

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

---

*Bruno Martarello De Conti* \*\*

*Daniela Magalhães Prates* \*\*\*

*Dominique Plihon* \*\*\*\*

## Resumo

Países periféricos apresentam especificidades na dinâmica de suas taxas de câmbio e juros e na condução de sua política econômica que nem sempre são consideradas pela teoria econômica convencional. As distintas moedas nacionais têm usos e *status* diferenciados na economia mundial, gerando padrões igualmente diferenciados na demanda por essas moedas e nos fluxos de capitais que entram e saem dos países emissores. Este artigo baseia-se na hipótese de que essa diferença no posicionamento das moedas no Sistema Monetário Internacional (SMI) – que caracteriza a “hierarquia monetária” – constitui o elemento central de explicação das peculiaridades verificadas no comportamento das taxas de câmbio e juros e, ao fim, na condução da política econômica dos diversos países, tendo influência, portanto, sobre as possibilidades de desenvolvimento econômico desses países. O objetivo deste artigo, portanto, é entender o comportamento diferenciado das taxas de câmbio e juros dos países periféricos, relacionando-o às características do SMI.

**Palavras-chave:** Moedas periféricas; Liquidez internacional; Taxa de câmbio; Taxa de juros; Política econômica.

## Abstract

***The hierarchy of currencies and its implications for peripheral countries exchange and interest rate dynamics and economic policy***

Peripheral countries have a specific dynamics on their exchange and interest rates and on the conduction of their economic policy that is rarely considered by conventional economic theory. National currencies have different status and usages in world economy, engendering different standards for these currencies demand and for the capital that flows to or from the issuer countries. This paper is based on the hypothesis that these different places currencies occupy on the International Monetary System (IMS) – that characterizes the “hierarchy of currencies” – constitute the central element to explain the peculiarities of the exchange and interest rates paths and, finally, on

---

\* Trabalho recebido em 12 de novembro de 2011 e aprovado em 14 de abril de 2013.

\*\* Professor Doutor do Instituto de Economia da Unicamp ([IE/Unicamp](http://IE/Unicamp)), Campinas, SP, Brasil. E-mail: [brunodeconti@eco.unicamp.br](mailto:brunodeconti@eco.unicamp.br). O autor agradece à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo ([Fapesp](http://Fapesp)) e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior ([Capes](http://Capes)) pelas bolsas de estudo que permitiram a elaboração da tese de doutoramento da qual deriva este artigo.

\*\*\* Professora Doutora do Instituto de Economia da Unicamp (IE/Unicamp), Campinas, SP, Brasil. E-mail: [daniprates@eco.unicamp.br](mailto:daniprates@eco.unicamp.br).

\*\*\*\* Professor Doutor da Université Paris XIII, Paris, França. E-mail: [dplihon@orange.fr](mailto:dplihon@orange.fr).

the conduction of the economic policies, influencing therefore the countries' possibilities of development. Hence, this paper aims to analyze countries' exchange and interest rates differentiated dynamics, relating them to IMS features.

**Keywords:** Peripheral currencies; International liquidity; Exchange rate; Interest rate; Economic policy.

**JEL** F310, E430, F330, F590.

## Introdução

Teorias derivadas do modelo macroeconômico convencional (IS-LM-BP) apresentam recomendações de política econômica que não levam em conta as especificidades de cada país e seus diferentes modos de inserção na economia global. Uma análise histórica atenta torna evidente, no entanto, que os países periféricos<sup>1</sup> enfrentam dificuldades não negligenciáveis na condução de sua política econômica, sobretudo no atual contexto de globalização financeira<sup>2</sup>.

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

As distintas moedas nacionais têm usos e *status* diferenciados na economia mundial, gerando padrões igualmente diferenciados na demanda por essas moedas e nos fluxos de capitais que entram e saem dos países em questão. Este artigo baseia-se na hipótese de que essa diferença no posicionamento das moedas no Sistema Monetário Internacional (SMI) constitua o elemento central de explicação das peculiaridades verificadas no comportamento das taxas de câmbio e juros e, ao fim, na condução da política econômica dos diversos países, tendo influência, portanto, sobre as possibilidades de desenvolvimento econômico desses países.

O objetivo deste artigo, portanto, é entender o comportamento diferenciado das taxas de câmbio e juros dos países periféricos no atual contexto de globalização financeira, relacionando-o às características do SMI. Pretende-se fazê-lo, porém, a partir uma análise teórico-abstrata, que procurará perceber as mediações lógicas

---

(1) Trabalha-se, neste artigo, com dois grupos distintos de países: os centrais e os periféricos. Essa divisão é feita segundo o modo de inserção desses países no capitalismo e as características daí decorrentes. Os países periféricos possuem fragilidade financeira e monetária, sistema produtivo heterogêneo, dependência tecnológica acentuada e são de certa maneira subordinados, do ponto de vista político e militar. Essa caracterização é baseada nos estudos da Cepal (para maiores detalhes, ver Cepal, 1998) e em Cardoso de Mello (1998).

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

que estabelecem a causalidade proposta entre a condição periférica da moeda, a dinâmica peculiar das taxas de câmbio e juros e as dificuldades no manejo da política econômica<sup>3</sup>. Compreendendo essas dificuldades, espera-se contribuir para a formulação de uma agenda alternativa de política econômica, que respeite as restrições criadas pela arquitetura econômica global, mas que tente superar os obstáculos e favorecer o desenvolvimento econômico dos países periféricos. O artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução e das considerações finais: na seção 1, caracteriza-se a hierarquia do SMI atual; na seção 2, discute-se a questão do uso e da liquidez das moedas em âmbito internacional; nas seções 3 e 4, apresentam-se as implicações da liquidez (ou falta de liquidez) das moedas, respectivamente, sobre o patamar das taxas de juros e sobre a volatilidade das taxas de câmbio e juros dos diferentes países; na sequência, são tecidas algumas considerações finais.

### 1 A hierarquia monetária explicitada

De acordo com a análise de Aglietta (1986), a economia mundial nunca teve uma moeda internacional, entendida pelo autor como uma moeda emitida e gerida por uma instituição supranacional, para ser utilizada em âmbito global. Mas, ainda que não se possa falar propriamente de uma moeda internacional, os intercâmbios globais estão associados ao uso internacional de certas moedas nacionais. Entretanto, se todas as moedas fossem utilizadas no cenário internacional, a situação seria caótica e ineficaz, já que “a moeda tem a natureza de um bem coletivo e sua utilidade aumenta com o aumento do número de pessoas que a utilizam”<sup>4</sup> (De Grauwe, 1999). Se todos os países exigissem o uso de sua própria moeda para os intercâmbios internacionais, haveria, evidentemente, uma incompatibilidade. Assim, da mesma maneira que uma moeda facilita as trocas em escala nacional, no cenário mundial a escolha de uma (ou algumas) moeda(s) de referência foi essencial para o desenvolvimento dos intercâmbios globais. Segundo Krugman (1991, p. 165) “*international economic activity, like domestic activity, requires the use of money, and the same forces that lead to convergence on a single domestic money lead the world to converge on a limited number of international monies*”<sup>5</sup>. Portanto, se de um lado os intercâmbios internacionais poderiam

---

(3) A análise proposta diz respeito a uma ordem monetário-financeira liberalizada e desregulada, tal qual a que vige no atual contexto de globalização financeira.

(4) Tradução livre. Ao longo de todo o artigo, as citações em francês foram traduzidas de forma livre e aquelas em inglês foram mantidas conforme o original.

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

engendrar um espaço monetário internacional fracionado, já que as diversas moedas nacionais tenderiam a adquirir um uso internacional, o que se nota por outro lado é que essa tendência é superada por outra força maior (de ordem política e econômica) que determina que somente algumas moedas sejam utilizadas em âmbito internacional<sup>6</sup>.

A análise dos dados relativos ao SMI efetivamente mostra que nem todas as moedas são usadas em âmbito internacional e que mesmo entre aquelas que o são, sua importância relativa é bastante heterogênea<sup>7</sup>. A crise financeira global tem promovido alterações no SMI que, no entanto, não resultaram ainda na consolidação de um novo arranjo. Esta seção apresenta, portanto, a configuração do SMI vigente antes da crise e no início desta nova década, sem ignorar o fato de que o papel internacional das moedas pode estar em transformação. No contexto vigente, o dólar continua sendo a moeda mais utilizada na esfera internacional; Aglietta e Landry (2007, p. 144) propõem, inclusive, que o SMI atual pode ser caracterizado como um “semipadrão dólar”. Em seguida, posiciona-se o euro, que teve importância crescente desde sua criação até a crise atual, sobretudo no exercício privado das funções reserva de valor e unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o iene, a libra esterlina, o franco suíço e – um pouco abaixo – o dólar canadense e o dólar australiano, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além dessas, percebe-se que outras moedas podem eventualmente apresentar uso internacional, mas em caráter marginal (ou mesmo excepcional).

Cohen (1998)<sup>8</sup>, Prates (2002), Carneiro (2002), dentre outros, propõem que justamente em função da capacidade ou incapacidade de exercerem suas funções em âmbito internacional<sup>9</sup>, as diferentes moedas nacionais podem ser ordenadas, explicitando o caráter hierarquizado do SMI. Propõe-se, destarte, que o SMI apresenta hoje a seguinte hierarquia:

---

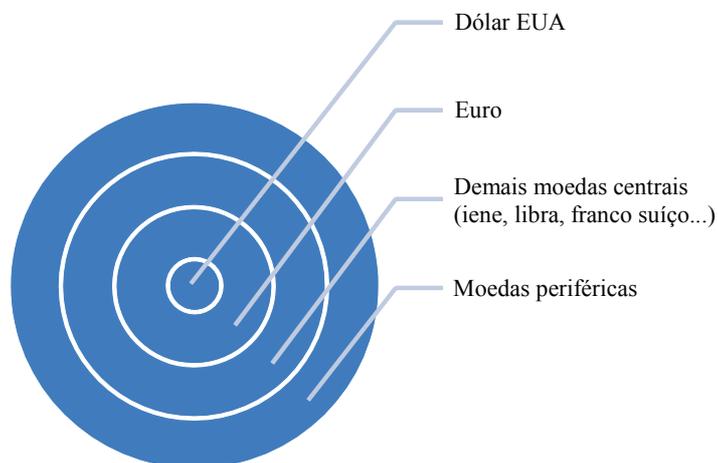
(6) Cf. Aglietta (1979).

(7) Para uma análise quantitativa do uso internacional das distintas moedas nacionais, ver De Conti (2011).

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

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

Figura 1  
A hierarquia do SMI atual



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

De acordo com essa classificação, portanto, são estabelecidos quatro elos no SMI: i) ao centro, o *dólar*, a moeda-chave do sistema; ii) a seguir, o *euro*, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas sem atingir o *status* do dólar; iii) em um terceiro elo, as demais *moedas centrais*, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; iv) por fim, o grupo que se denomina aqui como de *moedas periféricas*, a saber, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional – a não ser em caráter excepcional<sup>10</sup>.

Mas o que define esse uso internacional das moedas e, portanto, seu posicionamento na hierarquia do SMI? Propõe-se aqui que são questões geopolíticas e geoeconômicas que determinam esse uso. Principalmente: i) a dimensão da economia emissora da moeda em questão e sua integração (comercial

---

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

e financeira) com o restante do mundo; ii) o poder político de cada país no cenário internacional (nas relações bilaterais e, igualmente, junto às instituições multilaterais); e iii) o “voluntarismo político”, a saber, ações deliberadas de um governo nacional com o intuito de intensificar o uso internacional de sua moeda. Um tratamento mais aprofundado dessas questões é realizado em De Conti (2011), mas transcende o escopo deste trabalho. Para os propósitos da argumentação deste artigo, o importante é destacar que essa hierarquia do SMI, embora dinâmica, possui um caráter de longo prazo, até mesmo em função de uma “inércia” ou de um *path dependence* que caracterizam o posicionamento das moedas no sistema – principalmente em função das convenções que se estabelecem e levam tempo para mudar. Eventuais transformações nessa hierarquia são fruto de alterações no contexto geopolítico e geoeconômico mundiais – notadamente, na importância política e econômica de cada país na cena global –, não sendo jamais derivadas de uma mera decisão nacional. Embora as políticas internas possam acelerar ou frear certos processos, é importante notar que o alcance dessas ações nacionais é sempre condicionado pelo contexto internacional vigente<sup>11</sup>.

Uma vez apresentada a hierarquia do atual SMI, é necessário aprofundar a compreensão sobre o uso e a liquidez das moedas em âmbito internacional, tarefa empreendida na seção seguinte.

## **2 O uso e a liquidez da moeda em âmbito internacional**

De fato, o Sistema Monetário Internacional (SMI) sempre foi assimétrico, com moedas que ocupam uma posição central, outras que têm uma importância secundária e por fim aquelas que são completamente ignoradas no cenário internacional<sup>12</sup>. E, como visto na seção precedente, é justamente em função do uso internacional das moedas que se podem determinar os diferentes níveis da hierarquia do SMI.

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

---

(11) Para uma análise sobre os determinantes do uso internacional de uma moeda, ver De Conti (2011).

(12) Keynes (1930) já indicava a existência, em âmbito internacional, de uma hierarquia entre as moedas nacionais e da conseqüente diferenciação na autonomia de política monetária dos distintos países e nas possibilidades de ajustamento a eventuais desequilíbrios em seus balanços de pagamentos. Para maiores detalhes a respeito das alusões de Keynes sobre a hierarquia do SMI à sua época, ver Belluzzo e Almeida (2002) e Prates e Cintra (2007).

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

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

Segundo Plihon (2001), liquidez é a capacidade de um ativo de ser transformado em um meio de pagamento sem perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Extrapolando esse conceito ao âmbito global, tem-se que liquidez internacional é a capacidade de um ativo de ser trocado, nas condições supracitadas, contra um meio de pagamento aceito em âmbito internacional. Por conseguinte, as moedas que exercem as funções da moeda nesse âmbito internacional são líquidas por definição, pois já são um meio de pagamento internacional e, sendo também unidade de conta e reserva de valor nesse mesmo âmbito, possibilitam a conversão de moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma (nem monetária, nem temporal)<sup>13</sup>.

As moedas periféricas, por sua vez, não exercem nenhuma das funções da moeda em âmbito internacional<sup>14</sup>. Dessa forma, ainda que sejam líquidas (e

---

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

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

mesmo o ativo líquido por excelência) em seu país de emissão, no cenário internacional a situação é diferente. Como anunciado acima, as moedas centrais da economia mundial são líquidas por definição, já que elas exercem, em âmbito internacional, as funções da moeda. As moedas periféricas, por sua vez, por não exercerem nenhuma das funções monetárias no plano internacional, não têm nesse âmbito a liquidez própria da moeda. E, pelas mesmas razões, os títulos denominados nessas moedas têm também uma liquidez reduzida, já que, ainda que eles sejam imediatamente conversíveis na moeda em questão (em seu país de emissão), esta moeda periférica não representa um meio de pagamento no cenário internacional. Sua posse, portanto, não conduzirá necessariamente a um aumento da liquidez internacional disponível aos agentes detentores, já que no momento em que eles quiserem honrar seus compromissos, terão que convertê-la em uma moeda com uso internacional e pode ser que uma das condições exigidas para a liquidez dos ativos não seja verificada. Ou seja, as transações do título denominado em moeda periférica numa moeda periférica; e dessa moeda periférica numa moeda central implicam, para o agente detentor dos títulos, os riscos de demora, custo ou mesmo perda de capital.

Resgatando a teoria clássica da escolha de portfólio (e.g. Hicks, 1962), o *trade-off* tradicional para a detenção de ativos é aquele entre *liquidez e rendimento*. Dado que as moedas periféricas não possuem a mesma liquidez das moedas centrais (o mesmo raciocínio sendo válido para os títulos denominados em cada uma dessas moedas), os agentes internacionais vão demandá-las unicamente na busca por grandes rendimentos. Entretanto, essa busca pelo rendimento (*search for yield*) não ocorre de maneira ininterrupta, mas somente nos momentos de euforia dos ciclos de liquidez, quando os agentes demonstram um grande “apetite pelo risco”. Essa demanda, portanto, seja por moedas periféricas, seja pelos títulos nelas denominados, é extremamente sensível ao estágio global de preferência pela liquidez, ou seja, às diferentes fases dos ciclos internacionais de liquidez<sup>15</sup>.

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

Nessa situação, como a demanda por essa moeda se reduz e sua oferta aumenta, há uma tendência, como seria o caso para qualquer ativo financeiro, à

---

(15) Para uma análise sobre as fases dos ciclos recentes de liquidez internacional, ver Biancarelli (2007).

baixa de seu preço (ou seja, à elevação de sua taxa de câmbio). O Banco Central do país emissor dessa moeda tentará – na maior parte dos casos – enfrentar essa tendência e ofertará dólares no mercado de câmbio, contra sua moeda. Essa oferta de dólares, no entanto, é restrita pela existência de uma reserva cambial suficiente<sup>16</sup>, o que não é sempre o caso. De toda maneira, o que ocorre, ao fim, é que a moeda em questão, aparentemente líquida nos momentos de euforia da economia mundial, tem a partir de então uma liquidez reduzida<sup>17</sup>. Podemos deduzir desse processo que a liquidez dessas moedas periféricas é, na verdade, **condicional** ou **cíclica**, já que as condições de sua troca variam enormemente em função da situação da economia mundial ou, mais precisamente, do estágio em que se encontram os ciclos internacionais de liquidez. Como será discutido abaixo, os fluxos de capitais que se direcionam a esses países periféricos, no contexto de finanças liberalizadas, são fortemente instáveis, pois dependem essencialmente dos critérios de busca por uma grande rentabilidade ou por uma valorização patrimonial rápida. Nos momentos de “apetite pelo risco”, então, pode-se verificar um imenso montante de capitais que circula pelo mundo e é investido também nesses países. Quando ocorre a reversão dos ciclos, porém (e ela é inevitável), a fuga em direção aos ativos perenemente líquidos (e principalmente em direção à moeda reserva, o ativo líquido por excelência do SMI) é massiva e instantânea<sup>18</sup>. De acordo com Thérét (2007), “*a crise revela a natureza da moeda*”. Pode-se dizer, então, que as moedas periféricas têm uma “natureza” ilíquida na cena internacional, ainda que elas tenham espasmos de liquidez, já que uma grande parte de sua demanda privada existe apenas nos momentos de expectativas otimistas generalizadas por parte dos agentes internacionais. As moedas centrais, por sua vez, têm uma **liquidez perene**, já que os fluxos de capitais que se dirigem aos países desenvolvidos têm um caráter mais sustentável e, conseqüentemente, a demanda por essas moedas é mais constante (ao menos uma parte dessa demanda)<sup>19</sup>.

---

(16) Ou de empréstimos externos, sobretudo do Fundo Monetário Internacional.

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

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

(19) Prates (2002) propõe que os fluxos de capitais que se dirigem aos países centrais são mais constantes em função de outra assimetria da economia mundial, a saber, a assimetria financeira. Segundo a autora, os fluxos de capitais que se dirigem aos países periféricos são guiados, principalmente, pelas avaliações e decisões dos operadores financeiros, tendo, assim, um caráter especulativo e volátil. Os países centrais, por sua vez, contam com montantes expressivos de fluxos de capitais ligados à esfera produtiva ou com um caráter menos especulativo.

Mas como se explica essa diferença entre a “temporalidade” da liquidez das distintas moedas? Como é possível que uma moeda seja líquida por um período e deixe subitamente de sê-lo? A liquidez é ou não é uma característica inerente da moeda? Em todo esse raciocínio, falta ainda um elemento teórico crucial para a explicação desse caráter de condicionalidade ou perenidade da liquidez internacional das moedas. A compreensão da diferença entre a liquidez das moedas centrais e a liquidez buscada pelos países periféricos para suas moedas mediante abertura financeira e liberalização cambial exige que se recupere na teoria monetária a importante – e pouco discutida – distinção entre *liquidez da moeda* e *liquidez dos mercados*.

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

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

i) *Instituições*: as características institucionais do mercado, suas regras e seu modo de funcionamento interferem nas condições pelas quais os ativos são transacionados;

ii) *Tamanho*: de acordo com o tamanho do mercado, as transações dos ativos em questão influenciarão, em maior ou menor grau, o preço desses ativos;

iii) *História*: o histórico das transações realizadas em um mercado constrói sua reputação e, portanto, define a confiança que os agentes terão para entrar e operar nesse mercado, interferindo nas condições de intercâmbio dos ativos;

iv) *Agentes*: os agentes presentes no mercado, seus objetivos com a posse dos ativos e, principalmente, seu grau de interdependência na tomada de decisões impactam diretamente nas condições pelas quais os ativos são transacionados.

Tendo consciência dessa distinção entre liquidez da moeda e liquidez dos mercados, pode-se retornar à análise das diferentes moedas nacionais no cenário mundial. Embora possam ter *mercados* razoavelmente líquidos, as moedas periféricas, do ponto de vista da *liquidez da moeda*, não são líquidas em âmbito internacional, já que não desempenham nesse âmbito suas funções clássicas; ou seja, elas não são propriamente moedas no cenário internacional. Trata-se,

portanto, de uma questão estrutural, ligada à hierarquia do Sistema Monetário Internacional.

Para tornar as proposições mais claras, é útil a distinção feita por Aglietta (1986) entre moeda e divisa: se usada para além dos limites de seu espaço nacional, uma moeda nacional torna-se uma divisa<sup>20</sup>. As moedas periféricas, portanto, são moedas – em âmbito nacional –, mas não são divisas – já que não desempenham suas funções internacionalmente. Sugere-se, então, que essas moedas possuem a liquidez própria da moeda em âmbito nacional, mas não possuem, no âmbito internacional, o que se pode chamar de “**liquidez da divisa**”<sup>21</sup>.

A liquidez internacional vislumbrada pela maioria dos países periféricos para suas moedas, portanto, não diz respeito à liquidez da moeda (ou da divisa), mas apenas à sua dimensão “de mercado”. Essa liquidez é normalmente buscada mediante reformas liberais dos mercados cambiais, que têm por objetivo reduzir os custos de transação (em termos monetários e também quanto ao tempo exigido para as operações). Esse processo inclui a abertura financeira que, reduzindo as barreiras aos movimentos de capitais, conduz a um contexto de liberdade de operações no mercado de câmbio que o tornaria mais líquido. Entretanto, essas tentativas de “construir” uma liquidez ignorando as assimetrias do SMI são contraproducentes, pois, como indica Orléan (1999), a liquidez estimula a especulação<sup>22</sup>. No caso das moedas periféricas, quando há a tentativa de se criar um mercado líquido, a especulação torna-se rapidamente preponderante. Dessa forma, mudar as características do mercado de câmbio com o intuito de aumentar a liquidez agrava os problemas, em vez de resolvê-los. A dimensão mais importante, nesse caso, não concerne aos aspectos de mercado, jurídicos ou institucionais, mas ao fato de ter ou não ter uma liquidez “estrutural”: a *liquidez da divisa*, que é determinada pela organização do SMI, suas assimetrias e correlações de forças.

Abordando de forma esquemática essa questão da liquidez dos ativos e da propensão a investir dos agentes, parte-se abaixo da análise de uma economia nacional para, enfim, transladar-se o raciocínio para a cena internacional. No interior de um espaço nacional, podem-se hierarquizar os ativos de acordo com seu grau de liquidez. A moeda nacional, emitida pelo Estado, e imediatamente

---

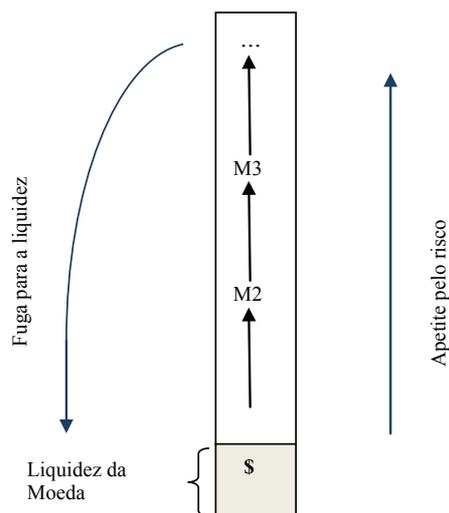
(20) Para uma boa análise sobre o tema, ver Rossi (2008).

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

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

disponível ao seu possuidor para pagamentos ou liquidação de dívidas, está na base dessa ordenação, já que é detentora da “liquidez da moeda”<sup>23</sup>. A partir dela e em ordem decrescente de liquidez, vêm os depósitos à vista, a prazo, títulos de curto e longo prazo, etc. Para simplificar, utilizam-se no Esquema 1 os agregados monetários M2, M3, etc., em vez de cada ativo. Nos momentos de otimismo da economia, o “apetite pelo risco” dos agentes nacionais será crescente, fazendo com que eles se disponham, paulatinamente, a investir em ativos menos líquidos (ou mais para o alto, no Esquema 1). No momento de uma mudança na chamada psicologia dos mercados e de elevação da preferência pela liquidez, nota-se um retorno súbito do capital privado em direção aos ativos mais líquidos e, sobretudo, à moeda, detentora por definição da “liquidez da moeda”.

Esquema 1  
Liquidez dos ativos e demanda dos agentes  
*Âmbito Nacional*

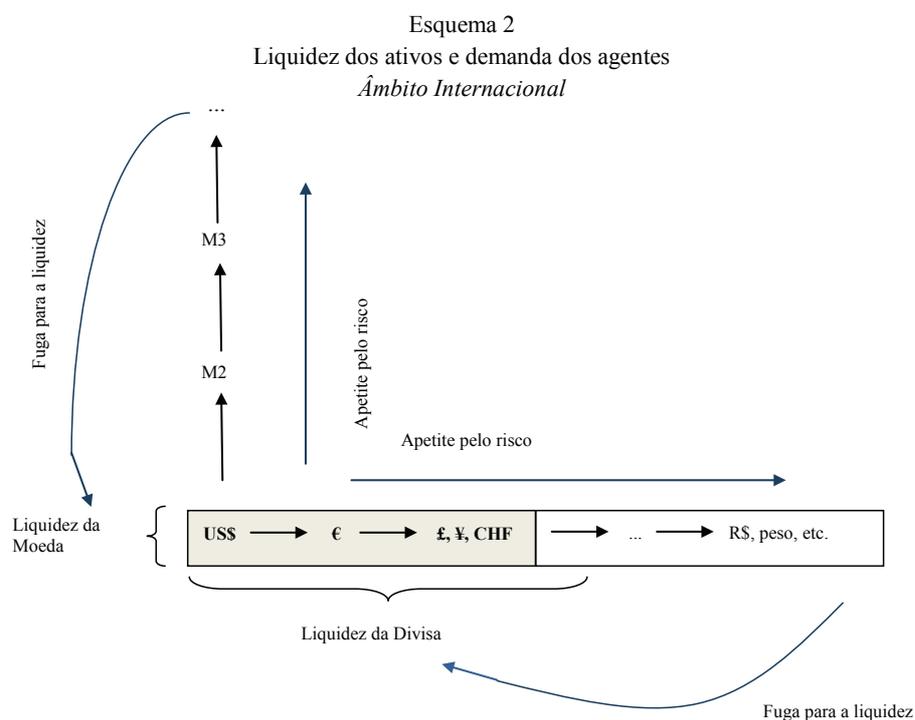


Fonte: Elaboração própria.

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

(23) Embora possa haver exceções, a moeda nacional, emitida pelo Estado, tende a ser o ativo mais líquido de uma economia.

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



Fonte: Elaboração própria.

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

Na dimensão doméstica, a liquidez da moeda estabelece uma divisão binária e qualitativa entre a moeda e os demais ativos monetários. O Estado Nacional impõe o curso forçado da moeda, que se torna o ativo líquido por definição da economia nacional<sup>24</sup>. No que diz respeito aos demais ativos, é a liquidez de mercado que estabelece o ordenamento entre eles.

(24) Como apontado acima, há casos excepcionais em que a moeda emitida pelo Estado deixa de ser o ativo líquido por excelência de uma economia nacional, mas isso não invalida o raciocínio.

Na dimensão internacional, a liquidez da divisa estabelece igualmente uma divisão binária e qualitativa entre as moedas centrais e as periféricas. A configuração do SMI determina quais moedas desempenham suas funções em âmbito internacional e, portanto, são detentoras da liquidez da divisa e quais moedas não possuem a liquidez da divisa. Essa divisão entre os grupos é intransponível no curto prazo, já que tem um caráter estrutural. É um atributo dos ativos, não podendo ser criada por reformas de mercado<sup>25</sup>.

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

À semelhança do que ocorre em âmbito nacional, o aumento do “apetite pelo risco” do investidor internacional faz com que ele se disponha a aplicar recursos em ativos cada vez mais distantes da “origem” (ou do ponto de liquidez máxima). Dado, porém, que se trata agora da economia mundial, esses recursos se direcionarão a ativos cada vez mais ao alto, mas também mais à direita da matriz, em busca de rendimentos excepcionais. No entanto, no momento de reversão do ciclo de liquidez, ocorre igualmente um retorno repentino aos ativos mais líquidos do espectro e, sobretudo, aos ativos detentores da liquidez da divisa. Na ausência de controles de capital, as moedas que não possuem a liquidez da divisa são abandonadas, ainda que seus mercados tenham alta liquidez, já que o que se busca nesses momentos é a liquidez da divisa e não mais a liquidez de mercado.

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

---

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

### 3 Ausência de liquidez da divisa e patamar das taxas de juros

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

De acordo com a teoria da paridade descoberta das taxas de juros (UIP<sup>26</sup>) a taxa de juros de um determinado país é composta pela taxa de juros básica da economia mundial, de um *spread*, que englobaria o preço pelos riscos subjacentes à posse do título em questão – no caso de um título soberano, esses riscos podem ser agregados no chamado risco-país –, além da variação cambial esperada entre a moeda de denominação do título e a moeda reserva. Essa teoria propõe ideias esclarecedoras a respeito da interação entre as taxas de juros dos distintos países e, igualmente, entre as taxas de juros e de câmbio de cada país. Ela é, no entanto, incompleta, já que não considera de maneira satisfatória um ponto essencial à determinação das taxas de juros dos distintos países em uma economia globalizada, qual seja, a hierarquia monetária e suas implicações sobre a liquidez internacional das distintas moedas. Seguindo a linha de raciocínio de Belluzzo e Carneiro (2003) e de Carneiro (2008), defende-se aqui que o diferencial de juros representaria também um prêmio pela iliquidez da moeda que denomina o ativo.

Aproveitando as pistas fornecidas pela teoria da paridade descoberta das taxas de juros<sup>27</sup>, complementadas pela questão (essencial) da liquidez internacional das moedas, propõe-se que a taxa de juros de um país pode ser desagregada nos seguintes elementos<sup>28</sup>:

$i^*$ = taxa básica de juros da economia mundial	RP = risco-país
PI = prêmio pela iliquidez	VC = variação cambial esperada

---

(26) Do termo em inglês: *uncovered interest rate parity*.

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

(28) É essencial destacar que não há aqui qualquer pretensão de afirmar que esses são os únicos elementos formadores das taxas de juros. Tais taxas são determinadas por convenções, que se balizam pelos elementos aqui elencados, mas não de maneira exclusiva. Questões de cunho político – ou de correlação de forças entre agentes ou classes – devem sempre ser consideradas para a compreensão da determinação das taxas de juros dos países periféricos, mas esse é um tema que foge do escopo deste artigo. Os pontos aqui relevantes são a necessidade de inserir no debate as decorrências da iliquidez das moedas periféricas, além da pertinência de distinguir questões relativas a *risco* de questões relativas a *liquidez*, como se procurará fazer abaixo.

A taxa básica de juros da economia mundial ( $i^*$ ), nada mais é do que a taxa básica de juros do país emissor da moeda-chave do SMI<sup>29</sup>. Como aponta Belluzzo (1997), “a moeda reserva constitui a representação geral e abstrata da riqueza do sistema globalizado e, portanto, as condições de sua posse definem os parâmetros para a busca de outras formas de riqueza, inclusive das outras moedas do sistema”. Essa taxa de juros, portanto, não depende das demais taxas verificadas na economia internacional e, ao contrário, são as outras taxas de juros que dependem dela<sup>30</sup>. Com propósitos heurísticos, ela pode ser pensada, então, como uma taxa de juros determinada numa economia fechada, logo, definida pela preferência pela liquidez dos agentes<sup>31</sup>. Nos termos deste trabalho, a liquidez em questão é a da moeda, de forma que o importante nesse ponto é a *preferência pela liquidez da moeda*. Essa taxa de juros paga pelos títulos públicos do país emissor da moeda reserva – que representam o risco zero do sistema – pode ser entendida, seguindo o Esquema 2 apresentado na seção anterior, como um *prêmio pela iliquidez na dimensão doméstica*<sup>32</sup>.

PI também é um prêmio pago ao agente pela iliquidez do título que detém, mas nesse caso, a iliquidez em questão não é a mesma do parágrafo anterior, mas é aquela relativa à *moeda de denominação*, que surge quando se trabalha com uma economia internacional aberta (eixo horizontal do Esquema 2). Esse prêmio de iliquidez é também determinado pela preferência pela liquidez, mas aquela relativa à economia global, ou seja, a *preferência pela liquidez da divisa*. A exigibilidade desse prêmio nos ativos que não possuem a liquidez da divisa determina, desde logo, que as taxas de juros desses títulos partam de um patamar superior àquele verificado nos títulos detentores da liquidez da divisa<sup>33</sup>.

---

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

(30) Explicitando a autonomia de política monetária do país emissor da moeda-chave.

(31) Tomando como dadas a oferta monetária e a propensão marginal ao consumo – cf. o capítulo 13 da Teoria Geral (Keynes, 1936). Muitos autores destacam o enorme poder de arbítrio do Banco Central (BC) do país emissor da moeda-chave do SMI, em detrimento dos aspectos ligados ao mercado. Reconhece-se aqui essa autonomia que o BC do país emissor da moeda-chave tem em relação à política econômica conduzida no restante do mundo, mas entende-se que ele fixa as taxas de juros domésticas levando em consideração a conjuntura econômica local – notadamente, a preferência pela liquidez dos agentes, como destacava Keynes. Dito de outro modo, a política monetária do país emissor da moeda-chave é autônoma em relação àquela dos outros países do globo, mas isso não significa que a taxa de juros básica do país emissor dessa moeda-chave seja completamente exógena, já que sua determinação leva em consideração aspectos associados à economia e aos agentes domésticos.

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

(33) Há exceções, mas esse costuma ser o padrão verificado. As exceções se devem, em geral, a duas razões: i) economias com controles na conta financeira têm uma autonomia maior na determinação de suas taxas de juros, já que o menor grau de integração da economia doméstica com o mercado financeiro mundial desestimula as atividades especulativas; ii) havendo expectativa de apreciação da moeda local, as taxas de juros podem ser menores, já que a rentabilidade do ativo será dada pelos juros, mas também pela variação cambial.

Seguindo na lista de componentes da taxa de juros, chega-se ao risco-país (RP), que pode ser desagregado em dois: o risco político e o risco de mercado. O risco político diz respeito basicamente às possibilidades de mudanças nas condições normativas do ambiente de investimento (normalmente na legislação ou na tributação vigentes) e ao risco soberano de inadimplência (risco de crédito<sup>34</sup>). O risco de mercado envolve, nesse caso em análise, os riscos cambial e de mudança nas taxas de juros. O risco-país, portanto, indica o prêmio adicional que deve ser pago pelo emissor do título pelos riscos que a posse do ativo significará para seu detentor. Já há aí uma importante diferença em relação aos prêmios anteriores, que eram prêmios pagos pela iliquidez e não pelo risco, como é o caso agora. Os prêmios pela iliquidez (seja na dimensão doméstica, seja na dimensão internacional) são determinados pela preferência pela liquidez (da *moeda* e da *divisa*, respectivamente); e a busca pela liquidez é fruto da incerteza, no sentido keynesiano do termo. Já os riscos supracitados (soberano, cambial, de juros, etc.) têm um componente probabilístico e são passíveis de cálculo pelas agências de *rating*, bancos ou investidores<sup>35</sup>.

Outra relevante distinção – a mais importante, talvez – está no fato de que os componentes da taxa de juros referentes aos prêmios pela iliquidez ( $i^*$  e PI) são exógenos ao país em questão<sup>36</sup>, sendo determinados preponderantemente pela preferência pela liquidez dos agentes (nacionais e internacionais). No caso de uma economia nacional, Keynes (1936) propõe que uma mudança na preferência pela liquidez dos agentes pode conduzir a uma elevação das taxas de juros<sup>37</sup>. Propõe-se aqui que o mesmo ocorre em âmbito internacional, onde uma mudança na preferência internacional pela liquidez pode, por si só, induzir a um aumento no diferencial de juros, ainda que não tenha havido nenhuma alteração nos fundamentos macroeconômicos desses países.

Já o prêmio pelos riscos possui componentes exógenos, mas também endógenos. Como fator exógeno<sup>38</sup>, vale destacar, em primeiro lugar, as consequências – indiretas – da condição periférica da moeda sobre os riscos

---

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

(35) É evidente que esses riscos estão também imersos em um arcabouço de incerteza, já que ela é inerente a uma economia monetária. O ponto que se quer destacar, no entanto, é que os dois primeiros elementos que compõem as taxas de juros ( $i^*$  e PI) são decorrências mais diretas da incerteza keynesiana, já que é essa incerteza que gera a preferência pela liquidez (da moeda ou da divisa). Os prêmios pela iliquidez, portanto, não são de forma nenhuma passíveis de serem calculados com base em “fundamentos”, já que são frutos da “psicologia dos mercados” ou de convenções; os prêmios de riscos, por sua vez – aos olhos dos agentes de mercado –, são minimamente matematizáveis, já que possuem um componente probabilístico. A validade desses cálculos, porém, é bastante questionável, como mostrou o episódio recente da crise financeira iniciada no mercado imobiliário estadunidense em 2007.

(36) A exceção, mais uma vez, é o país emissor da moeda-chave.

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

(38) Exógeno, já que determinado pelas características do SMI.

associados aos ativos nela denominados. Sobretudo sobre o risco de mercado, que é potencialmente mais elevado nos países emissores de moedas periféricas, em função da tendência à volatilidade das taxas de câmbio e juros, a ser discutida na seção seguinte<sup>39</sup>. Mas, para além das questões ligadas à condição periférica das moedas, há ainda outros fatores exógenos que influenciam o risco-país, já que os riscos que o compõem estão, em maior ou menor grau, vinculados à conjuntura econômica internacional. Uma elevação da aversão ao risco dos agentes, por exemplo, pode elevar tanto o risco político quanto o de mercado de diversos países<sup>40</sup> – eventualmente de maneira indistinta.

Entretanto – e aí está uma grande diferença em relação aos componentes  $i^*$  e PI – os prêmios de risco são em parte determinados pelas condições da economia nacional em questão. E dentre essas características nacionais, tem extrema relevância a liquidez dos mercados, trabalhada na seção 2<sup>41</sup>. O ponto importante, no entanto, é que a relação entre a liquidez de mercado e o prêmio de risco embutido nas taxas de juros não é sempre negativa, como advogam certos autores. Arida (2003) e Arida, Bacha e Lara-Resende (2004) defendem que reformas no aparato jurisdicional das economias periféricas poderiam reduzir o risco-país e, portanto, as taxas de juros de tais países. Pode-se supor que, de fato, a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros – e cambial, em especial – conduziriam, como defendem os autores, a uma redução do risco político associado a tais investimentos. Contudo, esse aumento da liquidez de mercado estimula a especulação, como discutido anteriormente; e a especulação nos países periféricos é preponderantemente pró-cíclica<sup>42</sup>, potencializando as variações de preço, aumentando a convergência das opiniões e das decisões de compra/venda no mercado, etc. Ao fim, a liquidez de mercado, que nas fases de otimismo da economia internacional pode até promover a redução do risco de mercado, tende a exacerbá-lo quando da reversão dos ciclos. Logo, o risco-país como um todo tende a ser ainda mais cíclico, já que mesmo seu componente “endógeno” – ou ligado à economia nacional em questão – torna-se bastante sensível à conjuntura internacional, com um risco político possivelmente mais baixo, mas um risco de mercado (sobretudo cambial) potencialmente maior.

---

(39) A implicação proposta permite um esclarecimento interessante sobre a relação entre volatilidade e patamar das taxas de juros: dado que o risco de mercado é um dos componentes do diferencial de juros, e que esse risco de mercado é definido, dentre outras coisas, pela volatilidade da própria taxa de juros, percebe-se que quanto mais volátil é uma taxa de juros, mais elevado tende a ser seu patamar. Conclusão plausível, já que os agentes só adquirirão títulos com taxas de juros voláteis quando o patamar desses juros for alto.

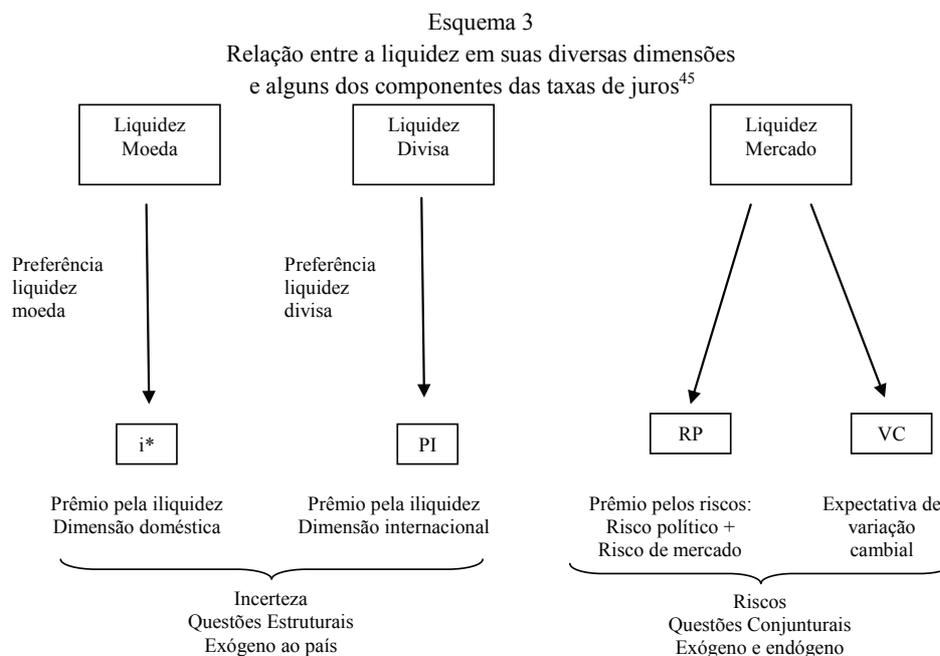
(40) A rigor, não são necessariamente os riscos que se elevam, mas a percepção do risco, por parte dos agentes.

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

(42) Nos países centrais a especulação pode igualmente adquirir um caráter pró-cíclico, como ocorreu na crise financeira iniciada em 2007. Entende-se, contudo, que nos países periféricos a tendência a esse comportamento pró-cíclico por parte dos especuladores é ainda mais forte.

Para terminar com a lista dos elementos que compõem as taxas de juros, resta discutir a variação cambial esperada (VC)<sup>43</sup>. Não cabe aqui uma discussão sobre os inúmeros determinantes das variações cambiais, tema extremamente complexo e inconcluso<sup>44</sup>. O importante é notar que essas variações também são causadas por fatores exógenos e endógenos e, dentre esses últimos, a liquidez de mercado é, mais uma vez, central. Como será visto na seção seguinte, o aumento dessa liquidez de mercado tende a tornar as taxas de câmbio mais voláteis, reduzindo a confiabilidade das expectativas quanto à sua trajetória. Ao fim, isso colabora com a tendência já anunciada – e a ser discutida na seção seguinte – à volatilidade das taxas de juros.

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



Fonte: Elaboração própria.

(43) Esse último termo é também o mesmo que aquele proposto pela UIP.

(44) Para uma discussão sobre a hierarquia monetária e os determinantes das taxas de câmbio, ver Prates e Andrade (2013).

(45) É importante repetir que não há qualquer pretensão aqui de estabelecer uma oposição entre risco e incerteza, mas apenas de sugerir, como recurso analítico, que os prêmios pela iliquidez (da moeda e da divisa) estão imbuídos de uma incerteza mais fundamental, já que mais diretamente dependentes da “psicologia dos mercados” ou das convenções. A implicação mais direta dessa diferenciação é que a simples liberalização dos mercados não é capaz de reduzir essa incerteza e, portanto, de diminuir os prêmios pela iliquidez (da moeda e da divisa) que compõem as taxas de juros dos países periféricos.

Destarte, tendo em mente os elementos que compõem as taxas de juros, apresentados acima, percebe-se que apenas alguns componentes das taxas de juros dos países periféricos guardam relação com as características da economia nacional, a saber, os prêmios de risco e a expectativa de variação cambial. Os demais componentes estão atrelados à hierarquia do SMI e à preferência pela liquidez dos agentes internacionais, não sendo passíveis de alteração por meio de políticas macroeconômicas ou reformas de mercado. Isso não significa que essas iniciativas nacionais não sejam relevantes. Ao contrário, são elas que permitem a diferenciação entre os países periféricos, tanto do ponto de vista da liquidez (de mercado) de seus ativos (moedas e títulos) – como visto na seção 2 – quanto na formação de suas taxas de juros. É evidente que os países periféricos possuem características comuns ao grupo, mas possuem igualmente particularidades específicas a cada país; essas especificidades se devem, indubitavelmente, às diferenças na institucionalidade econômica nacional, nas políticas econômicas conduzidas em cada país, etc., de forma que essas questões próprias a cada economia nacional não podem jamais ser ignoradas. O ponto relevante, no entanto, é a necessidade de compreender quais são as questões determinadas em âmbito nacional e quais são aquelas ligadas principalmente à economia internacional, para que se evitem medidas ineficazes ou contraproducentes. No caso das taxas de juros, analisadas nesta seção, a questão crucial é que a relação entre aumento da liquidez e redução dos prêmios de risco não é sempre verificada, já que a liquidez em questão é a “de mercado”, que pode, em certos momentos, elevar o risco-país e as taxas de juros, ao invés de diminuí-los.

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

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

resultando também em importantes dificuldades na condução da política econômica nacional.

#### **4 Ausência de liquidez da divisa, volatilidade das taxas de câmbio e juros e dificuldades de política econômica**

Análises empíricas mostram que as taxas de câmbio e de juros dos países periféricos tendem a ser mais voláteis que aquelas dos países centrais, sobretudo em um ambiente de finanças liberalizadas<sup>46</sup>. Procura-se, nesta seção, analisar o fenômeno de um ponto de vista teórico-abstrato, com o intuito de compreender suas causas e a relação que guarda com a hierarquia do SMI. Inicia-se a seção com o estudo da volatilidade cambial para, em seguida, passar-se à observação da volatilidade das taxas de juros.

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

Analisando esse fenômeno, Prates (2002) demonstra que o volume e a direção dos fluxos de capitais dos países periféricos são determinados essencialmente por fatores exógenos a esses países. Como fator estrutural, a emergência da globalização financeira engendrou uma nova dinâmica para as finanças internacionais. Como fatores conjunturais, são determinantes, para esses fluxos, os distintos momentos do ciclo econômico mundial e o nível das taxas de juros do país emissor da moeda central – e, secundariamente, dos outros países centrais –, que determinam o estado de liquidez dos mercados financeiros internacionais. Esses fatores internacionais são, portanto, o principal determinante do volume de capitais passível de ser investido nos países periféricos. A repartição desses fluxos entre os países periféricos é determinada pelas características nacionais de cada país, principalmente o desempenho econômico e as taxas de

---

(46) Essa tendência a uma grande volatilidade das taxas de câmbio nos países periféricos é muitas vezes combatida pelas autoridades monetárias locais, por meio de intervenções nos mercados cambiais ou mesmo da determinação de uma taxa de câmbio fixa. Isso não invalida, no entanto, a proposição de que essas taxas de câmbio sejam “tendencialmente mais voláteis”, pelos motivos que se procurará elencar.

juros domésticas<sup>47</sup>. Entretanto, nos momentos de reversão dos ciclos de liquidez, essas características domésticas não têm mais a mesma importância que elas tinham até então e, num ambiente de finanças liberalizadas, o retorno dos capitais a seu país de origem (ou a praças consideradas mais seguras) não faz discriminação entre os países receptores, como fizera no momento da entrada dos fluxos. Como visto na seção 1, quando há abundância de capitais em âmbito mundial, em busca de rendimentos (*searching for yield*), os elementos domésticos têm importância para a atração desses capitais; mas, quando o apetite pelo risco dos agentes internacionais se reduz, a fuga de capitais é mais generalizada e menos dependente dos fatores internos<sup>48</sup>.

Na periferia do sistema, portanto, o investimento externo se efetua, sobretudo, em função da rentabilidade oferecida e de uma lógica de diversificação de portfólio, conferindo-lhe um caráter fortemente especulativo. Diante dessa lógica e em um ambiente de finanças liberalizadas, os países periféricos sofrem mais intensamente os efeitos de cada fase dos ciclos de liquidez.

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

---

(47) Jeanneau e Micu (2002) analisam os fatores de “incitação” (ligados aos países de origem dos capitais) e de “atração” (ligados aos países receptores dos capitais) e mostra que esses fatores de atração dos capitais condicionam a repartição regional dos fluxos; em especial, se eles se dirigem primordialmente à Ásia ou à América Latina. Alguns documentos do FMI (e.g. FMI, 2003) reconhecem também que os fatores de “incitação” são muitas vezes mais importantes que aqueles de “atração”, notadamente a partir de meados dos anos 1990.

(48) Entretanto, os efeitos dessa fuga de capitais não são homogêneos e as características das economias nacionais são importantes para determinar a capacidade de cada país de enfrentar as crises e as consequências dessas crises. Ademais, a imposição de certas modalidades de controle de capital também pode reduzir a intensidade e/ou a velocidade dessa fuga de capitais.

periféricos, evidenciando o peso do capital especulativo sobre o total do capital estrangeiro investido nesses países<sup>49</sup>.

Além da elevada proporção da demanda especulativa no total da demanda pelas moedas periféricas (e ativos nela denominados), há ainda uma especificidade que faz com que essa especulação contribua com a volatilidade cambial: a ação especulativa nos países periféricos, contrariamente ao proposto por Friedman (1953), é quase sempre pró-cíclica e não estabilizadora<sup>50</sup>. A principal razão é que o “comportamento de manada” é a ação racional dos agentes em um ambiente marcado pela incerteza (Keynes, 1936; Davidson, 2002). Não se pretende dizer com isso que não haja incerteza nos países centrais; é evidente que há, já que ela é inerente ao sistema capitalista. Entretanto, nos países centrais, o grau de confiança nas expectativas, a profundidade dos mercados financeiros e o histórico de uma instabilidade menor do que aquela percebida nos países periféricos fazem com que a atitude dos investidores se revista, às vezes, de um caráter menos especulativo. Nos países periféricos, por sua vez, em função do histórico de instabilidades, da falta de informações suficientes sobre a economia em questão ou simplesmente da perspectiva de lucros excepcionais, os especuladores tendem a adotar, nos momentos de instabilidade, um comportamento que, em vez de reconduzir a taxa de câmbio ao seu nível pré-crise, acentua sua variação. Ou seja, como as moedas periféricas não são líquidas em âmbito internacional – porque não possuem a liquidez da divisa –, a elevação de sua taxa de câmbio provoca rapidamente uma baixa de sua demanda, que contribui ainda mais com esse movimento de depreciação da moeda. Do outro lado da operação, verifica-se uma tendência ao aumento da demanda pelas moedas centrais, como resultado de sua apreciação. Ao fim, portanto, a assimetria monetária exacerba a amplitude das variações das taxas de câmbio das moedas periféricas<sup>51</sup>.

Destarte, os fluxos de capitais, que apresentam uma mobilidade cada vez maior em âmbito internacional, têm uma instabilidade ainda mais acentuada nos países periféricos, em função da alternância dos movimentos internacionais de *feast or famine*. Tendo em conta a importância desses fluxos para as economias em

---

(49) Nos países centrais também há demanda especulativa por suas moedas, mas ela é proporcionalmente menos relevante, já que há também uma importante demanda “cativa” ou transacional. Esse capital volátil, portanto, causa menos impacto sobre os mercados cambiais.

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

(51) “Como moedas não são bananas, em particular a moeda reserva, a sua demanda aumenta como decorrência direta da sua valorização. Ou seja, para todos aqueles que têm ativos nas demais moedas, particularmente naquelas inconversíveis, a resposta à valorização da moeda reserva é um aumento da sua procura. O inverso ocorre com as moedas menos líquidas cuja desvalorização relativa produz uma redução da demanda” (Belluzzo; Carneiro, 2003, p. 3).

questão e a supremacia adquirida pela conta financeira no estágio atual do capitalismo, essa instabilidade dos fluxos de capitais gera pressão no sentido de uma grande volatilidade das taxas de câmbio desses países. Existem países, inegavelmente, que conseguem enfrentar essa pressão e manter suas taxas de câmbio estáveis; mas existem outros que não logram impedir essa volatilidade<sup>52</sup>.

Contudo, não é apenas a volatilidade dos fluxos de capitais que cria essa tendência nos países periféricos a uma elevada volatilidade das taxas de câmbio. Mudanças na psicologia dos mercados podem conduzir a uma alteração nas taxas de câmbio sem que os fluxos de capitais oscilem. Isso ocorre quando – por um motivo qualquer – alteram-se as taxas de câmbio futuras e, através de mecanismos de arbitragem, as taxas de câmbio à vista também são impactadas<sup>53</sup>. Geralmente são mudanças no prêmio de liquidez, nos riscos percebidos das diferentes moedas e títulos ou nas expectativas com relação às taxas de juros, que dão origem a uma convenção, por parte dos agentes, quanto a uma alteração futura na taxa de câmbio. Inicia-se, então, um processo que guarda um forte componente de profecia autorrealizável, já que os agentes adotam posições no mercado futuro que, alterando a cotação futura de determinada moeda, alteram também – via arbitragem – suas taxas de câmbio à vista. Considerando que nos países periféricos o horizonte expectacional é mais instável (ou percebido como tal, pelos agentes internacionais), essas alterações nas taxas de câmbio sem relação direta com o fluxo real (físico) de divisas entrando ou saindo do país também podem ser uma relevante fonte de instabilidade para a taxa de câmbio<sup>54</sup>. Como não são moedas em âmbito internacional, as moedas periféricas – e os títulos nelas denominados – são encaradas apenas como ativos passíveis de valorização ou de geração de elevados rendimentos. A expectativa de variação cambial e a “volatilidade” dessas expectativas, portanto, fazem parte da estratégia dos agentes para a aquisição e manutenção da moeda e ativos periféricos e contribuem com a volatilidade efetiva das taxas de câmbio.

Defende-se aqui, portanto, que a tendência à volatilidade das taxas de câmbio periféricas está ligada à volatilidade dos fluxos de capitais que se direcionam a tais países, mas também a algo que se pode denominar “volatilidade das expectativas” com relação às moedas periféricas, ambas ligadas à condição periférica das moedas em questão. Ademais, além de mais voláteis, as taxas de câmbio dos países periféricos apresentam amplitudes maiores de variação e não

---

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

(53) Para análises aprofundadas sobre o mecanismo de arbitragem, ver Farhi (1998) e Rossi (2012).

(54) A ocorrência dessa dinâmica depende, evidentemente, do grau de desenvolvimento do mercado futuro no país em questão.

possuem limites máximos, podendo atingir subitamente valores outrora impensáveis.

A volatilidade das taxas de juros, por sua vez, está fortemente vinculada à volatilidade das taxas de câmbio, mas não de maneira exclusiva, havendo também razões próprias aos elementos que a compõem, como se proporá.

Diante da propensão verificada a uma grande volatilidade das taxas de câmbio, as autoridades monetárias dos países periféricos veem-se diante de duas atitudes possíveis. A primeira delas, recomendada pelo *mainstream* e pela maioria das instituições multilaterais (e.g. FMI, BIS), é a de deixar a taxa flutuar livremente. Essa negligência, no entanto, resulta em grandes custos para a economia nacional, sobretudo no que diz respeito à distorção dos preços relativos, o risco de elevação das taxas de inflação, a possibilidade de ocorrência de *currency mismatches*, a redução do horizonte expectacional dos agentes, etc.

A outra atitude possível das autoridades monetárias é procurar neutralizar essa volatilidade intrínseca das taxas de câmbio. Isso pode ocorrer pela instituição de um regime de câmbio fixo ou por meio de intervenções esporádicas para evitar a livre flutuação. Qualquer que seja a escolha, as taxas de juros serão, provavelmente, um dos principais instrumentos de controle das variações cambiais, o que acentua seu grau de variabilidade<sup>55</sup>. Dessa forma, a estabilidade (ou a redução da volatilidade) das taxas de câmbio de alguns países periféricos é obtida por meio da manipulação das taxas de juros<sup>56</sup>. Fica claro, destarte, que a volatilidade – ou a tendência à volatilidade – das taxas de câmbio dos países periféricos pode determinar também uma grande volatilidade das taxas de juros desses países.

Além disso, como antecipado acima, os próprios componentes das taxas de juros, discutidos na seção 3, podem determinar um grau elevado de volatilidade para a taxa. Entende-se neste artigo que a taxa de juros dos países periféricos é composta pela taxa de juros do país central ( $i^*$ ), um prêmio pela iliquidez da moeda que denomina o título (PI), um prêmio pelos riscos associados à sua posse (RP) e a variação cambial esperada (VC)<sup>57</sup>. O prêmio pela iliquidez, como visto na seção anterior, depende das condições macroeconômicas internacionais – sobretudo a fase vigente dos ciclos internacionais de liquidez – e do estado de aversão ao risco dos agentes internacionais; é, portanto, bastante instável e suscetível a variações grandes e repentinas. Os riscos associados à posse de um

---

(55) Outros instrumentos são também utilizados no esforço por controlar as variações cambiais, dentre os quais vale destacar as intervenções nos mercados cambiais pelo uso das reservas internacionais acumuladas e a determinação de certas modalidades de controle de capital na conta financeira.

(56) Para uma demonstração empírica desse processo, ver, por exemplo, Calvo e Reinhart (2000).

(57) Convém lembrar que esses elementos não devem ser compreendidos como os únicos, mas apenas como alguns dos elementos que compõem as taxas de juros.

título, como discutido, são determinados por fatores endógenos ao país emissor, que são mais estáveis, já que ligados a características macroeconômicas nacionais, mas também por fatores exógenos a esse país e que, à semelhança do prêmio pela iliquidez, são bastante mutáveis. A variação cambial esperada também é bastante volátil, já que a própria taxa de câmbio o é e as expectativas com relação à taxa futura são recorrentemente remodeladas. Nota-se, assim, que alguns dos componentes das taxas de juros dos países periféricos têm um elevado grau de variabilidade, contribuindo para a tendência de elevada volatilidade das taxas de juros desses países.

Percebe-se, então, que os países periféricos enfrentam dificuldades adicionais no manejo de sua política econômica que são raramente consideradas pela teoria econômica convencional. Em primeiro lugar, porque as taxas de câmbio tendem a ser voláteis, tornando a política cambial mais necessária, mas mais complexa de ser colocada em prática. Em segundo lugar, porque a política econômica nacional, em muitos desses países, estará implicada na luta contra essa – potencial – volatilidade cambial exacerbada, resultando na perda de autonomia da política econômica e, principalmente, da política monetária. Em terceiro lugar, porque, ainda que as taxas de juros não sejam utilizadas como instrumento de intervenção nas taxas de câmbio, elas são determinadas em parte por componentes exógenos ao país em questão, reduzindo a margem de manobra das autoridades monetárias domésticas.

De acordo com o Triângulo de Mundell, existe uma “trindade impossível” nas opções de política econômica, já que um país deve eleger dois dentre os três seguintes objetivos: taxa de câmbio fixa, liberdade de movimentação de capitais e autonomia de política monetária. Num país periférico, contudo – conforme sugere Flassbeck (2001) –, existe na verdade uma “dualidade impossível”, uma vez que a abertura da conta financeira, em si, já restringe a autonomia de política monetária, qualquer que seja o regime cambial em vigor.

Nos países de moeda central, a fixação da taxa de juros em patamares baixos pode eventualmente engendrar uma fuga de capitais e a elevação da taxa de câmbio; em um dado momento, porém, essa elevação da taxa de câmbio atingirá um nível que estimulará o retorno dos capitais, à espera de uma reapreciação da moeda. Isso ocorre porque esses países contam com um fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros<sup>58</sup>. Nos países periféricos, por outro lado, não há um teto para a elevação das taxas de câmbio, já que não há um fluxo permanente

---

(58) Esses fluxos mais estáveis de capitais são explicados por aquilo que se chamou anteriormente de “demanda cativa” pelas moedas e ativos centrais, procurados para desempenhar as funções da moeda em âmbito internacional. Tendo um caráter menos especulativo, esses fluxos são menos voláteis. É evidente que há fluxos de capitais puramente especulativos que se dirigem também aos países centrais, mas a presença de fluxos mais estáveis faz com que o esgotamento dos recursos seja menos provável.

considerável de capital<sup>59</sup> (Carneiro, 2002). Taxas de juros abaixo de um determinado piso têm, destarte, consequências maiores aos países periféricos do que aos centrais. As autoridades monetárias se veem compelidas, assim, a seguir de maneira mais estrita os movimentos das taxas de juros do país central ( $i^*$ ) e dos demais componentes das taxas de juros, discutidos acima, na determinação da taxa básica de juros das economias nacionais<sup>60</sup>.

Além disso, como aponta Carneiro (op. cit.), as variações das taxas de juros e câmbio necessárias nos países periféricos para interromper a fuga de capitais têm uma amplitude muito mais elevada que aquela observada nos países centrais. Por fim, apesar do controle da inflação, não se pode dizer que esses países apresentam uma estabilidade monetária, já que entre os principais preços da economia, existem dois – taxas de câmbio e de juros – que tendem a ser voláteis.

Os países periféricos têm, portanto, uma capacidade limitada de colocar em prática políticas econômicas anticíclicas<sup>61</sup>; ao contrário, em função da “disciplina dos mercados”, as autoridades monetárias agem, geralmente, de maneira pró-cíclica, para inspirar confiança aos agentes<sup>62</sup>.

Fica claro, então, que esse comportamento das taxas de câmbio e essas regras de formação das taxas de juros determinam, para os países, diferentes graus de autonomia de política econômica, em função de seu posicionamento no Sistema Monetário Internacional. “Em outras palavras, a assimetria monetária implica assimetria macroeconômica, a qual diz respeito aos diferentes graus de autonomia de política dos países que integram o sistema” (Prates, 2002, p. 150). Nos países centrais e, sobretudo, no país emissor da moeda-chave do SMI, a autonomia de política econômica é bastante grande, já que as taxas de juros podem ser determinadas visando unicamente aos objetivos domésticos. Nos países periféricos, no entanto, é preciso lidar com a tendência à volatilidade das taxas de câmbio e,

---

(59) Os bens e serviços exportados por esses países sofrem uma maior concorrência internacional e os investimentos financeiros neles alocados são mais voláteis. É inegável que o imenso volume de reservas internacionais acumulado por alguns países periféricos lhes permite enfrentar com mais eficácia eventuais elevações da taxa de câmbio, mas essa capacidade de intervenção encontra limites.

(60) “A estreita interdependência entre as expectativas que se formam nos mercados cambiais e financeiros vem criando fortes restrições ao raio de manobra das políticas monetárias. Isto é ainda mais verdadeiro para os países de moeda fraca” (Belluzzo, 1997, p. 183).

(61) Essa capacidade depende também do grau de abertura financeira dos países.

(62) Entre 2008 e 2010, no entanto, um grande número de países periféricos foi capaz de colocar em prática políticas anticíclicas para enfrentar os efeitos da crise financeira global. Vários fatores, não excludentes, parecem explicar esse comportamento que se diferencia do padrão histórico. Em primeiro lugar, a crise tem seu epicentro nos EUA e na Europa, e não nos países periféricos. Em segundo lugar, tendo em conta a gravidade da “aversão ao risco” verificada, é possível que os governos dos países periféricos tenham entendido que seria inútil adotar políticas pró-mercado (IEDI, 2008). Em terceiro lugar, vários países periféricos possuíam no limiar da crise uma situação macroeconômica (externa e fiscal) mais robusta, que ampliou o raio de manobra para a adoção das políticas anticíclicas.

num contexto de abertura financeira, as taxas de juros são fortemente influenciadas pela conjuntura econômica internacional. Essa constatação é importante para que os *policy makers* compreendam as dificuldades adicionais enfrentadas pelos países periféricos na condução de sua política econômica e passem a buscar soluções efetivas para essas dificuldades que, como se vê, têm componentes estruturais e ligados à hierarquia do SMI.

### **Considerações finais**

Esse trabalho sugere que os países periféricos enfrentam grandes dificuldades na condução da política econômica no atual contexto de globalização financeira, principalmente em função da hierarquia do Sistema Monetário Internacional. Dito de outra forma, a assimetria monetária gera uma assimetria macroeconômica.

O grande problema é que as razões dessa assimetria macroeconômica não vêm sendo tratadas de maneira correta pela teoria econômica convencional. Um diagnóstico equivocado conduz inevitavelmente a soluções equivocadas e, entende-se aqui, é o que acontece nos países que seguem as recomendações de liberalização dos mercados.

Segundo o raciocínio desenvolvido ao longo deste artigo, a propensão a uma grande variabilidade das taxas de câmbio, observada nos países periféricos, provém, em parte, da volatilidade dos fluxos de capitais que se dirigem a esses países. Esses fluxos são voláteis, porque a demanda internacional por essas moedas periféricas – bem como pelos ativos nela denominados – depende enormemente do estado global de preferência pela liquidez, já que essas moedas não são líquidas em âmbito internacional. É necessário notar, entretanto, que não é a liquidez dos mercados que é importante aqui, mas sim a liquidez da divisa. Tendo em vista que a liquidez de uma divisa depende de seu uso e que seu uso em âmbito mundial é determinado por fatores geopolíticos e geoeconômicos (que estabelecem um SMI hierarquizado), as reformas de mercado de caráter liberal são prejudiciais às economias dos países periféricos, já que reforçam a tendência à especulação, potencializando a volatilidade dos fluxos de capitais e, por conseguinte, das taxas de câmbio e de juros. Ademais, não são suficientes para eliminar o prêmio de iliquidez que os ativos denominados numa moeda periférica devem conter em suas taxas de juros para tornarem-se atrativos aos agentes internacionais.

Analisando os ciclos de liquidez, nota-se que nos momentos de euforia, basta que certos mercados sejam suficientemente líquidos (e rentáveis) para que os agentes internacionais se disponham a neles investir. Nos momentos de reversão dos ciclos, no entanto, os investidores internacionais desejam a liquidez da divisa e as características dos mercados deixam de ter a importância de outrora. Podemos

dizer, portanto, que a preferência pela liquidez, em âmbito internacional, é uma *preferência pela liquidez da divisa*.

A liquidez da divisa, no entanto, é estrutural, ligada a questões de economia política internacional e, principalmente, à hierarquia do SMI. O Estado Nacional dos países periféricos, destarte, só pode agir sobre a liquidez dos mercados<sup>63</sup>. Quando isso é feito por meio da liberalização dos mercados cambiais, a lógica subjacente é a de confiar aos agentes privados a responsabilidade pela obtenção do equilíbrio entre oferta e demanda de divisas, mediante a variação dos preços – mecanismo tradicional de mercado. O grande problema, como visto, é que não há uma demanda permanente (de longo prazo) pelas moedas periféricas, de forma que seu componente especulativo costuma ser mais importante do que no caso das moedas centrais e os movimentos de saída de divisas são geralmente repentinos e violentos. Além disso, como já ressaltado, o preço que variará nesse caso é a taxa de câmbio, um dos preços básicos da economia e cuja variação acarreta uma série de problemas aos países periféricos.

Em vez de liberalizar os mercados, é preciso que as autoridades monetárias sejam capazes de fornecer a contrapartida necessária aos agentes, mantendo a liquidez do mercado cambial, mas sem torná-lo vulnerável aos movimentos especulativos e desestabilizadores. Para tanto, faz-se necessário o acúmulo de reservas internacionais, estratégia que vem sendo seguida por muitos países periféricos. Ademais, para reduzir a suscetibilidade desses países às vicissitudes dos ciclos de liquidez internacional é recomendável a imposição de certas modalidades de controle sobre a conta financeira. São apenas dois exemplos de medidas importantes para que os países em questão, cientes da complexidade de sua condição periférica, possam reduzir sua vulnerabilidade e as restrições de política econômica que lhe são impostas<sup>64</sup>. Reconhecendo, porém, que a origem desses problemas passa sobretudo por questões ligadas à economia política internacional, o que torna os esforços para superá-los mais difíceis de se colocar em prática, mas certamente mais eficazes.

### **Referências bibliográficas**

AGLIETTA, M. La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique. *Revue Économique*, v. 30, n. 5, p. 808-844, 1979.

---

(63) Ao menos em horizontes de curto e médio prazo. A capacidade de um Estado Nacional periférico de criar as condições para que, no longo prazo, sua moeda adquira o *status* de divisa é um tema ainda a ser estudado. Para ilações a esse respeito, ver De Conti (2011).

(64) Essas duas medidas já são praticadas por alguns países periféricos. Os casos de China e Índia são provavelmente os mais representativos.

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

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

ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. *High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*. Rio de Janeiro: Casa das Garças, 2004. Mimeografado.

BELLUZZO, L. G. M. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997. p. 151-193.

\_\_\_\_\_.; ALMEIDA, J. S. G. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida ao impasse do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

CARNEIRO, R. M. O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas. *Boletim Política Econômica em Foco*, Campinas, IE/Unicamp, Suplemento 1, maio/ago. 2003.

BIANCARELI, A. M. *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. 2007. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2007.

CALVO, G. S.; REINHART, C. M. *Fear of floating*. Nov. 2000. (NBER Working Paper, n. 7993)

CARDOSO DE MELLO, J. M. *Prólogo*. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1998. p. 15-24.

CARNEIRO, R. M. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

\_\_\_\_\_. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

\_\_\_\_\_. Globalização e inconvertibilidade monetária. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 4 (112), p. 539-556, 2008.

CEPAL. *Cincuenta años de pensamiento en la Cepal: textos seleccionados*. Santiago de Chile: Fondo de Cultura Económica, 1998.

CHESNAIS, F. (Org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1999.

COHEN, B. J. *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

DAVIDSON, P. *Financial markets, money and the real world*. Cheltenham: Edgard Elgar, 2002.

DE CONTI, B. M. *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. 2011. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2011.

A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica...

- DE GRAUWE, P. *La monnaie internationale*. Bruxelles: De Boeck Université, 1999.
- DEQUECH, D. Fundamental uncertainty and ambiguity. *Eastern Economic Journal*, v. 26, n. 1, p. 41-60, 2000.
- FARHI, M. *O futuro no presente: um estudo dos derivativos financeiros*. 1988. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 1998.
- \_\_\_\_\_. Derivativos financeiros: hedge, *especulação e arbitragem*. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13. p. 93-114, dez. 1999.
- FLASSBECK, H. *The exchange rate: economic policy tool or market price?* 2001. (UNCTAD Discussion Papers, n. 157).
- FMI. *Global financial stability report – Market developments and issues*. Washington, Mar. 2003. (World Economic and Financial Surveys).
- FRIEDMAN, M. The case for flexible exchange rates. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953.
- HICKS, J. R. Liquidity. *The Economic Journal*, v. 72, n. 288, p. 787-802, 1962.
- IEDI. A crise financeira e suas conseqüências sobre as economias emergentes e o Brasil. *Carta IEDI*, São Paulo, n. 339, 2008.
- JEANNEAU, S.; MICU, M. *Prêts bancaires internationaux aux économies émergentes: l'évolution irrégulière des années 90*. Rapport trimestriel BRI, Mar. 2002.
- KEYNES, J. M. (1930). *Treatise on money*, v. 2 – The applied theory of money. The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. VI. London: MacMillan, 1971.
- \_\_\_\_\_. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. 14. ed. London: MacMillan, 1964.
- KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospects. In: CURRENCY and crises. MIT Press, 1991.
- MEIRELLES, A. J. A. *Moeda endógena e teoria monetária da produção*. 1997. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 1997.
- MIRANDA, J. C. Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- ORLÉAN, A. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Editions Edile Jacob, 1999.
- PLIHON, D. *La monnaie et ses mecanismes*. Paris: La Découverte, 2001.
- PRATES, D. M. *Crises financeiras nos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2002.
- PRATES, D. M.; ANDRADE, R. P. Exchange rates dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 35, p. 399-416, 2013.

PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. *Keynes e a hierarquia de moedas*: possíveis lições para o Brasil. Campinas: IE/Unicamp, out. 2007. (Texto para Discussão, n. 137).

ROSSI, P. L. *A pirâmide e a esfinge*: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros. 2008. Dissertação (Mestrado)– Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2008.

\_\_\_\_\_. *Taxa de câmbio no Brasil*: dinâmicas da especulação e da arbitragem. 2012. Tese (Doutorado)–Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia, Campinas, 2012.

SHULMEISTER, S. Currency speculation and dollar fluctuations. *Banca Nazionale del Lavoro*, Quarterly Review, 167, p. 343-365, 1988.

THÉRET, B. La monnaie au prisme de ses crises d’hier et d’aujourd’hui. In: THERET, B. (Org.). *La monnaie dévoilée par ses crises*. Paris: Edition de l’EHESS, 2007. v. 1.

TOVAR, C. E. International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America. *BIS Quarterly Review*, Basle, Bank for International Settlements, p. 109-118, Dec. 2005.