

A interpretação keynesiana da relação TCR – crescimento pode se complementar com um elemento de fonte estruturalista. Em uma economia fechada, a fonte do incremento na demanda adicional não é tão importante quanto em uma economia aberta. A distinção é bem conhecida nas economias em desenvolvimento, nas quais o crescimento tem se visto reiteradamente restringido pela insuficiente disponibilidade de recursos externos. Este é um aspecto crucial da política de TCR competitivo: o incremento na demanda adicional obtém-se simultaneamente com o relaxamento da restrição externa. Os promotores do crescimento liderado por exportações, com Williamson (2003; 2008) como exemplo notável, têm assinalado por longo tempo a importância de um TCR competitivo, como ingrediente essencial de uma estratégia de desenvolvimento que procura eludir a restrição externa – como se costuma denominar – sobre o crescimento.

O marco keynesiano – estruturalista fornece uma explicação que se ajusta bem às características estilizadas as quais mostram as economias que praticam a política de TCR competitivo, mas, entre os que reconhecem a associação positiva entre TCR e crescimento, há diferentes visões, pois o debate sobre os canais de transmissão está aberto.

Pode-se concluir indicando a existência de evidência robusta que sugere que a preservação de um TCR competitivo é o mecanismo-chave por meio do qual as contas-correntes superavitárias e a acumulação de reservas impulsionam o crescimento. Entretanto, os canais de operação da relação TCR – crescimento não estão claramente identificados e é provável que resultem de maneiras diferentes em diversos países. Esta questão demanda mais investigação, bem como também requer mais investigação a instrumentação de políticas de TCR competitivo que é discutida na seção 4.

13. Em um marco neoclássico, o superávit de conta-corrente é uma consequência da taxa de poupança que supera a taxa de investimento. Em um marco keynesiano, um TCR competitivo que induz um maior investimento pelos mecanismos mencionados causa um aumento da taxa de poupança que financia o investimento e o superávit da conta-corrente.

4 AS NOVAS ORIENTAÇÕES DE POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E SUA INSTRUMENTAÇÃO

Como introdução a esta seção, apresenta-se uma lista dos componentes das novas configurações macroeconômicas.¹⁴ Elas são definidas ao se observar a instrumentação das novas políticas em número importante de economias em desenvolvimento. São formulações estilizadas, que tentam colher as melhores práticas – na opinião do autor deste artigo de cada uma das orientações expostas. No conjunto de países em que se encontram as novas configurações, há bastante diversidade, não só porque há diferenças entre as práticas, mas também porque as economias em desenvolvimento são heterogêneas em múltiplas dimensões. As orientações são listadas a seguir.

- 1) Um regime cambial flutuante administrado, que combina a flexibilidade do tipo de câmbio com intervenções discricionais da autoridade monetária no mercado cambial.
- 2) Preservar de uma tendência competitiva do TCR e evitar fortes valorizações no curto prazo.
- 3) Superávit como tendência e déficits transitórios moderados na corrente do balanço de pagamentos.
- 4) Acumulação de consideráveis reservas internacionais.
- 5) Uma política monetária ativa, facilitada pela esterilização das intervenções oficiais no mercado cambial e pela inexistência de dominância fiscal e exercitada em coordenação com a política fiscal. Eventualmente, a instrumentação de controles de capital é necessária para conseguir simultaneamente o subconjunto de orientações 1 e 5.
- 6) Tendência equilibrada das contas fiscais e déficits fiscais moderados.

O subconjunto de orientações de 1 a 4 concentra-se na promoção do crescimento e do emprego, na robustez das contas externas e na prevenção diante de choques externos reais e financeiros. As duas orientações seguintes têm mais tradição, embora também haja aspectos novos na formulação das políticas monetárias e fiscais. O foco do componente 5 é o controle da demanda adicional e da inflação e como indicado, a política monetária deve se coordenar com as políticas fiscais de curto prazo. O componente 6 é a orientação da política fiscal em longo prazo. Esta orientação concentra-se em permitir políticas fiscais anticíclicas em curto prazo (controle da demanda adicional e da inflação nas fases de auge e estímulos fiscais nas fases contrativas) e em prevenir a acumulação de dívidas públicas importantes.

14. Amar Bhattacharya sugeriu denominar esse conjunto de orientações de "the new fundamentals for macroeconomic policy in developing countries".

A seguir, diferentes aspectos e problemas da instrumentação das orientações de política aqui listadas são discutidos.

4.1 O exercício da política cambiária

Em contexto de mercado de câmbios livre, o Banco Central (BC) intervém com discricção no propósito de preservar uma tendência competitiva e estável do TCR. O atributo de estabilidade da meta não se refere aos resultados em curto prazo, mas assinala prazos mais extensos. Seu objetivo é induzir expectativas privadas de estabilidade do TCR competitivo e reduzir sua incerteza nos prazos relevantes para as decisões de emprego e investimento em atividades comerciais existentes ou novas. Em particular, deve-se evitar que tendências persistentes no mercado de câmbios induzam expectativas de valorização em prazo mais longo. Isto é importante por duas razões. Em primeiro lugar, para evitar a formação de bolhas autoconfirmadas que sejam mais custosas – em termos de expansão monetária – às intervenções compradoras do BC. Em segundo lugar, porque os efeitos reais de tendências esperadas do TCR não são simétricos. O investimento em atividades comerciais é de grande modo irreversível, pois neste setor há motivações para outorgar grande ponderação ao risco de valorização. Por este motivo, além dos sinais fornecidos pelas intervenções no mercado, o BC e o governo deveriam se esforçar, sem comprometer metas quantitativas ou regulações, em assinalar a estabilidade da tendência do TCR como objetivo estratégico da política econômica.

Por sua vez, o tipo de câmbio nominal deve flutuar no curto prazo. A incerteza do tipo de câmbio nominal futuro desencoraja os movimentos especulativos de capital. Esta é uma das vantagens da flutuação, junto à propriedade de preservar as reservas do ataque especulativo.

Em consequência, as intervenções do BC estão enquadradas pelas duas demandas conflitivas mencionadas. A autoridade monetária deve evitar que se formem expectativas sejam positivas ou negativas no TCR e deve permitir que o câmbio flutue. O intervalo de flutuação deve ser amplo o suficiente para desencorajar os movimentos de capital de curto prazo e estreito o bastante para induzir expectativas de estabilidade do TCR real.

O mercado de câmbios é um mercado de ativos. As decisões de compra e venda são, em boa medida, determinadas pela expectativa de preço futuro. Se as intervenções do BC e os sinais conseguem estabilizar estas expectativas em torno do TCR meta da política – dadas as políticas fiscais e monetárias consistentes com esta estabilidade –, as próprias forças do mercado tendem a estabilizar a trajetória do preço, são necessárias menos intervenções e elas resultam em menos custos. Por este motivo, as intervenções do BC devem ser contundentes, a fim de proporcionar um sinal claro da vontade da autoridade monetária.

4.2 A coordenação das políticas macroeconômicas

A adoção de uma meta de TCR deve ser parte de um esquema mais amplo, que inclua as políticas fiscais e monetárias consistentes com esta orientação. As políticas cambial, monetária e fiscal estão interligadas e devem ser coerentemente projetadas e instrumentadas. Por este motivo, a adoção do objetivo cambial deve ser concebida como componente de um regime de política macroeconômica, capacitada para obter objetivos múltiplos e conflitivos de maneira coerente. Este regime procura simultaneamente objetivos de crescimento, emprego, nível de atividade e inflação. O TCR competitivo e estável é uma meta intermediária do regime, como pode ser certa taxa de juros para a política monetária ou determinado resultado para a política fiscal.

As mencionadas características do regime fazem necessário coordenar as políticas macroeconômicas em uma instância governamental com alto poder de análise e decisão. Poder-se-ia afirmar que a coordenação na condução das políticas é vantajosa sob qualquer regime.¹⁵ No entanto, neste regime, a coordenação é imprescindível, porque as três políticas macroeconômicas (cambial, monetária e fiscal) são ativas e concorrem de forma complementar à consecução dos objetivos. Como há conflito entre os objetivos, a complementariedade das políticas deve ser garantida pela coordenação estabelecida por fonte única de condução.

4.3 O TCR competitivo e a pressão inflacionária

Uma característica singular do regime macroeconômico de TCR competitivo e estável é que ele mantém ligado um poderoso motor de expansão da demanda adicional e do emprego. É precisamente por intermédio destes efeitos sobre a demanda de bens comerciais de produção local que a demanda de investimento e a demanda de trabalho efetivam os estímulos ao crescimento da produção e do emprego que induzem o regime. Por este motivo, ele estabelece um elemento permanente de pressão inflacionária inexistente em outros regimes de política.

O impulso expansivo sobre a demanda adicional que estabelece o tipo de câmbio competitivo é difícil de precisar e quantificar. Como indicado na seção 3, os canais de transmissão não estão claramente identificados e podem diferir entre países. Além disso, os efeitos de um TCR competitivo em um país podem mudar ao longo do tempo segundo sua situação cíclica. Como consequência o TCR competitivo é um instrumento em certa maneira rústico, não apto para ser manejado com *fine-tuning*.

15. Embora haja quem argumente que é melhor segmentar os objetivos e atribuir responsabilidade exclusiva por um deles a determinada instituição. Por exemplo, um BC independente que se responsabilize exclusivamente pela inflação. Obviamente, o autor deste trabalho não concorda com esta ideia.

Além disso, assinalar a estabilidade da tendência do TCR é o objetivo crucial da política cambial, de modo que, embora contasse com os conhecimentos necessários para utilizar o TCR como instrumento de controle da demanda adicional, isto estaria em conflito com o objetivo principal da política.

O regime de TCR competitivo e estável difere-se de outros contextos da política neste aspecto crucial: neste regime, o TCR estabelece um impulso expansivo permanente sobre a demanda. Esta característica especial do regime também impõe recursos particulares às políticas que acompanham a política cambial: a presença de um impulso expansivo permanente enfatiza os papéis de freios que devem desempenhar em determinados momentos as políticas fiscal e monetária. Em geral, as políticas macroeconômicas fiscais e monetárias concentram-se no controle da demanda adicional e podem desempenhar papéis expansivos ou contrativos. Isto é válido em contexto de TCR competitivo. No entanto, neste regime, o TCR põe uma pressão permanente sobre o acelerador do veículo. Como há uma pressão permanente sobre o acelerador, o freio da pressão inflacionária descansa exclusivamente no papel regulador da demanda adicional exercido pelas políticas fiscal e monetária.

Essas considerações levam os macroeconomistas a um território pouco explorado. Certamente, há pouca discussão e experiência no que diz respeito ao papel da política fiscal como instrumento de freio da expansão da demanda adicional. O regime de TCR competitivo é relativamente novo, e a política macroeconômica fica obrigada a fazer o caminho ao andar. Sua condução precisa de criatividade e permanente fiscalização dos dados da economia e da consistência das políticas cambial, monetária e fiscal.

4.4 O exercício de uma política monetária ativa

Neste ponto, analisa-se a questão da autonomia monetária – isto é, questiona-se se, em um regime de TCR competitivo – ou, mais geralmente, em contexto onde o BC procure evitar a valorização e, para isto, realize intervenções compradoras no mercado de câmbios – a economia conta com suficiente autonomia para exercer a política monetária. A conclusão é que a esterilização permite contar geralmente com suficiente autonomia monetária para praticar uma política monetária ativa.

A principal objeção teórica que foi feita à política de intervir no mercado de câmbios diz que ela leva à perda da autonomia monetária. A crítica está baseada no difundido dilema da economia aberta à movimentação de capitais. O dilema postula que o BC não pode controlar simultaneamente o tipo de câmbio e a taxa de juros em contexto de livre mobilidade. O dilema é falso em determinadas circunstâncias e, conseqüentemente, é falso como caracterização geral das economias abertas.

A condição que possibilita o controle do tipo de câmbio e a simultânea preservação da autonomia monetária é a existência de um excesso de oferta de moeda internacional ao tipo de câmbio meta do BC. Neste contexto, a autoridade monetária pode determinar o tipo de câmbio, comprando o excesso de oferta no mercado cambial, e pode controlar a taxa de juros, esterilizando o efeito monetário desta intervenção por meio da colocação de títulos do Tesouro ou do próprio BC no mercado monetário. O BC tem dois instrumentos disponíveis para cumprir seus dois objetivos: a intervenção no mercado de câmbios, para fixar o tipo de câmbio, e a intervenção no mercado monetário, para determinar a taxa de juros.

Uma explicação simples do exposto é a seguinte. O excesso de oferta de moeda internacional, ao tipo de câmbio meta do BC e à taxa de juros vigente, implica um excesso de demanda de ativos domésticos. A intervenção completamente esterilizada pode se imaginar como uma política instrumentalizada em dois passos. No primeiro passo, a intervenção do BC no mercado cambial gera uma expansão da base monetária. A situação resultante mostraria um estoque maior de base monetária, o estoque inalterado de ativos domésticos e uma taxa de juros menor que a inicial. No segundo passo, a esterilização completa compensa totalmente a mudança na carteira privada que teve lugar no primeiro passo. O BC absorve o incremento da base monetária e coloca um montante de ativos domésticos equivalente ao excesso inicial de demanda de ativos domésticos (o excesso de oferta de moeda internacional), repondo a taxa de juros doméstica ao seu nível prévio (BOFINGER e WOLLMERSHÄUSER, 2003).

Destaca-se que a condição que invalida o dilema e faculta ao BC determinar simultaneamente o tipo de câmbio e a taxa de juros é uma situação de excesso de oferta de moeda internacional ao tipo de câmbio meta do BC. Esta ideia está pouco difundida porque a literatura, que discute a autonomia monetária e os regimes e as políticas cambiárias, raramente trata das condições de excesso de oferta e se concentra em esmagadora maioria sobre situações de déficit de balanço de pagamentos. No entanto, a preservação de um TCR competitivo (depreciado), pelos seus efeitos sobre a conta-corrente e a conta de capital, tende geralmente a produzir as condições que invalidam o dilema e possibilitam certo grau de autonomia monetária.

Na explicação da operação de esterilização exposta aqui, foi feita uma suposição de uma estrutura financeira muito simplificada. A carteira dos agentes inclui somente base monetária, ativos domésticos e ativos externos. Existem, somente, duas taxas de juros: a taxa local e a taxa internacional. A explicação apresentada tem por trás um raciocínio como o seguinte: dadas certa configuração das carteiras e certa estrutura de taxas, há o aumento da

preferência por ativos domésticos, por qualquer razão, – por exemplo, uma redução da taxa de juros internacional ou uma queda do risco local percebido pelos investidores. Esta mudança nas preferências às taxas de juros vigentes determina um excesso de demanda de ativos domésticos e o correspondente excesso de oferta de ativos externos. Como o BC emite o mesmo ativo local que é demandado (o único ativo doméstico remunerado do modelo), uma política monetária de preservação da taxa de juros local implica a esterilização completa da emissão de base resultante da intervenção compradora no mercado cambial. Com este modelo simplificado, a preservação da taxa de juros equivale à esterilização completa, ou, o que é igual, a manter inalterado o estoque de base monetária.

Como afeta a análise a existência de um cardápio mais amplo de ativos domésticos? Para discutir esta questão, considera-se a continuação de um modelo um pouco mais complexo, com dois ativos locais remunerados. Coloca-se, então, que o cardápio de ativos locais compõe-se de base monetária e dois ativos que rendem juros (ativos de curto prazo e ativos de longo prazo – bônus, por exemplo). Supondo-se, ainda, que o BC opera somente no mercado de ativos de curto prazo. Imagina-se agora que o excesso de demanda de ativos domésticos resultante da mudança de preferências do raciocínio precedente distribui-se de alguma forma entre ativos locais de curto e longo prazo. O primeiro passo da operação do BC (a compra do excesso de moeda estrangeira para preservar o tipo de câmbio) resultaria em taxas de juros locais, de curto e de longo prazo, ambas mais baixas que as iniciais. Neste caso, se o BC esteriliza completamente a emissão de base por meio da colocação de ativos de curto prazo, a taxa de juros de curto prazo resultante seria maior que a inicial. Isto é assim porque a taxa de longo prazo seria menor que a inicial e, se a elasticidade de substituição entre base monetária e ativos de longo prazo é significativa, a demanda de base seria maior que a inicial. Para manter o estoque de base igual ao inicial, seria necessária uma taxa de juros de curto prazo mais alta que a inicial, para compensar o efeito de uma taxa de juros de longo prazo mais baixa.

O aumento da taxa de juros de curto prazo do exercício precedente se dá porque o BC, que opera exclusivamente em ativos de curto prazo, realiza uma esterilização completa da sua intervenção no mercado de câmbios para manter inalterado o estoque de base. No entanto, se o BC procura manter a taxa de juros de curto prazo no seu nível inicial – por exemplo, porque este é seu instrumento de política monetária – pode fazê-lo, desde que, para isto, não realize uma esterilização completa, mas uma esterilização parcial, permitindo que a oferta de base monetária se acomode a uma maior demanda pela influência de uma taxa de longo prazo inferior à inicial.

O exemplo com três ativos locais ilustra o caso mais geral, no qual existe uma grande quantidade de ativos locais, incluindo, terras e imóveis, que são demandados como contrapartida da oferta excedente de ativos externos. Claro está que o BC não pode controlar toda a estrutura de taxas de juros, tanto em uma economia aberta quanto em uma fechada. A autonomia monetária exercida por meio da política de esterilização deve ser entendida como a capacidade da autoridade monetária de controlar a taxa de juros instrumental da sua política monetária. A meta da política de esterilização deve ser a taxa de juros dos ativos com que opera o BC, e não uma meta quantitativa de base – ou outra variável monetária.

Tem acontecido na prática das políticas de esterilização, e menciona-se frequentemente, que tais políticas induzem ao aumento da taxa de juros doméstica. A discussão precedente sugere uma explicação possível destes casos e menções. Se o BC procura metas monetárias quantitativas (de base ou de outras variáveis monetárias) e, para preservá-las, realiza a esterilização completa das suas intervenções compradoras no mercado cambial, é provável que se eleve a taxa de juros da classe de ativos com que opera o BC. Entretanto, neste caso, o problema não está na natureza da política de esterilização, mas na meta que ela procura.

4.5 A sustentabilidade da política de esterilização

No ponto anterior, concluiu-se que, em condições de excesso de oferta de moeda internacional no mercado de câmbios, a intervenção compradora esterilizada é possível a qualquer momento. Este ponto se concentra na sustentabilidade desta política: é possível realizá-la continuamente? A resposta é: não em qualquer circunstância.

A sustentabilidade da política de esterilização depende da taxa de juros que se obtém pelas reservas internacionais e da taxa de juros local, da trajetória do tipo de câmbio e da evolução das variáveis que determinam a demanda e a oferta de base monetária. A conclusão a chegar (FRENKEL, 2007; 2008a) é que existe uma taxa de juros local máxima que permite a sustentabilidade da política de esterilização. O BC tem liberdade para fixar sustentavelmente uma taxa de juros local igual ou inferior à taxa máxima. Mais formalmente, em cada momento do tempo, o custo unitário de esterilização é representado a seguir pela fórmula.

$$s = i - r - e$$

Em que: s é o custo de esterilização, i é a taxa de juros local, r é a taxa de juros internacional, $e = dE/E$ é a taxa de aumento do preço da moeda internacional ($E = \$/US\$$ é o tipo de câmbio).

O custo de esterilização s é nulo se $i = r + e$ – isto é, se a taxa de juros local é igual à soma da taxa de juros internacional mais a taxa de aumento do tipo de

câmbio. Ou, o que é igual, se é verificado estritamente a condição de paridade descoberta das taxas de juros (UIP).

A política de esterilização é obviamente sustentável se o custo de esterilização é nulo ou negativo. Se ela fosse condição de sustentabilidade, a política de esterilização só seria sustentável se $i \leq r + e$. Isto é, $r + e$ seria o valor máximo da taxa de juros que faria sustentável a política de esterilização. Taxas maiores que esta tornariam a política insustentável.

Frenkel (2007) demonstra que a mencionada condição não é necessária para a sustentabilidade. Mostra que a política pode ser sustentável com taxas de juros locais maiores que $r + e$, calculando-se a taxa máxima que permite a sustentabilidade da esterilização. A conclusão resulta simplesmente em considerar a senhoriação percebida pelo BC. No trabalho citado, formulou-se um modelo que leva em conta que, além de ativos financeiros remunerados, o público demanda e o BC emite base monetária que não rende juros.

No citado trabalho, definiu-se o grau de autonomia monetária como a diferença entre a taxa de juros local máxima que permite a sustentabilidade da esterilização e $r + e$.

$$g = i_{max} - (r + e)$$

Em que i_{max} é a mencionada taxa máxima e g é o grau de autonomia monetária.

Dadas a taxa de juros internacional e a taxa (tendência) de aumento do tipo de câmbio nominal, o grau de autonomia é maior quanto maior for a taxa de juros local que pode se determinar sem fazer insustentável a política de esterilização.

O critério de sustentabilidade que se utiliza é o de que os passivos totais do BC (base monetária mais passivos remunerados) não se incrementam mais do que as reservas internacionais avaliadas em moeda doméstica, de modo que, com o passar do tempo, eles se mantenham constante ou diminuam a relação entre os passivos totais do BC e seus ativos de reserva.

Desse critério, deriva-se uma simples condição sobre a taxa de juros máxima que pode pagar os títulos de esterilização do BC. A política de esterilização é sustentável para taxas de juros iguais ou inferiores a esta taxa. Tal taxa máxima sustentável resulta do quociente entre duas variáveis. O numerador é a soma da taxa de juros percebida pelas reservas mais a taxa de aumento do tipo de câmbio. O denominador é o *ratio* entre o montante de passivos remunerados do BC e o valor das reservas internacionais em moeda doméstica. A intuição da expressão é clara. O numerador é o rendimento, em pesos das reservas, à taxa internacional mais a taxa de aumento do tipo de câmbio. O denominador é um número menor que um, de modo que a taxa sustentável máxima é maior que o numerador. Quanto menor for o

denominador –, isto é, quanto menor for a proporção entre o estoque de passivos remunerados do BC e as reservas avaliadas em moeda local –, menor será a proporção de passivos pelos quais o BC paga juros e maior será, então, a taxa de juros sustentável máxima. Mais formalmente, define-se a condição de sustentabilidade da política de esterilização como:

$$dP \leq d(RE)$$

Em que P é o passivo do BC. A condição significa que a política de esterilização é sustentável se a relação entre passivos totais do BC e o valor em moeda local das reservas internacionais $P/(RE)$ não se incrementa. Frenkel (2007) revela que a condição de sustentabilidade resulta em:

$$i \leq (e + r) / l_R$$

Em que $l_R = L/RE$ é o quociente entre o estoque de passivos remunerados do BC e o valor em moeda doméstica das reservas internacionais.

Se $l_R < 1$, as taxas de juros locais que preservam a sustentabilidade da política de esterilização podem ser superiores a $e + r$ e tanto mais altas quanto menor for o *ratio* l_R . Como foi expressado antes, as operações do BC determinam a cada momento a taxa de juros local e o tipo de câmbio. A sustentabilidade destas operações depende das taxas local e internacional, da trajetória temporal do tipo de câmbio e também de l_R .

A taxa de juros local máxima que mantém a sustentabilidade da política de esterilização é:

$$i_{max} = (r + e) / l_R$$

Consequentemente, o grau de autonomia monetária é:

$$g = i_{max} - (r + e) = (r + e) (1 - l_R) / l_R$$

O grau de autonomia monetária, – isto é, a diferença entre a taxa local máxima sustentável e $r + e$, – é maior quanto menor for l_R .

Fica claro que a relação l_R muda ao longo do tempo, modificando o intervalo de taxas de juros sustentáveis e o grau de autonomia monetária. Se l_R aumenta com o passar do tempo, o grau de autonomia tende a se reduzir e vice-versa. Esta consideração sugere analisar a tendência da condição de sustentabilidade para estabelecer se a taxa de juros máxima que permite a sustentabilidade da política de esterilização tende a se incrementar ou a diminuir com o passar do tempo. Ou, o que é igual, se a evolução das variáveis monetárias e do mercado de câmbios determina que o grau de autonomia monetária tende a aumentar ou a diminuir.

A condição de permanência é óbvia: a relação entre os passivos remunerados do BC e as suas reservas avaliadas em pesos não aumenta. Isto é, o estoque de

passivos remunerados do BC cresce a um ritmo igual ou inferior ao valor das reservas avaliadas em moeda doméstica. Mais formalmente, define-se a condição de permanência do grau de autonomia como:

$$d(L/R E) = dl_R \leq 0$$

Se as variáveis monetárias e do mercado de câmbios satisfazem essa condição, isto implica que a taxa de juros máxima sustentável e o grau de autonomia tendem a permanecer estáveis ou aumentar. Se a condição não se verifica, o grau de autonomia tende a diminuir, embora isto não signifique que uma política de esterilização que é sustentável em um momento fique rapidamente insustentável. Significa que as taxas máximas sustentáveis tendem a diminuir com o passar do tempo e que, com a manutenção desta circunstância-se perder á a possibilidade de exercer uma política monetária ativa.

Demonstra-se que a condição de permanência do grau de autonomia pode se expressar como outra restrição sobre a taxa de juros local:

$$i \leq (e + r) + (B/L) \beta (p + e) - (C/R)(1 - IR)/R$$

Em que B é o estoque de base monetária; β é a elasticidade da demanda de base ao ingresso nominal; p é a taxa de inflação; e é a taxa de crescimento do produto e C é o fluxo de compras do BC no mercado cambial.

Taxas locais iguais ou inferiores ao segundo membro da expressão preservam a permanência do grau de autonomia. Taxas maiores, embora sustentáveis, implicam que o grau de autonomia tende a diminuir, porque a relação entre o estoque de passivos remunerados do BC e as reservas tende a aumentar. A restrição depende da relação entre a base monetária e o estoque de passivos remunerados do BC (B/L) e da taxa de crescimento da demanda de base $\beta (p + e)$. Também, como se vê no último termo da expressão, a restrição depende negativamente da relação entre o fluxo de compras do BC no mercado cambial e o estoque de reservas (C/R) – equivalente à taxa líquida de crescimento das reservas internacionais de juros que elas rendem. A lógica é clara: quanto maiores as compras do BC no mercado cambial, mais rápido cresce o estoque de passivos de esterilização e seu custo, e mais rápido as taxas de juros máximas sustentáveis tendem a diminuir.

A análise precedente supõe livre mobilidade de capitais. No entanto, além do propósito de mostrar as condições que geram a sustentabilidade da esterilização neste contexto, é oportuno se servir da última inequação apresentada para ressaltar as funções que podem desempenhar o controle dos ingressos de capital e as compras de moeda estrangeira por parte do governo.

Efetivamente, a inequação indica que regulações dos ingressos de capital que moderam a magnitude das compras do BC (reduzindo C/R) contribuem para

preservar a permanência do grau de autonomia do qual desfruta a economia em determinado momento. Portanto, a política fiscal também pode contribuir para a preservação do grau de autonomia. Em condições de superávit fiscal, o governo pode investir parte deste fluxo em ativos externos, reduzindo, deste modo, as compras do BC necessárias para sustentar o tipo de câmbio meta.

Em Frenkel (2007), apresentam-se diversos exercícios numéricos, em diferentes cenários de inflação e crescimento, com dados e parâmetros plausíveis, que sugerem que as políticas de esterilização são sustentáveis e existem graus consideráveis de autonomia monetária permanente em contextos que não são nada extraordinários em muitas economias em desenvolvimento. Conclui-se que a política cambial de um regime de TCR competitivo geralmente não inibe o exercício da política monetária. A crítica ortodoxa a respeito não é válida. Ainda com livre mobilidade de capitais – com suposição óbvia que os ativos domésticos e externos não são substitutos perfeitos –, o regime não é incompatível com um considerável grau de autonomia monetária que pode ser explorado para exercitar uma política monetária ativa.

A conclusão não implica, porém, que, em regime de TCR competitivo, ou, mais geralmente, em contexto no qual se quer evitar a valorização, o controle da dinâmica da demanda adicional e a pressão inflacionária possam confiar exclusivamente na política monetária. Se o limite superior da taxa de juros que permite a sustentabilidade da política de esterilização conjuga-se com uma baixa elasticidade da demanda adicional para a taxa de juros, estas circunstâncias podem inibir significativamente a capacidade regulatória da política monetária. As taxas de juros necessárias para afetar sensivelmente a demanda adicional poderiam ser superiores ao teto de sustentabilidade da esterilização (FRENKEL, 2008b). Uma baixa elasticidade da demanda adicional para a taxa de juros observa-se, ainda, em economias em desenvolvimento com relativamente alto grau de intermediação financeira. É presumível esta característica se encontrar em grande número destas economias.

Nossa conclusão a respeito é que em regime de TCR competitivo, a política monetária ativa pode e deve se exercitar, porque é imprescindível utilizar todos os instrumentos disponíveis para controlar a dinâmica da demanda adicional e a pressão inflacionária. No entanto, a responsabilidade por este controle não pode se confiar exclusiva ou principalmente à política monetária. Esta conclusão ressalta o grande papel que devem desempenhar a política fiscal, como instrumento regulador da demanda adicional, e a pressão inflacionária.

5 REFLEXÕES FINAIS

É interessante que a evidência apresentada neste trabalho tenha pouco reconhecimento por parte das instituições financeiras multilaterais. Embora não se reconheça

o papel desempenhado pelas novas configurações macroeconômicas na aceleração do crescimento das economias em desenvolvimento, não é possível ignorar os efeitos que as mudanças tiveram sobre as relações entre estes países e o mercado financeiro internacional. Deveria aceitar-se, pelo menos, que o novo contexto aliviou, em grande medida, as características mais negativas que mostravam a globalização financeira até o início dos anos 2000. No entanto, a doutrina oficial das instituições financeiras internacionais não o registra.

O FMI, por exemplo, continua promovendo oficialmente políticas macroeconômicas baseadas na flutuação pura e a política monetária de *inflation targeting*. Entre outras características negativas – por exemplo, a volatilidade do tipo de câmbio –, a flutuação pura pode conduzir a uma grande valorização dos tipos de câmbio, especialmente nas atuais condições financeiras internacionais, e debilitar, conseqüentemente, os balanços externos robustos e o crescimento.¹⁶

Por sua vez, desde que o G-20 resolveu triplicar a capacidade de empréstimo do FMI, em abril de 2009, a instituição tem promovido a ideia de que pode substituir o papel desempenhado pelas reservas acumuladas individualmente pelos países, para cumprir a função de prestamista de última instância em moeda internacional das economias em desenvolvimento. A iniciativa foi sobreposta com opiniões críticas com relação à manutenção de reservas de grande magnitude, vindas do próprio FMI e também de fontes acadêmicas – por exemplo, Rodrik (2006). Fortalecer o papel de prestamista de última instância do FMI é bom para a estabilidade do sistema financeiro internacional, mas a iniciativa aponta de maneira inocultável aos bancos centrais para que não intervenham no mercado cambial e deixem às suas forças a determinação do tipo de câmbio. É claro, no entanto, que, depois da experiência da década recente, especialmente a da crise global, parece difícil convencer os bancos centrais dos países em desenvolvimento que acumular reservas é ineficiente.

Em princípio, é duvidosa a efetividade que poderia ter a iniciativa mencionada para realizar um papel similar ao que desempenha a disponibilidade de reservas volumosas. A eventual assistência do FMI para cobrir deficiências de liquidez internacional dos países estaria sujeita à condicionalidade – ainda quando fosse uma condicionalidade *ex ante* –, diferentemente da utilização de reservas internacionais

16. No entanto, no FMI expressaram-se discrepâncias depois da crise. Por exemplo, Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro (2010) publicaram um *Staff Position Note* que reflete a intenção de reorganizar as políticas macroeconômicas recomendadas. No item C do trabalho, intitulado *Inflation targeting and foreign exchange intervention*, que se concentra nas políticas dos países em desenvolvimento, os autores recomendam intervenções no mercado de câmbios para evitar fortes valorizações, acumulação de reservas e políticas de esterilização. Em um outro *Staff Position Note*, publicado pouco depois do citado, Ostry *et al.* (2010) aceitam a instrumentação de controles para as entradas de capital em certas circunstâncias. As políticas sugeridas em ambos os documentos colidem com a orientação oficial do FMI.

próprias.¹⁷ Por conseguinte, a efetiva disponibilidade desta liquidez seria incerta e sobreviria um risco de *default* por este motivo. Esta consideração mostra que as reservas internacionais e o prestamista de última instância supranacional não são equivalentes.

Com relação a essa questão, o comportamento por parte da União Europeia (UE) e do FMI nos problemas enfrentados no financiamento das dívidas públicas europeias no primeiro semestre do atual ano adiciona novos elementos de juízo.

Em primeiro lugar, a experiência europeia recente fornece evidência que permite conjecturar os efeitos prováveis da iniciativa mencionada. Embora a função de prestamista de última instância do FMI fosse plasmada em nova linha de financiamento da instituição, com as mínimas restrições imagináveis para seu acesso por parte dos países em desenvolvimento, parece difícil que seus efeitos sobre os valores de risco destes países resultassem maiores do que os efeitos, no caso da zona do euro, mostrados recentemente no pacote de resgate UE – FMI, somado ao potencial de assistência do BC europeu. E estes efeitos são evidentemente inferiores aos que fornece a disponibilidade de reservas, no caso dos países de mercado emergente. Em outras palavras, parece improvável que um acordo internacional no seio do FMI, que constituísse a instituição como prestamista de última instância das economias em desenvolvimento, oferecesse aos investidores garantias melhores que as estabelecidas recentemente na zona do euro para os países integrantes. E que, por sua vez, se mostram claramente inferiores às garantias fornecidas pela disponibilidade de reservas nos países de mercado emergente.

Em segundo lugar, a recente experiência europeia serve de ilustração das enormes dificuldades de coordenação que enfrentaria a iniciativa de constituir um prestamista de última instância internacional. A UE é, sem dúvida, o âmbito mais propício imaginável para um acordo internacional que dissipe o risco de *default* soberano dos países que a integram. Se o acordo resulta tão difícil neste âmbito, quais seriam as possibilidades de um acordo global? As dificuldades seriam, com certeza, maiores que no caso da UE.

Uma objeção frequente às propostas de políticas de TCR competitivo, superávit de conta-corrente e acumulação de reservas é que implicam uma falácia de composição. Certamente, nem todos os países do mundo podem aplicar simultaneamente estas políticas. No entanto, não é em princípio inconsistente recomendar estas orientações ao conjunto de economias em desenvolvimento. É claro que a generalização destas políticas no conjunto de economias em

17. De fato, duas linhas foram criadas pelo FMI com esse propósito no passado (a *contingent credit line*, na segunda metade dos anos 1990, e a *short term liquidity facility*, em outubro de 2008), elas não foram requeridas por nenhum país e deveram desativar-se. A recentemente criada *flexible credit line* foi requerida por três países, mas não a utilizaram.

desenvolvimento implica necessariamente que o adicional das contas correntes dos países avançados deve ser deficitário. Dessa forma, o debate sobre as novas configurações macroeconômicas dos países em desenvolvimento se sobrepõe com o debate do “problema” dos desequilíbrios globais.

É um fato que os países em desenvolvimento não aplicaram as políticas que tendem a gerar superávit de conta-corrente simultaneamente e não parece que isto ocorrerá no futuro próximo. Uma vez que as mencionadas recomendações de política em cada um dos países em desenvolvimento não podem ser acusadas de inconsistência global, embora se perceba os desequilíbrios globais como um problema. Em outro contexto, um país pequeno em termos internacionais não tem razão para se preocupar pelas repercussões internacionais das suas políticas. No entanto, ao avaliar o debate internacional e as possibilidades de melhorar as instituições internacionais para fazê-las mais favoráveis ao desenvolvimento, deve-se atender à questão da consistência global das políticas de desenvolvimento e lidar com esta perspectiva no tema dos desequilíbrios globais.

O debate sobre os desequilíbrios globais involucra essencialmente o juízo sobre a sustentabilidade por um período mais ou menos prolongado do déficit de conta-corrente dos Estados Unidos, e de outras economias avançadas. Obviamente, não há lugar neste trabalho para discutir o tema, mas existe um aspecto do debate que merece ser indicado: o papel atribuído aos desequilíbrios globais na gestação da crise recente.

Na metade da década dos anos 2000, alguns analistas prediziam que os desequilíbrios globais iam se ajustar abruptamente, provocando uma crise internacional. Quem imaginou uma crise originada no déficit de conta-corrente, dos Estados Unidos pensou por analogia nas crises das economias de mercado emergente deficitárias. Diante à tendência crescente do déficit de conta-corrente, foi previsto uma brusca redução da confiança nos ativos norte-americanos, que incluiria os títulos da dívida pública e a conseguinte liquidação rápida de dólares e ativos denominados, em dólares. Isto provocaria uma abrupta depreciação do dólar, cujos efeitos inflacionários induziriam a Reserva Federal norte-americana a elevar significativamente as taxas de juros, o que aproximaria os Estados Unidos e o resto do mundo à recessão.

Com efeito, aconteceu uma crise, mas não foi como a prevista pelos que focavam os desequilíbrios globais. De fato, aconteceu o oposto ao que era previsto: a crise financeira gerou uma “fuga da qualidade” que produziu uma valorização do dólar e dos bônus do Tesouro dos Estados Unidos.

De qualquer maneira, entre os que reclamam soluções urgentes do “problema”, há muitos que afirmam que os desequilíbrios globais desempenharam um papel principal na gestação da crise recente. Sem entrar em detalhes de seus argumentos, pode-se dizer que estes não são muito convincentes no plano acadêmico. O consenso neste

plano coloca como principal fator da crise a grande fragilidade financeira alcançada pelo sistema globalizado, com centro nos Estados Unidos, facilitada pela frágil regulação exercida pelos governos dos países desenvolvidos, em conjunção com o colapso da bolha imobiliária a partir de 2006. De fato, a crise financeira afetou mais os países desenvolvidos com alto superávit, mas com grande exposição a ativos nos Estados Unidos, como Alemanha, que a outros países desenvolvidos com déficit de conta-corrente; porém, com menor exposição ao risco norte-americano. No que diz respeito à relação entre a crise e os desequilíbrios globais, o consenso acadêmico reconhece que ambos podem ter uma raiz comum na baixíssima taxa de poupança que exibia a economia norte-americana antes da crise, mas descarta o alto déficit de conta-corrente como causa principal.

Além do debate sobre a sustentabilidade dos desequilíbrios globais, intensificou-se recentemente a pressão dos países avançados sobre as economias em desenvolvimento, especialmente sobre a China, para que valorizem seus tipos de câmbio e enfraqueçam suas contas-correntes. A acentuação da pressão não aparece, agora, principalmente motivada pelas tendências dos balanços externos, mas por uma urgência em incrementar as vendas ao exterior. Efetivamente, a recuperação da demanda doméstica é pobre nos Estados Unidos e em outras economias desenvolvidas, as políticas fiscais enfrentam crescentes dificuldades nos Estados Unidos e em outros países desenvolvidos, e os efeitos das políticas monetárias são fracos. O aumento das exportações líquidas aparece assim como o único caminho viável para estimular a reativação. Neste caminho, os Estados Unidos e outros países desenvolvidos colocaram os tipos de câmbio e os balanços comerciais como temas prioritários no FMI e no G-20. Além da pressão internacional, diversos países desenvolvidos adotaram medidas para conduzir à desvalorização de suas moedas; incluindo o Japão, cuja localização nos desequilíbrios globais deveria nortear sua política cambial na direção oposta. Está acontecendo uma “guerra cambial”, como denominou o ministro da Fazenda do Brasil, na qual todos estão chamados a perder, tanto os países em desenvolvimento quanto os avançados.

Os países em desenvolvimento deveriam participar nesse debate, levando a discussão além do curto prazo e colocando a questão do desenvolvimento em primeiro plano. Com esta perspectiva, deveriam propor uma reforma profunda do sistema monetário internacional, que, entre seus objetivos, inclua a consolidação das melhores características da configuração internacional dos anos 2000. Por exemplo, deveriam promover um acordo internacional de regimes cambiais e TCRs reais, que permita às economias em desenvolvimento seguir trajetórias de altas taxas de crescimento com exportações.¹⁸

18. Orientações para a instrumentação de um acordo internacional de TCRs foram apresentadas já faz um tempo por Williamson (2006).

Pelas atuais circunstâncias que os países avançados atravessam, as condições para o sucesso de uma proposta desse tipo parecem nestes momentos as piores. Entretanto, alguns aspectos da situação são vantajosos, pelo menos, para iniciar esta discussão. Por exemplo, a situação tem a virtude de mostrar claramente o papel dos regimes cambiais e os TCRs, despojados da parafernália que rodeia estes assuntos à economia neoclássica. Em segundo lugar, o tema foi colocado no primeiro plano de atenção internacional pelos países desenvolvidos e está aberta a possibilidade de negociações.

Ganhar apoio para a reforma sugerida requereria reviver o espírito de Bretton Woods em contexto de grande escassez de iniciativas de coordenação internacional.

É difícil, mas não impossível. Duas condições parecem necessárias para avançar nesse caminho. A primeira é que exista um reconhecimento amplo das lições fornecidas pela história da globalização financeira. A segunda é que se reconheçam os efeitos benéficos que um acordo internacional teria sobre tipos de câmbio para os países em desenvolvimento e os avançados. A guerra cambial não é conveniente para ninguém.

REFERÊNCIAS

- AGUIRRE, A.; CALDERÓN, C. **The effects of real exchange rate misalignments on economic growth**. Banco Central do Chile, 2006. (Mimeografado).
- BHALLA, S. Economic development and the role of currency undervaluation. **The Cato Journal**, v. 28, n. 2, Spring/Summer 2008.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. 12 Feb. 2010. (IMF Staff Position Note SPN/10/03).
- BOFINGER, P.; WOLLMERSHÄUSER, T. Managed floating as a monetary policy strategy. **Economics of Planning**, n. 2, v. 36, p. 81-109, 2003.
- BOSWORTH, B.; COLLINS, S. Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, p. 143-69, 1999.
- EICHENGREEN, B. **The real exchange rate and economic growth paper prepared for the growth commission**. 2007. (Working Paper, n. 4).
- FRENKEL, R. Mercado financeiro, expectativas cambiarias y movimientos de capital. **El Trimestre Económico**, v. 50, n. 200, 1983.
- _____. Globalização e crises financeiras na América Latina. **Revista da Cepal**, Santiago de Chile, n. 80, 2003.
- _____. A sustentabilidade da política de esterilização monetária. **Revista da Cepal**, Santiago de Chile, n. 93, 2007.

_____. From the boom in capital inflows to financial traps. *In*: OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. (Ed.). **Capital markets liberalization and development**. Oxford University Press, 2008a. (IPD Book Series).

_____. Tipo de câmbio real competitivo, inflação e política monetária. **Revista da Cepal**, Santiago de Chile, n. 96, 2008b.

FRENKEL R.; RAPETTI, M. A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, July 2009. Edição especial.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. Economic development and the international financial system. *In*: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. (Ed.). **Time for a visible hand: lessons from the 2008 world financial crisis**. Oxford University Press, 2010a.

_____. A concise history of exchange rate regimes in Latin America. **Novos Documentos Cedes**, Buenos Aires, n. 67, 2010b.

FRENKEL, R.; TAYLOR, L. Real exchange rate, monetary policy, and employment. *In*: OCAMPO, J. A.; JOMO, K. S.; KHAN, S. (Ed.). **Policy matters: economic and social policies to sustain equitable development**. London: Zed Books, 2007.

GALA, P. Real-exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and empirical evidence. 2007. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, p. 273-288, Mar. 2008.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. **The financial crisis and its impact on developing countries**. Brasília: International Policy Centre for Inclusive Growth, 2009. (Working Paper, n. 53).

HAUSMAN, R.; PRITCHETT, L.; RODRIK, D. Growth accelerations. **Journal of Economic Growth**, v. 10, n. 4, p. 303-329, 2005.

KAMINSKY, G.; LIZONDO, S.; REINHART, C. **Leading indicators of currency crisis**. 1998. (IMF Staff Papers, n. 45).

LEVY-YEYATI, E.; STURZENEGGER, F. **Fear of floating in reverse: exchange rate policy in the 2000s**. 2007. (Mimeografado).

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

_____. A theory of systemic fragility. *In*: ALTMAN, E.; SAMETZ, A. W. (Ed.). **Financial crises: institutions and markets in a fragile environment**. New York, 1977.

_____. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

OCAMPO, J. A. Latin America and the global financial crisis. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, jul. 2009. Edição especial.

OSTRY, J. D. *et al.* **Capital inflows: the role of controls**. 19 Feb. 2010. (IMF Staff Position Note SPN/10/04).

POLTEROVICH, V.; POPOV, V. **Accumulation of foreign exchange reserves and long term growth**. Moscou: New Economic School, 2002. (Working Paper).

PRASAD, E.; RAJAN, R.; SUBRAMANIAN, A. Foreign capital and economic growth. **Brooking Papers on Economic Activity**, v. 1, p. 153-209, 2007.

RAZIN, O.; COLLINS, S. M. Real exchange-rate misalignments and growth. *In*: RAZIN, A.; SADKA, E. (Ed.). **The economics of globalization: policy perspectives from public economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

RODRIG, D. The social cost of foreign exchange reserves. **International Economic Journal**, v. 2, n. 3, p. 253-266, 2006.

RODRIG, D. **The real exchange rate and economic growth: theory and evidence**. Harvard University, July 2008.

STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth, and instability. **World Development**, v. 28, n. 6, p. 1.075-1.086, 2000.

TAYLOR, L. Capital market crises: liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilization. **Cambridge Journal of Economics**, v. 22, p. 663-676, 1998.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and development report 2008**. 2008.

WILLIAMSON, J. **Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option**. Washington: Institute for International Economics, 2000.

_____. **Exchange rate policy and development**. *In*: INTERNATIONAL POLICY DIALOGUE (IPD) CAPITAL MARKET LIBERALIZATION TASK FORCE, Columbia University, Barcelona, Spain, July 2003.

_____. **A worldwide system of reference rates**. Bank of Greece, Aug. 2006. (Working Paper, n. 45).

_____. **Exchange rate economics**. Peterson Institute for International Economics, Feb. 2008. (Working Paper Series, n. 08-3).

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. M. **Bretton Woods II still defines the international monetary system**. Cambridge, 2009. (NBER Working Paper, n. 14.731).

FRENKEL, R. Tipo de câmbio real competitivo, inflação e política monetária. **Revista da Cepal**, Santiago de Chile, n. 96, 2008b.

_____. A theory of systemic fragility. *In*: ALTMAN, E.; SAMETZ, A. W. (Ed.). **Financial crises: institutions and markets in a fragile environment**. New York, 1977.

_____. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.