

Determinantes do processo de “desdolarização” do passivo externo brasileiro

Renato de Souza Rosa¹
André Martins Biancarelli²

Resumo

O objetivo desse artigo é analisar os fatores determinantes para o processo de “desdolarização” do passivo externo brasileiro, definido como a elevação da parcela do passivo externo denominado em moeda doméstica. Argumenta-se que tal processo decorre de fatores internos estruturais, como abertura e desregulamentação financeira, mas principalmente de fatores externos, como a predominância de operações de *carry trade* e disponibilidade cíclica de financiamento externo para economias emergentes. Um modelo econométrico VAR demonstrou a importância de indicadores de risco no plano internacional (VIX) e doméstico (EMBI) como determinantes do grau de “desdolarização” do passivo externo. Por fim, argumenta-se que essa mudança na composição do passivo externo reflete uma superação do processo de substituição monetária e confere ao real a capacidade de atuar como reserva de valor em caráter transitório ou intermitente para investidores não residentes.

Palavras-chave: Posição Internacional de Investimentos; Economia Monetária; Finanças Internacionais.

Abstract

The aim of this paper is to investigate the main drivers “de-dollarization” process in Brazilian external liabilities, defined as the increase of the share external liabilities denominated in domestic currency. It is argued that this process it is a result of structural internal factors such as openness and financial deregulation, but mainly because of external factors such as carry trade operations and international liquidity cycles. An econometric VAR model shows the importance of risks indicators at the international level (VIX) and domestic level (EMBI) as a main drives of “de-dollarization” process. It is also argued that the “de-dollarization” process reflects an overrun of the currency substitution. Moreover, it implicates that Brazilian real can act as an intermittent store of value to non-residents investors.

Palavras-chave: International Investment Position; Monetary economy; Internacional finance.

Classificação JEL: C22; E44; G15

Área 4 - Macroeconomia, Economia Monetária e Finanças

¹ Doutorando em Economia- IE/UNICAMP.

² Professor do Instituto de IE/UNICAMP.

1. Introdução

O processo de globalização financeira³ alterou o padrão de financiamento externo para as economias emergentes⁴, no sentido da prevalência de fluxos privados de capitais, sobretudo nas modalidades de investimentos em carteira e investimentos diretos (Kregel, 1996 e Carneiro, 1999). Além da mudança em termos da modalidade do financiamento externo, há, no período mais recente, mudanças relativas quanto ao local de negociação e moeda de denominação dos compromissos externos. Ocampo (2007) e Akyüz (2015), entre outros, destacam a maior participação de investidores não residentes nos mercados domésticos de títulos e ações em economias emergentes, geralmente adquirindo ativos denominados nas moedas domésticas. No caso brasileiro, esse movimento se traduziu na elevação da participação de compromissos externos denominados em reais *vis-a-vis* a participação de compromissos denominados em moeda estrangeira, como ressaltado por Rodrigues (2008) e Noije (2014), e denominada de “desdolarização” do passivo externo por Biancarelli (2012).

2. O processo de “desdolarização” do passivo externo

A análise do processo de “desdolarização” inicia-se com uma breve discussão sobre o conceito de Posição Internacional de Investimento (PII). O Quadro 1 apresenta de forma simplificada a estrutura da PII, seguindo a apresentação dos dados divulgados pelo Banco Central do Brasil⁵. A PII apresenta um balanço dos estoques de ativos e passivos externos, em complemento aos dados provenientes do balanço de pagamentos que contabilizam somente os fluxos entre residentes e não residentes (Simonsen & Cysne, 2007 e Feijó *et al*, 2008).

Quadro 1 – Esquema simplificado
Posição Internacional de Investimento

Ativo Externo	Passivo Externo
Investimento direto no exterior	Investimento direto no país
Participação no capital	Participação no capital
Operações intercompanhia	Operações intercompanhia
Investimentos em carteira	Investimentos em carteira
Ações	Ações
Títulos de dívida	No país
Derivativos financeiros	No exterior
Outros investimentos	Títulos de dívida
Ativos de reservas	No país
	No exterior
	Derivativos financeiros
	Outros investimentos

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil.

De acordo com Cysne (2008), o conceito passivo externo é mais amplo do que o conceito de dívida externa, por considerar outras modalidades de financiamento externo, mas também por apresentar uma maior diversidade em termos de moeda de denominação dos compromissos. Considera-se como denominados em reais, seguindo a proposição de Rodrigues (2008) e Biancarelli (2012): o componente

³ Segundo Chesnais (1996) o processo de globalização financeira engloba os movimentos de “*desregulamentação ou liberalização monetária e financeira, a desintermediação e a abertura dos mercados financeiros nacionais*” (pág. 263).

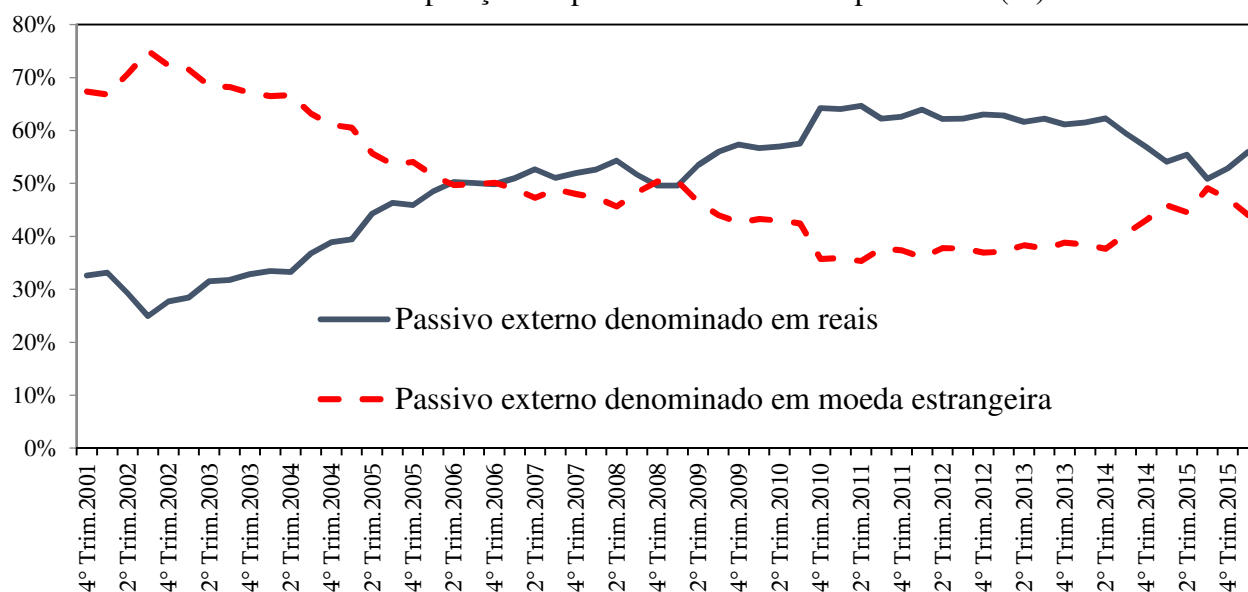
⁴ Com base na definição de Andrade & Prates (2012), “economias emergentes” são as economias periféricas inseridas na globalização financeira.

⁵ Os dados referentes a Posição Internacional da economia brasileira podem ser obtidos no sítio do Banco Central do Brasil (BCB) por meio do link: <http://www.bcb.gov.br/?SERIEPIIH>. A apresentação dos dados segue a metodologia da 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6) divulgado pelo Fundo Monetário Internacional pode ser obtido, em inglês, no sítio do FMI por meio do link: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

“participação no capital” dos fluxos de IDP e as parcelas do investimento em carteira (em ações e títulos de dívida) negociados no país. Acrescenta-se também uma pequena parcela de dívida externa denominada em reais. A subcategoria do IDP “operações intercompanhia” é considerada como denominada, em sua totalidade, em moeda estrangeira, assim como os demais itens do passivo externo. É possível que entre esses haja alguma participação minoritária de compromissos denominados na moeda doméstica, mas esses foram desconsiderados⁶.

O Gráfico 1 apresenta a evolução da composição do passivo externo bruto por moeda de denominação dos compromissos. A análise permite constatar o aumento da parcela do passivo externo denominado em moeda doméstica⁷, processo denominado de “desdolarização” por Biancarelli (2012), e que, segundo Rodrigues (2008), aproxima a estrutura monetária do passivo externo brasileiro a dos países centrais, com predominância de compromissos denominados na moeda doméstica.

Gráfico 1 – Composição do passivo externo bruto por moeda (%)



Fonte: Posição Internacional de Investimento - Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

3. Os determinantes do processo de “desdolarização”

O movimento de “desdolarização” do passivo externo brasileiro é evidente, contudo, algumas questões adicionais precisam ser analisadas com a finalidade de discutir com maior profundidade e detalhamento os determinantes desse processo. Em primeiro lugar, entende-se que um processo tão amplo deve possuir determinantes complexos e diversos. Adotam-se, para fins de sistematização dos argumentos, algumas dicotomias associadas ao processo de “desdolarização”, como a importância relativa dos fluxos e das variações dos estoques, entre fatores externos e internos e determinantes conjunturais, estruturais e cíclicos. Ademais, cada subcategoria dos investimentos denominados em reais pode possuir determinantes específicos, contudo, a análise é realizada de forma mais generalizada.

⁶ De acordo com os dados do Banco Central do Brasil divulgados junto as “Notas para a Imprensa – Setor Externo” cerca de 10% do estoque “operações intercompanhia” para os anos de 2013, 2014 e 2015 são denominados em reais, entretanto, como ressaltado, a totalidade dessa modalidade de investimento direto é aqui considerado como denominado em dólar em virtude da escassez de dados. Os dados também confirmam que 100% dos títulos de dívida negociados no país em posse de não residentes, presentes, portanto, na Posição Internacional de Investimentos, estão denominados e são liquidados em reais. Dessa forma, esse estudo subestima a participação de itens denominados em reais na estrutura de passivos. Para maiores informações acesse <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPEXT> e verifique o quadro 26 dos dados disponibilizados. Por fim, ressalta-se que essa é uma aproximação que pode estar sujeita a variações.

⁷ Rodrigues (2008), Biancarelli (2012) e Noije (2014) são os trabalhos que indicaram, de forma pioneira, nessa mudança na composição do passivo externo brasileiro.

3.1. Influência dos fluxos e dos estoques no processo de “desdolarização”

O processo de “desdolarização” do passivo externo, como definido por Biancarelli (2012), deriva da parcela do passivo externo denominada em real ganhar participação relativa na estrutura dos passivos, em termos de estoque. Logo, o processo de “desdolarização” pode ser analisado a luz dos fatores que explicam a variação do passivo externo, para em seguida compreender os fatores que levaram o passivo externo denominado em real crescer mais do que o passivo externo denominado em dólar no período em análise. Simonsen & Cysne (2007), Cysne (2008), Feijó *et al* (2008) e Rodrigues (2008), entre outros, destacam que o passivo externo pode variar em função da assunção ou liquidação de passivos externos, ou seja, do movimento de fluxos registrados no Balanço de Pagamentos, e devido as desvalorizações/valorizações⁸ dos estoques assumidos anteriormente, geralmente em virtude de mudanças na taxa de câmbio (pois faz variar o valor em dólar dos estoques denominados em reais) e da variação de preços de ativos (como por exemplo ações) em posse de investidores não residentes. De forma semelhante, Lara (2014) denomina de *fatores de fluxo* a componente de variação do passivo externo decorrente de fluxos de capital, registrados na conta capital e financeira do BP, e de *fatores patrimoniais* as mudanças autônomas de estoques, que ocorrem a despeito dos fluxos. Esses mesmos mecanismos, ao impactarem a magnitude do passivo externo, podem interferir no grau de “desdolarização”⁹.

Em analogia a esses conceitos, o processo de “desdolarização” do passivo externo via movimento de capitais ocorreria caso a entrada de recursos externos em itens denominados na moeda doméstica fosse superior àquela verificada em itens denominados em moeda estrangeira, como haveria ocorrido no período recente (ver, por exemplo, Akyüz, 2015; Kaltenbrunner, 2011; Kaltenbrunner & Paineira, 2014; Pereira & Corrêa, 2015). No que tange aos fluxos de capitais, verifica-se o influxo de capital nas categorias de investimentos em ações e de títulos de renda fixa, além de investimentos diretos na categoria “participação no capital”, foram superiores aos fluxos para categorias de investimento denominadas em dólar, em consonância com os resultados apresentados pelos trabalhos citados.

Tabela 1 – Investimento estrangeiro por moeda de denominação (US\$ milhões)

Período	Reais	Dólares
2001	17.946,10	14.466,90
2002	16.172,20	-3.522,90
2003	11.686,60	2.046,20
2004	19.907,20	-15.606,80
2005	21.155,30	-21.711,20
2006	32.273,40	20.265,50
2007	71.474,30	52.398,80
2008	36.323,20	22.984,70
2009	63.936,80	28.806,70
2010	116.942,90	79.656,50
2011	96.216,30	76.291,90
2012	81.363,50	47.641,90
2013	73.665,30	55.952,30

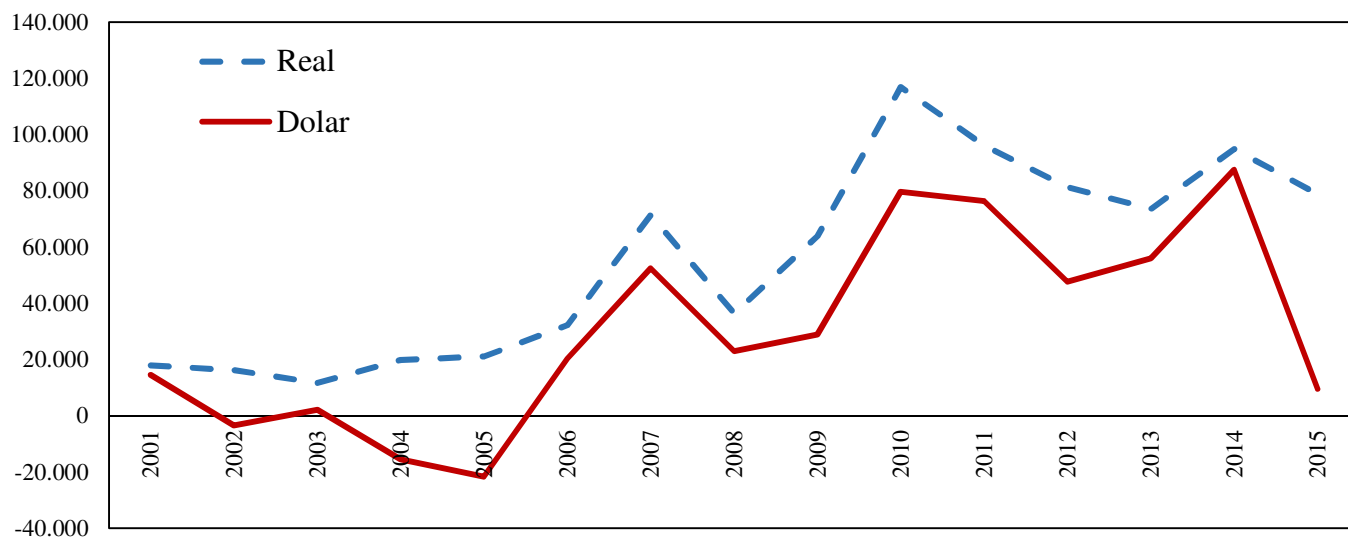
⁸ O termo “valorização/desvalorização”, nesse conceito, é empregado por Cysne (2008) e Cysne & Simonsen (2007). Rodrigues (2008) utiliza os termos “canal e mecanismo de valorização”. Lara (2014) utiliza o termo “fatores patrimoniais”, enquanto Noije (2014) denomina esses movimentos de “ganhos de detenção nominal” (GDN). Feijó *et al* (2008), de “perdas e ganhos de capital”. Apesar das diferentes denominações o mecanismo teórico é o mesmo em termos de determinantes e consequências.

⁹ O termo grau de “desdolarização” do passivo externo bruto refere-se ao percentual do passivo externo bruto que está denominado em moeda doméstica de acordo a classificação exposta na seção anterior. O índice segue, de forma geral, o indicador do nível de *original sin* exposto em Eichengreen, Hausmann & Panizza (2005) e o indicador de *dolarização* presente em Allen *et al* (2002).

2014	94.883,30	87.559,90
2015	78.889,20	9.457,20

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Gráfico 2 – Fluxo de capital por moeda de denominação (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

O debate sobre os determinantes dos fluxos de capital para economias emergentes, centrado geralmente na dicotomia entre fatores internos e externos, é consideravelmente amplo, mas alguns elementos podem ser ressaltados. Desde o estudo de Calvo, Leiderman & Reinhart (1993, 1996) até a recente resenha do tema realizada por Koepke (2015), uma série de trabalhos tem destacado a prevalência de fatores externos na atração de fluxos de capital. Dois trabalhos recentes merecem um comentário especial por tratarem diretamente dos fluxos denominados em reais. Barbosa & Meurer (2014) verificam que a variação percentual taxa de câmbio real possui impactos diferentes dos fluxos de capital considerando o local de negociação, ou seja, a taxa de câmbio influenciaria de maneira diversa os fluxos de capital para ativos de portfólio diferente da moeda de denominação. Pereira & Corrêa (2015) analisam os determinantes dos investimentos diretos na categoria “participação do capital” entre outros fluxos de curto-prazo. Os resultados indicam que há uma relação entre os fluxos para o mercado acionário e o influxo para a categoria “participação no capital”, além de verificar uma relação entre os fluxos de portfólio com a taxa de câmbio e o índice VIX.

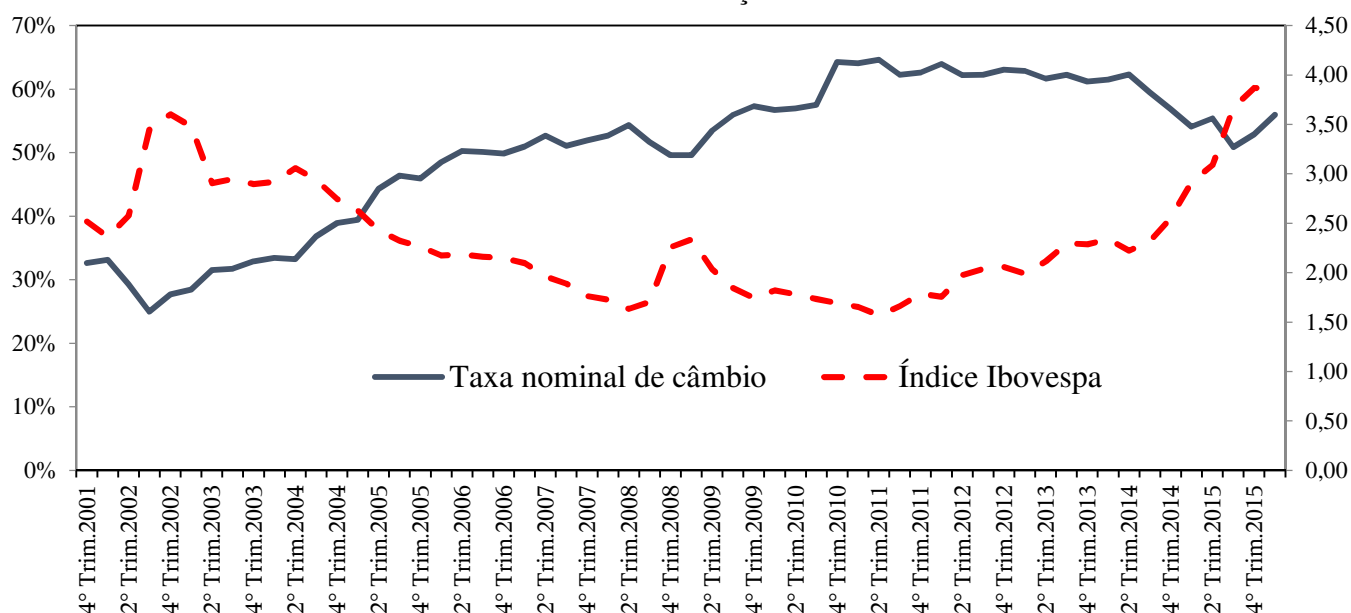
Segundo Kaltenbrunner & Paineira (2014), os investimentos em ativos denominados em reais buscam oportunidades de valorização e elevados rendimentos, o que incluiria mudanças na taxa de câmbio, como expresso em *“this switch from foreign- to domestic-currency assets was driven by both falling returns on foreign currency-denominated assets and extraordinary profit opportunities from favourable exchange rate movements.”* (pág. 9). Kaltenbrunner (2011) e Kaltenbrunner & Paineira (2014) afirmam que o fluxo de capitais para o Brasil esteve negativamente relacionado à aversão ao risco dos investidores estrangeiros (medido pelo VIX), de modo que em períodos de tranquilidade o influxo de capital para o país seria majorado. Destacam que a expectativa de valorização dos ativos e da taxa de câmbio exerce um papel de atração sobre novos investimentos, assim o próprio influxo de capitais pode resultar na valorização dos ativos e a da moeda doméstica, em um movimento cíclico de retroalimentação.

Com relação à desvalorização/valorização dos estoques, o processo de “desdolarização” dependeria de alterações nos valores dos compromissos anteriormente assumidos. Rodrigues (2008), Lara (2014) e Noije (2014), ao analisarem a dinâmica do passivo externo (bruto e líquido), destacam a importância da desvalorização/valorização dos estoques, principalmente em virtude dos movimentos de desvalorização/valorização da parcela denominado em real (via mudanças na taxa de câmbio e no preço das ações), destacando a desvalorização dos compromissos em períodos de instabilidade. Mais especificamente, Lara (2014) e Rosa & Biancarelli (2015) destacam que o comportamento do índice

Ibovespa e da taxa de câmbio influenciariam a dinâmica do passivo externo líquido, como reflexo de mudanças no passivo externo.

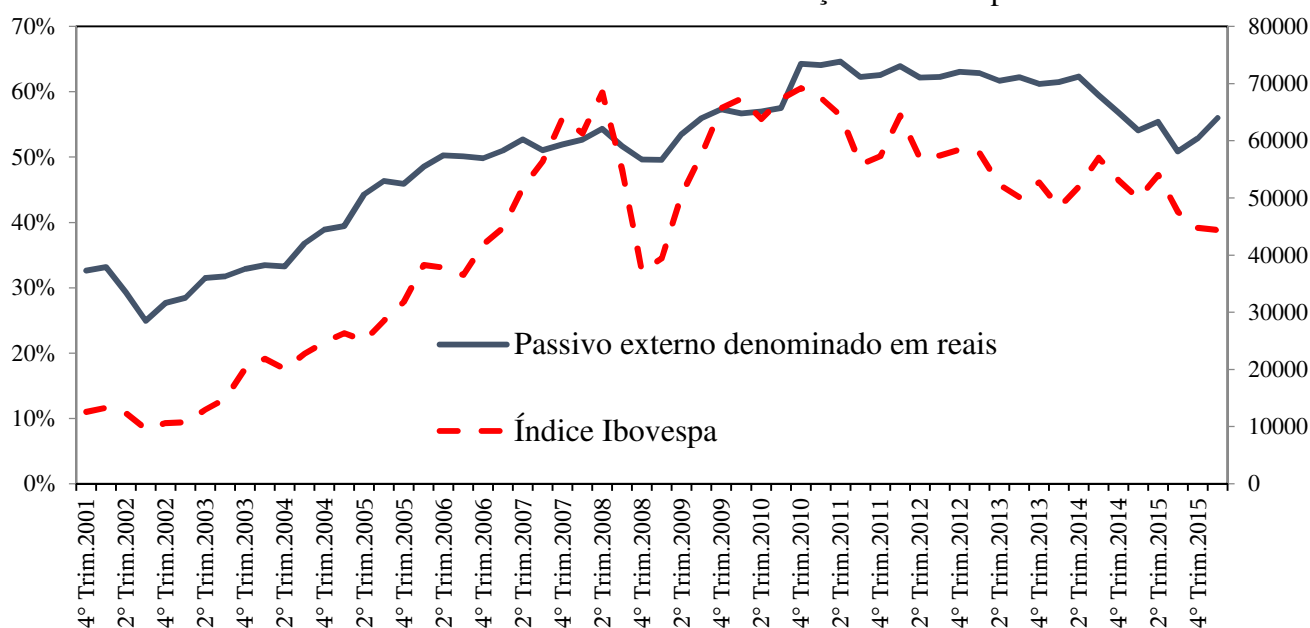
Se a parcela em real é aquela mais suscetível a desvalorização/valorização e as variações do passivo externo foram fortemente influenciadas por esse mecanismo como propõe os estudos citados, é possível concluir que o grau de “desdolarização” também foi influenciado pelo movimento dos estoques, além do influxo de capitais. Nesse caso, o interesse não repousa nas variações do passivo externo como nos estudos citados anteriormente, mas nas alterações do grau de “desdolarização” a partir de mudanças nos estoques de passivos denominados em real, no qual a taxa de câmbio e o preço das ações podem demonstrar um impacto relevante. Em suma, a dinâmica da taxa de câmbio e do preço das ações pode influenciar o grau de “desdolarização” via atração de novos fluxos de capital para categorias denominadas em real quanto por meio da própria valorização do estoque já assumido.

Gráfico 3 – Grau de “desdolarização” e taxa nominal de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

Gráfico 4 – Grau de “desdolarização” e Ibovespa



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

3.2. O caráter cíclico do grau de “desdolarização”

A literatura recente sobre os impactos dos fluxos de capital nos países emergentes, como por exemplo Reinhart & Reinhart (2008), Powell & Tavella (2015) e Rey (2015) entre outros, tem identificado uma relação entre os episódios cíclicos de influxos de capital para economia emergentes e a valorização da moeda doméstica e inflação de ativos. Tais estudos argumentam destacam a ocorrência de *ciclos financeiros globais* (Rey, 2015) em que momentos de *bonanza* (Reinhart & Reinhart, 2008) ou *boom*, que são marcados pelo influxo massivo de capital para economias emergentes, estariam associados à elevação de preços dos ativos e valorização da moeda doméstica, interrompidos por períodos de crise ou *bust*, marcados pela fuga de capital, desvalorização da moeda doméstica e queda dos preços dos ativos. Mais do que isso, esses estudos argumentam que a ocorrência de episódios de *bonanza* ou *ciclos financeiros globais* são determinados por fatores externos, alheios aos países emergentes, como a taxa de juros norte-americana e a percepção de risco nos mercados financeiros internacionais.

Com relação ao impacto específico na taxa de câmbio, Andrade & Prates (2012) que em economias emergentes emissoras de moedas periféricas a dinâmica da taxa de câmbio é fortemente influenciada pela disponibilidade de financiamento externo e, conseqüentemente pelos fluxos de capital de curto-prazo. De forma semelhante, De Conti, Biancarelli & Rossi (2013) afirmam que as operações de *carry trade*, que envolvem movimentos cíclicos de disponibilidade de capitais, impõe um caráter cíclico para a dinâmica das taxas de câmbio em economias periféricas, cujo mecanismo de transmissão envolve inclusive a especulação no mercado de derivativos cambiais. Em consonância, Kaltenbrunner (2011) e Kaltenbrunner & Paineira (2014), ao analisarem o caso brasileiro, destacam que uma vez que não residentes detém ativos na moeda doméstica e predomina a livre mobilidade de capitais, a taxa de câmbio passa a depender crescentemente de decisões internacionais de alocação de portfólio, independente de fundamentos macroeconômicos domésticos, e de movimentos com derivativos cambiais.

Ademais, Kaltenbrunner (2011) e Kaltenbrunner & Paineira (2014) demonstraram que a expectativa de valorização das ações (por meio do índice Ibovespa) e da moeda doméstica, esteve associada a períodos de baixa aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais e episódios de influxos de capitais, assim como destacam que os fluxos de capitais para ativos denominados em reais foram superiores no momento de maior abundância dos fluxos de capitais para os países emergentes. Lara (2014), inclusive, observou que os movimentos dos preços das ações e taxa de câmbio apresentaram ao longo dos anos 2000 certa correlação, no sentido de valorizações e desvalorização conjunta da moeda nacional e dos ativos negociados em mercado, influenciando o comportamento do passivo externo tanto em períodos de valorização como de desvalorização. Rodrigues (2008) afirmou que a mudança na estrutura do passivo externo brasileiro ocorreu em um ambiente externo favorável e em decorrência do processo de globalização financeira, apesar de ressaltar também o papel das políticas econômicas sólidas no âmbito doméstico. Logo, parte do grau de “desdolarização” é explicado por um movimento externo e cíclico, que em parte independe na dinâmica doméstica. Argumenta-se que o grau de “desdolarização” possui um caráter cíclico em relação aos episódios de excesso de financiamento externo para economias emergentes, dado o impacto nos fluxos de capital, na taxa de câmbio e no preço dos ativos. Em períodos de abundância de financiamento externo para economias emergentes é provável que o passivo denominado em real cresça mais rapidamente do que aquele denominado em dólar, em virtude tanto do influxo de capitais como da valorização dos estoques e das expectativas de valorização da taxa de câmbio.

Cysne (2008), Rodrigues (2008), Biancarelli (2011), entre outros, argumentam que o passivo denominado na moeda doméstica tende a desvalorizar-se em períodos de crise ou maiores instabilidades externas, sobretudo em virtude da desvalorização da moeda doméstica e da queda do valor dos compromissos negociados em mercado. Lara (2014) afirma que quanto maior a parcela do suscetível a desvalorização, maior seria o impacto sobre o passivo externo, ou seja, ao longo de sucessivos períodos de desvalorização a capacidade desse mecanismo de reduzir o passivo externo seria crescente limitado em virtude da redução do grau de “desdolarização”. Esse processo de desvalorização do estoque denominado em moeda doméstica em períodos de crise completa o caráter cíclico do grau de “desdolarização”, pois,

juntamente com a redução do valor absoluto do estoque de passivos externos denominados em real, haveria a redução da participação relativa dos compromissos denominados em reais.

3.3. Os determinantes estruturais do processo de “desdolarização”

Considerou-se por elementos estruturais as transformações no âmbito internacional e doméstico, incluindo as possíveis decisões de política econômica e mudanças na inserção externa brasileira que possam ter influenciado o processo de “desdolarização” parcial do passivo externo. Esse processo tem sido entendido como uma inversão do *currency mismatch* (Kaltenbrunner & Paineira, 2014) e de alguma forma uma redução do *original sin* (Akyüz, 2015). Logo, retoma-se os argumentos originais dos formuladores dos conceitos de *currency mismatch* e *original sin* com a finalidade de encontrar possíveis paralelos com os determinantes do processo de “desdolarização”.

Goldstein & Turner (2004), ao apresentarem o conceito do *currency mismatch*, que pode ser definido como a diferença da denominação monetária, tanto de fluxos como dos estoques, nas estruturas ativas e passivas, discutem oito recomendações para amenizar os problemas decorrentes desse “descasamento”. As economias emergentes que apresentam um influxo acentuado de capitais deveriam optar por uma política de câmbio flutuante, porém administrado (denominado de *managed floating exchange rate policy*). Também deveriam ser adotadas políticas que impeçam a sobrevalorização da taxa de câmbio; associado a política cambial deveria ser implementado o regime de metas de inflação; o sistema bancário deveria gerenciar o risco cambial ao fornecer empréstimos denominados em moeda estrangeira, sobretudo para clientes cujo as receitas não são denominadas nessa moeda; a regulação do sistema bancário deveria reforçar a supervisão prudencial sobre o “descasamento de moedas”, com objetivo de reduzir a exposição dos bancos; para facilitar o acesso a informação e promover a disciplina, o Fundo Monetário Internacional (FMI) deveria divulgar o grau de *currency mismatch* das economias discriminados por setor; adoção de medidas para evitar perdas referentes ao “descasamento de moedas”; os países emergentes deveriam rever suas políticas de gestão de dívida, de forma a reduzir a parcela da dívida denominada em moeda estrangeira, e acumular reservas cambiais por motivos precaucionais; por fim, as economias emergentes devem desenvolver um mercado de títulos denominados na moeda doméstica.

Eichengreen & Hausmann, (eds., 2005) analisam as possibilidades de superação do *original sin*, que, na variante externa, é definido como a capacidade de endividar-se externamente na própria moeda. Os autores concluem que as reformas domésticas não seriam suficientes, de modo que apenas uma reforma internacional seria capaz de solucionar esse problema. A proposta dos autores é a emissão de títulos no mercado internacional denominado em uma cesta de moedas de países emergentes e emitidos por organismos internacionais. A proposta é dividida em quatro passos: criação de índice que referencie uma cesta de moeda de países emergentes indexado à inflação; organizações multilaterais devem emitir títulos denominados nesse índice; as economias do G10 devem emitir títulos soberanos denominados no índice; continuar a desenvolver o mercado de títulos lastreados ao índice das moedas emergentes.

Kaltenbrunner (2011) argumenta que a presença de investidores não residentes no mercado doméstico seria derivada de um processo de *internacionalização* do real e uma mudança na inserção externa pelo lado financeiro. Parte desse movimento ocorreria em virtude de características específicas do âmbito macroeconômico, monetária e financeiro brasileiro, como a institucionalidade e liquidez do mercado de câmbio e derivativos, assim como a liquidez do mercado financeiro doméstico, dominado por ativos de curto-prazo. Ademais, autora afirma que a “*liquidez institucional*” do mercado brasileiro é um fator importante para reduzir os riscos e aumentar a atratividade sobre essa forma de investimento. Nas palavras da autora, “*Brazil’s increased liquidity through financial liberalisation and financial opening was complemented by several institutional features and peculiarities of the Brazilian financial and foreign exchange market.*” (pág. 146). Esse processo de *internacionalização monetária*, na visão de Kaltenbrunner (2011), seria impactado tanto por fatores domésticos, como a liberalização financeira, a desregulamentação do mercado cambial, o arcabouço de metas de inflação, a atuação do Banco Central como provedor de liquidez, o acúmulo de reservas internacionais e a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa e melhores fundamentos e estabilidade macroeconômica. Como também por

fatores externos, por exemplo, a *financialisation* e a predominância de operações de *trading*. Parte desse movimento seria resultado do avanço da globalização financeira e das mudanças recentes do sistema financeiro internacional, além da capacidade da economia brasileira de fornecer ativos líquidos e com rendimentos compatíveis ao risco aos investidores internacionais, incluindo ganhos derivados da valorização da moeda doméstica e a elevada taxa de juros, associado à queda dos rendimentos de ativos denominados em dólar (cuja a *proxy* utilizada é o EMBI – *Emerging Market Bond Index*). Outro fator, seriam as políticas de liberalização que permitiram a presença de não residentes em mercados domésticos, incluindo o mercado de derivativos cambiais que permitiriam a realização de *hedge*. Ressalta ainda que parte desse movimento deriva de uma estratégia de diversificação de risco dos investidores não residentes, principalmente em fase de abundância de financiamento externo e baixo rendimento nas economias centrais.

Em consonância, Kaltenbrunner & Paineira (2014) argumentam que os melhores fundamentos macroeconômicos, incluindo o acúmulo de reservas internacionais, serviu para atrair novos fluxos de capital, associado às oportunidades lucrativas dessas formas de investimento. Ademais, Gonçalves (2012) e Kaltenbrunner & Paineira (2014) destacam a importância da liquidez, pois os investimentos em ações e títulos de dívida denominados em reais possuem liquidez elevada e podem ser facilmente convertidos em dólares e remetidos ao exterior. Nesse sentido, a alta liquidez dos compromissos, associado ao curto prazo dos investimentos, reduziria a percepção de risco por parte dos investidores estrangeiros e a liberalização e desregulamentação do mercado de câmbio, que possibilita a conversão em termos da divisa-chave, seriam elementos que contribuem para o processo de “desdolarização”.

Noije (2014) argumenta que fatores externos, como a intensificação dos fluxos de capital, e domésticos, como a inserção externa pelo lado financeiro e o processo de abertura financeira possibilitaram a mudança na composição do passivo externo. Kaltenbrunner & Paineira (2014) e Prates, Baltar & Sequetto (2014) também argumentam a importância do aprofundamento da abertura financeira realizada no âmbito das reformas liberais, pois foram as reformas liberalizantes que permitiram a participação de investidores estrangeiros nos mercados de títulos e ações negociadas no país, assim como regulou o investimento estrangeiro direto. Logo, ao menos no limite, é o movimento de abertura que permite que não residentes possuam ativos emitidos por residentes e denominados na moeda doméstica. Assim o processo de globalização financeira, por meio da liberalização, abertura e desregulamentação no âmbito doméstico e internacional contribuem de forma decisiva para o processo de “desdolarização” parcial do passivo externo, ainda que não expliquem o movimento por completo.

Akyüz (2015) argumenta que as economias emergentes (ou *developing economics* nos termos do autor) se tornaram mais integradas aos mercados financeiros globais, inclusive com a maior presença não residentes nos mercados de ações, títulos e crédito na última década. A aceleração da integração dos países emergentes aos mercados financeiros globais seria resultado do episódio de *bonanza* entre o início dos anos 2000 e crise financeira internacional, no qual tanto fatores internos como externos foram importantes, além do aprofundamento da abertura financeira. Parte importante dessa mudança haveria ocorrido no âmbito público, pois a abertura dos mercados locais de títulos ocorreu em virtude de melhorar o perfil de financiamento do setor público, com a redução da dívida externa denominada em moeda estrangeira e aumento da participação de estrangeiros na dívida interna denominada em moeda doméstica.

O autor ressalta que esse movimento que não haveria ocorrido na mesma intensidade para o setor privado. Essa configuração diversa entre o setor público e privado refletiria, na visão de Akyüz (2015), certa estratégia dos investidores internacionais quanto à gestão de risco cambial e risco de insolvência (*default*). Ao assumir ativos denominados em moedas de países emergentes os investidores internacionais assumiriam o risco cambial, mas estariam prevenidos de risco de insolvência. Quanto aos ativos denominados em moeda estrangeira, os investidores assumiriam o risco de insolvência, mas estariam protegidos do risco cambial. Esse movimento ocorreria em função das oportunidades de rendimentos, inclusive em virtude da variação da taxa de câmbio, e do maior apetite de exposição ao risco. Por fim, o autor ainda destaca que mudanças no padrão de financiamento público nos países emergentes, em virtude da diminuição da dívida externa e aumento da presença de não residentes no mercado de títulos da dívida pública, significaria uma redução do *original sin*.

Alguns estudos têm discutido a questão da superação do *original sin* para o Brasil, sobretudo devido dois fenômenos: a emissão de títulos de dívida externa (pública e privada) denominados em real nos mercados internacionais e a redução dos títulos da dívida pública interna indexados à taxa de câmbio. Os dois movimentos contribuem para o processo de “desdolarização” do passivo externo, contudo, como também já salientado, o processo de “desdolarização” parcial do passivo externo brasileiro é consideravelmente mais amplo do que esses dois movimentos, pois considera também os investimentos em ações no país e a parte dos investimentos diretos associados à “participação no capital”, além de outros títulos de renda fixa de emissão privada negociados no país. Logo, os fenômenos são correlacionados, porém não necessariamente respondem aos mesmos determinantes. Todavia, é importante analisar os argumentos apresentados pelos autores pelo prisma do processo de “desdolarização” do passivo externo. Lopreato (2008) afirma que a redução do volume de títulos públicos domésticos indexados à taxa de câmbio foi uma estratégia deliberada de gestão da dívida pública, que logrou êxito somente por ser também do interesse dos investidores e ocorreu em função da maior estabilidade macroeconômica, incluindo a melhora das condições das contas externas e o acúmulo de reservas internacionais, e da tendência à valorização da taxa de câmbio no período pré-crise.

Gomes *et al* (2007), em primeiro lugar, retoma as duas vertentes do conceito do *original sin*, a externa (referente a impossibilidade de contrair empréstimos externos denominados em sua própria moeda) e a interna (sobre a capacidade de contrair empréstimos de longo prazo no mercado doméstico denominados na moeda nacional). Os autores argumentam que a redução do *original sin* externo no caso brasileiro – ou seja, a emissão no exterior de títulos denominados em reais - estaria relacionado a melhor condição de liquidez internacional e a conquista de credibilidade por parte dos mercados financeiros internacionais, o que derivou da adoção do regime de câmbio flexível, do regime de metas e do controle da inflação, embora argumentem que o pecado original permaneça presente, inclusive em função da persistência da inconvertibilidade do real. Ademais, ressaltam as emissões realizadas no exterior e denominadas em real por agentes privados, principalmente bancos, antes mesmo de emissões soberanas de títulos denominados na moeda doméstica nos mercados internacionais. No âmbito doméstico, destacaram a redução dos títulos da dívida interna atrelados à taxa de câmbio e os incentivos fiscais ao investimento de não residentes no mercado doméstico de títulos de renda fixa.

Meurer (2014) analisa a evolução da emissão de títulos da dívida externa denominados em reais nos mercados internacionais, principalmente a partir de 2005. O autor ressalta que a tendência de valorização da moeda doméstica e o elevado diferencial de juros, sobretudo no período de elevada liquidez internacional no contexto pré-crise financeira internacional, ampliaram a atratividade em investimentos denominados em reais. A capacidade de emissão desses títulos, na visão do autor, poderia estar relacionada a mudanças na inserção externa do Brasil no mercado financeiro global, a credibilidade associada à política econômica, a estabilidade macroeconômica, a situação das contas externas do país e condições de liquidez do mercado financeiro internacional. Ainda segundo o autor, a partir do ano de 2003 o país procurou, de forma deliberada, uma melhor composição de endividamento em termos de moedas a partir da redução do endividamento em moeda estrangeira, tanto no mercado doméstico como no mercado internacional. Por fim, argumenta que ainda que tais emissões fossem insuficientes como fonte de financiamento externo, seriam importantes em termos de referência para emissão de títulos privados.

Destaca-se também a contribuição de Fernandes & Freitas (2012), que retomam o conceito da *inconvertibilidade monetária* (presente em Carneiro, 2008) para analisar a capacidade de financiamento do Estado brasileiro em moeda doméstica, tanto em termos domésticos (financiamento de longo prazo) como externo, apresentados a partir do conceito do *original sin*. Os resultados apresentados indicam uma redução do pecado original, ou da inconvertibilidade monetária, no sentido de que parte do financiamento do Estado (via endividamento interno ou externo) seria denominado na moeda doméstica, principalmente em virtude do cenário externo favorável. Os autores destacam que no plano doméstico a valorização do real e o elevado diferencial de juros, associado às melhores condições internacionais, aumentaram a presença de não residentes no mercado doméstico de títulos e facilitaram as condições de financiamento do Estado brasileiro. Em termos do endividamento externo, os autores destacam que a melhora na posição externa, sobretudo em virtude da redução do endividamento externo público e do acúmulo de reservas

internacionais, permitiu a obtenção do *investment grade* e a emissão de títulos denominados em reais nos mercados financeiros internacionais. Consequentemente, tanto no plano doméstico como no plano internacional, haveria uma redução do *original sin* e melhor composição monetária do financiamento do Estado brasileiro. Por fim, os autores questionam a possibilidade de as emissões dos títulos em reais serem indícios de uma elevação do real na hierarquia de moedas ou da redução do grau de inconversibilidade da moeda nacional, embora concluam que não há indícios suficientes para sustentar essa hipótese. Na última seção esse ponto será retomado a luz do processo de “desdolarização” parcial do passivo externo.

Em primeiro lugar é preciso salientar, novamente, que o processo de “desdolarização” é consideravelmente mais amplo do que aqueles abordados anteriormente, pois envolve uma gama maior de modalidades de financiamento externo. Algumas medidas de política econômica citadas, inclusive por Goldstein & Turner (2004) e Eichengreen & Hausmann, eds. (2005) sobre a superação do *currency mismatch* e do *original sin*, respectivamente, como a desindexação dos títulos da dívida à taxa de câmbio, a política de acúmulo de reservas internacionais e a redução do endividamento externo contribuíram positivamente para as mudanças na composição do passivo externo brasileiro. Nesse contexto, parte do processo de “desdolarização” é influenciado, de forma direta ou indireta, por ações de política econômica, principalmente relacionado ao endividamento público externo e interno e ao próprio processo de abertura financeira. Questões relacionados a percepção de risco, como a redução do risco-país, a maior estabilidade macroeconômica interna e externa (com preservação do diferencial de juros externos) e a obtenção do grau de investimento (entre 2008 e 2015), principalmente por permitir uma maior exposição de fundos de investimentos em mercados emergentes, também possuem certo grau de influência do processo de “desdolarização” do passivo externo brasileiro.

Tanto a literatura mais específica sobre a participação de não residentes nos mercados domésticos de títulos e ações, como a literatura sobre a evolução do pecado original em termos externos e domésticos apresentam elementos interessantes para entender as causas mais estruturais do processo mais amplo de “desdolarização” do passivo externo. A guisa de conclusão, e retomando o conjunto de argumentos expostos pelos diferentes trabalhos, argumenta-se que o aprofundamento da globalização, sobretudo na questão da abertura, são condições *sine qua non* para o processo de “desdolarização”. É preciso de o país permita a presença de não residentes, via uma política de liberalização financeira; é preciso que a rentabilidade oferecida, aqui incluindo mudanças na taxa de câmbio, valorização do mercado acionário, taxa de juros e qualquer outra forma de rendimento seja compatível com os riscos no julgamento dos investidores internacionais. Contudo, como destacado, fatores estruturais e conjunturais externos também se demonstram ser fundamentais, como a disponibilidade de financiamento externo. Desse modo que o processo de “desdolarização” parcial do passivo externo brasileiro não pode ser visto como uma questão de política econômica ou decisão deliberada de *policy makers* domésticos exclusivamente, alheio as questões estruturais do mercado financeiro internacional e as condições conjunturais de liquidez nos mercados internacionais, pois os países não possuiriam autonomia frente a dinâmica da taxa de câmbio doméstica e dos fluxos de capital.

4. “Desdolarização”: análise empírica dos determinantes

Uma forma adicional de discutir os determinantes do processo de “desdolarização” é por meio de um exercício econométrico¹⁰. Optou-se por estimar um modelo multivariado autorregressivo-VAR, em que inicialmente as variáveis são entendidas como endógenas e explicadas a partir dos valores correntes e defasados próprios e das demais variáveis (Bueno, 2011)¹¹. O objetivo é analisar o impacto de determinadas variáveis no grau de “desdolarização”, definido como a porcentagem do passivo externo denominado em moeda doméstica (*gdes*, calculado a partir dos dados do Banco Central do Brasil – Posição Internacional de Investimento). Com base na exposição anterior, retoma-se a ideia de que o grau

¹⁰ Utilizou-se o software Eviews 7 para realizar o procedimento econométrico.

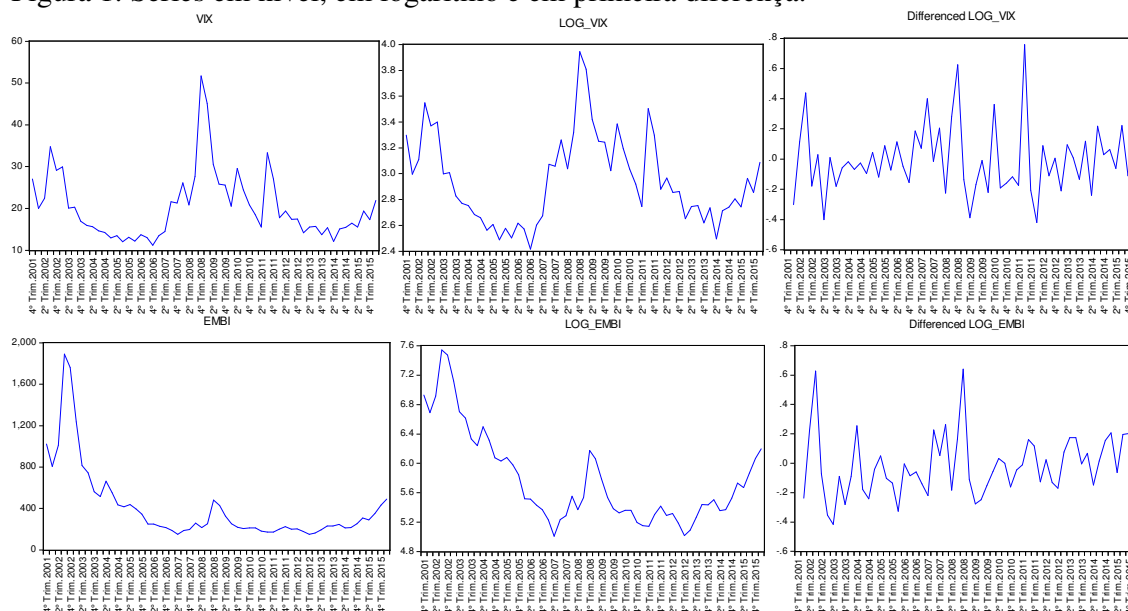
¹¹ Para maiores informações sobre a metodologia VAR, ver Bueno (2011) capítulo 6.

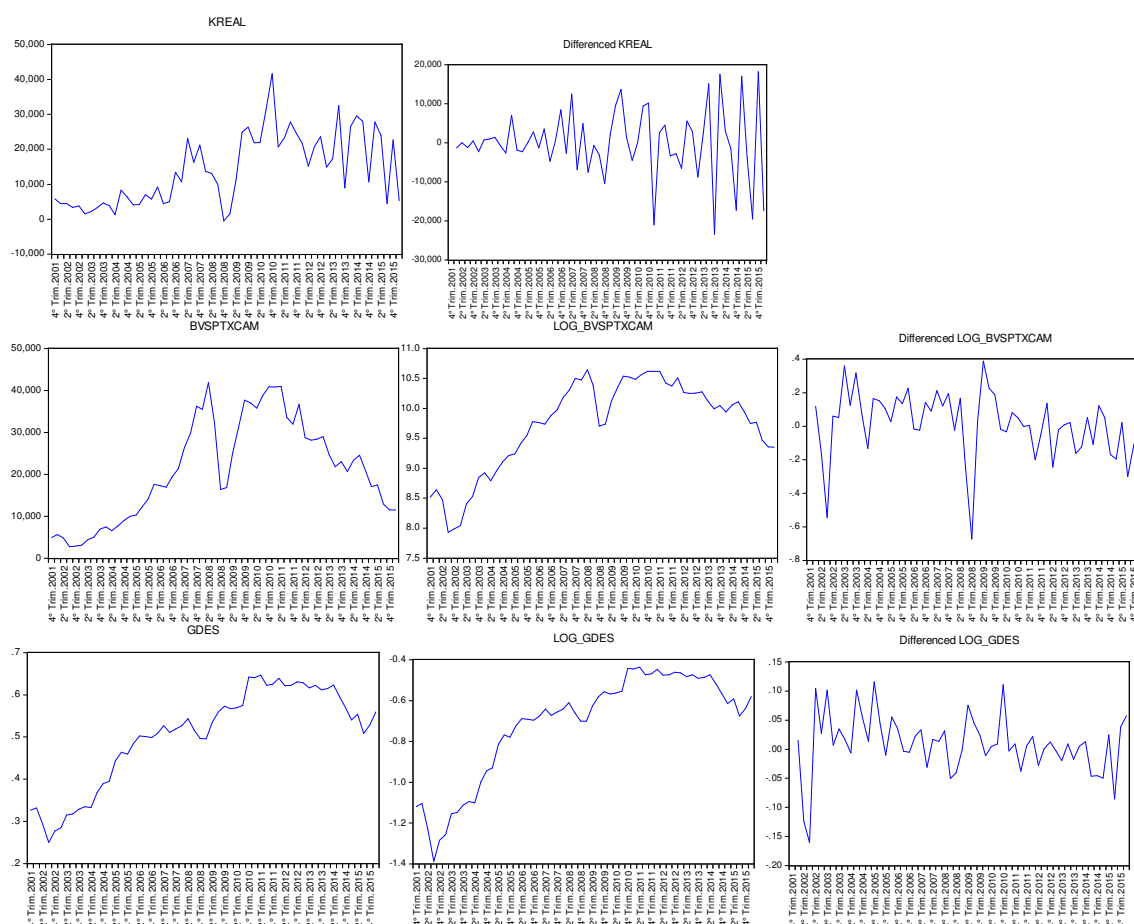
de “desdolarização” pode variar em função do influxo de capitais em categorias denominadas em real ou por meio da valorização/desvalorização dos estoques.

Logo, entre as variáveis selecionadas há o influxo de capital para categorias denominadas em reais, *kreal*, que, a partir da classificação de Rodrigues (2008) e Biancarelli (2012), é o somatório dos fluxos de capital nas categorias: investimento em ações no país, investimento em títulos de dívida no país e parcela “participação no capital” do IDP (as três séries foram obtidas na base de dados do Banco Central do Brasil, sob os códigos: 22930, 22942 e 22888). Seguindo a exposição de Lara (2014), como fator que explica a dinâmica dos estoques sobre o passivo externo foi escolhido um índice composto entre o valor do Ibovespa (fonte: Banco Central do Brasil, código: 7832) em pontos e a taxa nominal de câmbio (fonte: Banco Central do Brasil, código: 3698), *bvsptxcam* (Ibovespa/taxa nominal de câmbio), que segundo o autor representaria o índice Ibovespa em dólares e influiria diretamente na magnitude do passivo externo.

Para além dos mecanismos de fluxo e de estoque, o grau de “desdolarização”, como discutido, pode ser influenciado tanto por fatores cíclicos externos, como a disponibilidade de financiamento externo o grau de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, e também sobre elementos internos como credibilidade, confiança e a solidez macroeconômica como percebida pelos investidores não residentes. Com relação a aversão ao risco nos mercados internacionais foi adotado o VIX (fonte: *Chicago Board Options Exchange Market*), em consonância com a literatura mais recente. Segundo Ahmed & Zlate (2013) e Kaltenbrunner & Paineira (2014), o índice VIX, que representa a volatilidade implícita de opções do índice S&P500, é uma *proxy* da aversão ao risco global, de modo que uma elevação do índice (que indica uma elevação da aversão ao risco) esteja negativamente relacionada ao influxo de capital. Rey (2015) também destaca a importância do VIX como *proxy* da incerteza e aversão ao risco, argumentando que as operações de *carry trade* tendem a se elevar quando o índice VIX é baixo e se reduzir abruptamente em períodos de elevação da aversão ao risco, sendo um indicador do *ciclo financeiro global*. Com relação ao risco-país foi utilizado o EMBI+ Br (*Emerging Markets Bond Index Plus*, calculado pelo J. P. Morgan e divulgado pelo IPEADATA, cód. JPM366_EMBI366;), e representa a percepção que os investidores internacionais tem em relação ao país, de modo que uma elevação indicaria que os investidores estariam mais avessos de investir no país. Os gráficos das séries (em ordem, VIX, EMBI, KREAL, BVSPTXCAM e GDES) são apresentados a seguir.

Figura 1. Séries em nível, em logaritmo e em primeira diferença.





Elaboradas por meio do software Eviews 7.

As séries são analisadas em log, com exceção da *kreal*, que possui valores negativos. O primeiro passo é verificar se as séries são estacionárias. A partir dos testes Dickey-Fuller Aumentado (ADF) e o teste de Phillips-Perron (PP) concluiu-se que todas as séries possuem raiz unitária. Contudo, o teste de Johansen não indicou a existência de vetores de cointegração. Quanto a determinação de ordem do modelo VAR, optou-se por um modelo com apenas uma defasagem, como sugerido nos critérios LR, FPE e AIC, por ser parcimonioso e livre de auto correlação residual, como indicou o teste LM. Por fim, foi testada e comprovada pela análise das raízes do polinômio característico que o modelo é estável¹².

O próximo passo consiste na análise da decomposição da variância e dos gráficos de resposta ao impulso. Segundo Bueno (2011), a função de resposta ao impulso descreve o impacto de um choque em uma variável selecionada ao longo do tempo, podendo ser exposta em termos acumulados ou da dissipação do choque, enquanto que a decomposição da variância do erro de previsão indica a parcela com que cada choque contribui para uma variação de determinada variável ao longo do tempo.

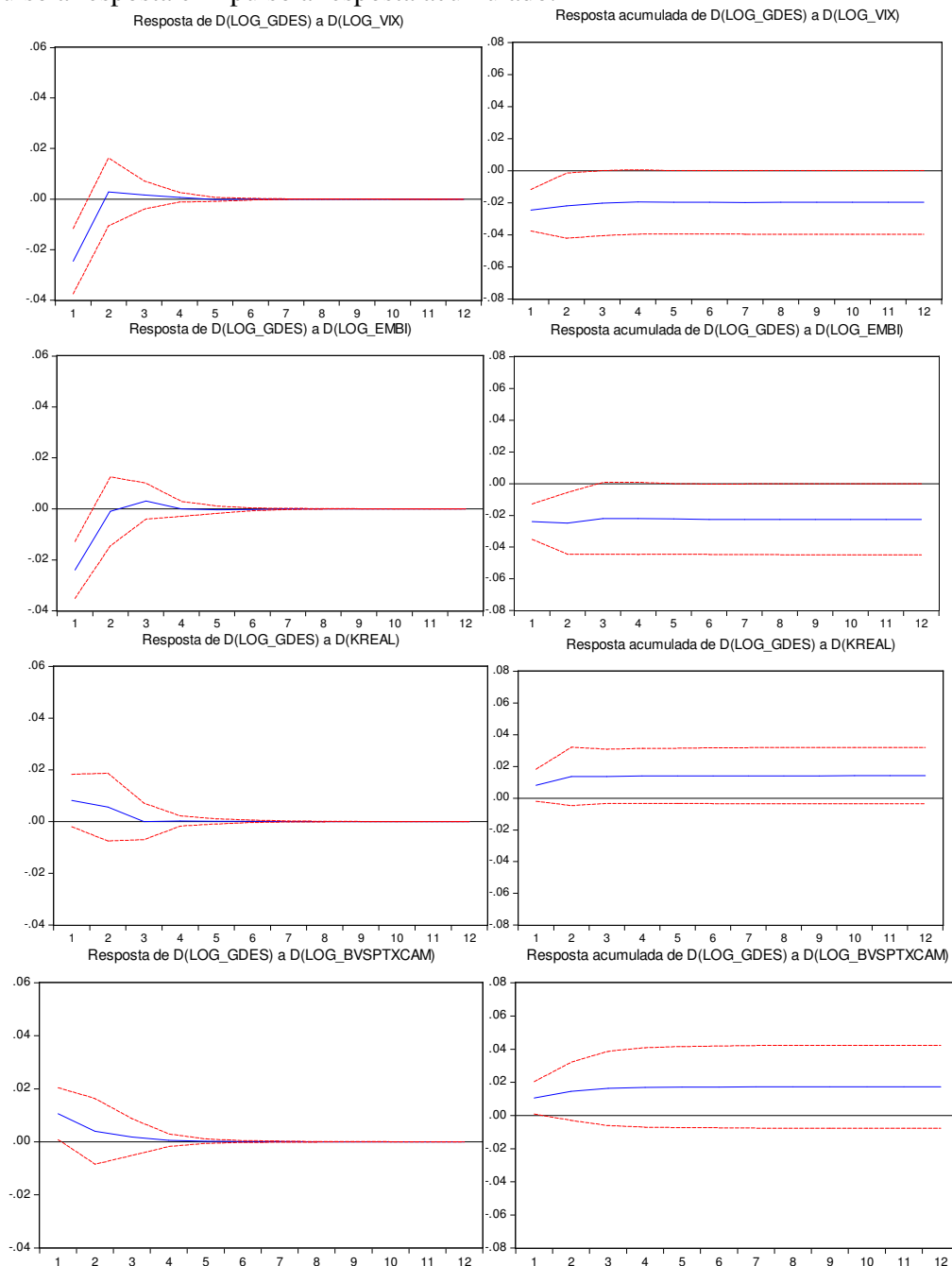
Decomposição da Variância (GDES) - %					
Período	D(LOG_VIX)	D(LOG_EMBI)	D(KREAL)	D(LOG_BVSPTXCAM)	D(LOG_GDES)
1	22,9	21,6	2,5	4,2	48,7
2	21,8	20,4	3,4	4,5	49,9
3	21,7	20,6	3,4	4,6	49,7
4	21,7	20,5	3,4	4,6	49,7
5	21,7	20,6	3,4	4,6	49,7
6	21,7	20,6	3,4	4,6	49,7
7	21,7	20,6	3,4	4,6	49,7
8	21,7	20,6	3,4	4,6	49,7

Elaboração própria por meios dados fornecidos pelo software Eviews 7.

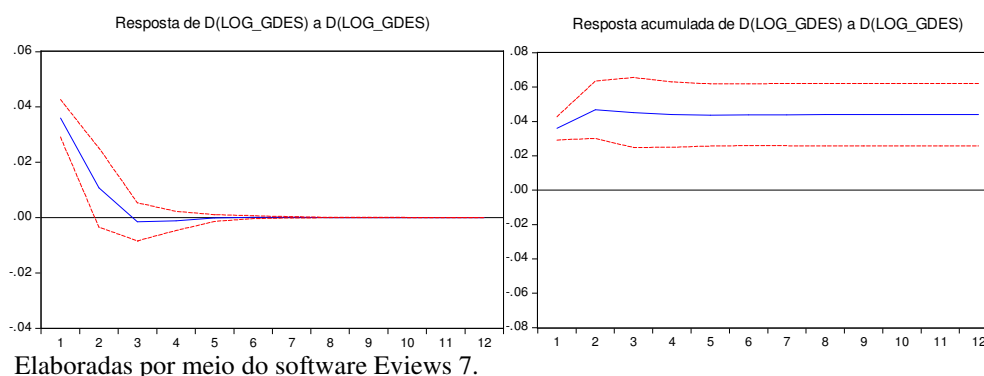
¹² Os resultados do teste de estabilidade e do teste de autocorrelação serial podem ser verificados em anexo.

Analisando os resultados obtidos nos testes econométricos conclui-se que: (i) elementos associados ao risco, VIX e EMBI, apresentaram impactos importantes, de forma que uma elevação desses índices provocaria uma redução do grau de “desdolarização”, ou seja, parece haver realmente um caráter cíclico do grau de “desdolarização” em relação aos episódios de *bonanza* ou *ciclos financeiros globais* e que a menor aversão ao risco sobre investir no país também contribui para majorar o grau de “desdolarização”¹³; (ii) os fatores que influenciam diretamente o passivo externo, como o influxo de capitais e índice do Ibovespa em dólar apresentam impacto menor, mas condizente com o esperado em termos de sinais; (iii) por fim, o próprio grau de “desdolarização” surge como o principal fator explicativo, com um importante impacto positivo, indicando certo caráter de retroalimentação.

Figura 2. Impulso a resposta e impulso a resposta acumulado.



¹³ Kaltenbrunner (2011) oferece uma interpretação alternativa, afirmando que o EMBI representa a rentabilidade dos investimentos de dólar, ou seja, uma queda do índice estimularia os investimentos em categorias denominadas em real.



5. “Desdolarização”, hierarquia e inconvertibilidade monetária

O processo de “desdolarização” parcial do passivo externo brasileiro, como descrito anteriormente, evidencia que uma parcela do portfólio de investidores não residentes está alocada em ativos denominados em reais, seja na forma de títulos de dívida privados e/ou públicos, dívida externa, investimentos no mercado acionário ou investimentos diretos (na parcela de participação no capital). Discute-se, a luz dos conceitos de *convertibilidade monetária* (Carneiro, 1999 e 2008), *pirâmide monetária* (Cohen, 1998 e 2004) e *currency internationalisation* (Kaltenbrunner, 2011) o que significa essa mudança em termos das funções da moeda nos planos externo e doméstico. A partir da hipótese de Fernandes & Freitas (2012), discute-se, agora para o processo de “desdolarização” do passivo externo, a possibilidade de reversão da inconvertibilidade monetária ou elevação do real na hierarquia de moedas.

Krugman (1984) e Cohen (2013) discutem as funções da moeda no plano internacional, partindo das três funções clássicas – meio de troca, unidade de conta e reserva de valor – e avaliando-as no âmbito privado e público. O interesse, nesse caso, recai sobre as funções de reserva de valor e unidade de conta no âmbito privado. Krugman (1984) denomina a função de reserva de valor de *banking*, afirmando que é exercida pelo ativo mais líquido no cenário internacional, ou seja, o dólar, apesar da existência de alguma diversificação; quanto à unidade de conta, denomina de *invoice*, em termos das transações financeiras o dólar seria a principal moeda em termos de *borrowing* e *lending*, apesar de alguma diversificação. Cohen (2013), por sua vez, denomina a função de reserva de valor de *investment* e argumenta que em função do movimento de diversificação de portfólio global, um leque maior de moedas seriam utilizadas nessa função, principalmente aquelas em posições superiores na pirâmide monetária, com destaque para o dólar (ainda principal moeda de reserva de valor no âmbito privado), o euro e demais moedas emitidas por países centrais; a função de unidade de conta é definido como *trade invoice*, cujo o foco está nas transações de bens e serviços, que seriam denominadas principalmente em moedas fortes.

Com relação ao uso diferenciado das moedas nacionais no plano externo, Cohen (1998, 2004) desenvolveu o conceito de *Currency Pyramid*, ou Pirâmide Monetária, em que o topo representa as poucas moedas que desempenham as funções no plano internacional, enquanto que na base há as diversas moedas utilizadas apenas internamente, ou ainda aquelas que nem no plano doméstico são hábeis a desempenhar suas funções, podendo inclusive ser substituídas por moedas do topo da hierarquia no plano doméstico. Em um estudo mais recente, De Conti, Prates & Plihon (2014) expressam a hierarquia de moedas a partir da aceitação das moedas nacionais no plano internacional, de forma que o dólar norte-americano seria a divisa-chave e desempenharia em plenitude as três funções no plano internacional; seguido do dólar estaria o euro, moeda importante do ponto de vista internacional, mas inferior à divisa-chave; a seguir haveria outras moedas emitidas por países centrais com algum uso internacional, embora muito restrito; por fim, as moedas emitidas por países emergentes ou periféricos, que não possuem nenhum uso internacional relevante, sendo denominadas de moedas periféricas.

Com relação às possíveis mudanças provocadas pelo processo de “desdolarização” dos investimentos em carteira, Kaltenbrunner (2011) é categórica ao afirmar que “(...) *very recent process in international finance the internationalisation of emerging market currencies, i.e. the increased use of emerging market currencies as international store of wealth and speculative asset.*” (pág. 108), ou ainda que “*a rising share of domestic currency held and/or traded by non-residents to be a sufficient and*

defining dimension of currency internationalisation.” (pág. 110), apesar de assumir que há divergências na literatura sobre a definição do conceito de internacionalização monetária. Com relação ao caso brasileiro, a autora destaca que esse processo englobaria dois movimentos: o fato de investidores não residentes negociarem ativos denominados na moeda doméstica (como ações e títulos de dívida) e a posse da própria moeda como ativo financeiro especulativo.

Kaltenbrunner (2011) busca compreender as implicações, principalmente sobre a dinâmica da taxa de câmbio brasileira, do fato da moeda nacional ter se transformado em *internacional money* ou *internacional asset class*. A autora afirma que “*lower liquidity premium of DEC currencies requires them to offer higher interest rates and/or increase the —institutional liquidity of their markets*” (pág. 104). Sobre a “liquidez institucional”, reforça que “*institutional liquidity is the nature of the financial flows themselves, i.e. their maturity; the shorter the maturity the easier the reversal of resources abroad to meet outstanding obligations*” (pág. 104). Ademais, argumenta que os diferentes prêmios de liquidez entre as moedas determinam uma estrutura hierárquica do sistema monetário e financeiro internacional, pois no plano internacional haveriam moedas mais líquidas, como o dólar, associadas a menores taxas de juros, e *unstable currencies*, que não possuiriam reputação de atuar como uma reserva de valor e unidade de conta confiável, ocupando posições inferiores da hierarquia. Em função das moedas emitidas por países emergentes possuiriam um baixo prêmio liquidez, seriam incapazes de denominar contratos de dívida no plano internacional, e mesmo aqueles países que via influxo de capitais no mercado doméstico (de títulos e/ou ações) alteraram a estrutura monetária do passivo externo, como é o caso brasileiro, não teriam superado a questão do prêmio de liquidez e ainda enfrentariam problemas para avançar rumo ao topo da hierarquia.

Kaltenbrunner (2011) afirma que “*the ability to store wealth is an important element of a currency’s liquidity premium*” (pág. 96), porém argumenta que considerando a importância do “lado do passivo”, a capacidade de denominar contratos entre residentes e não residentes, ou seja, a capacidade de atuar como unidade de conta, seria fundamental para entender a posição da moeda doméstica no sistema hierárquico e seu prêmio de liquidez. Ademais, destaca que a volatilidade excessiva da taxa de câmbio brasileira e o perfil de curto-prazo do passivo externo, associada a capacidade geração de divisas, limitariam o prêmio de liquidez e, por consequência, a capacidade da moeda de atuar como reserva de valor, mesmo com o processo de “internacionalização”. Em síntese, a internacionalização do real ocorreria em virtude de oferecer elevados rendimentos e proporcionar uma “liquidez institucional”, porém esse processo não promoveria uma necessária convergência com as moedas que dominam a hierarquia, pois o prêmio de liquidez permaneceria limitado. Em um trabalho posterior, afirma que “*their role as investment currencies exerts latent depreciation pressures on DEC currencies, undermining their ability to act as stable units of account and to become denominators of international debt contracts (funding currencies) themselves.*” (Kaltenbrunner & Paineira, 2014, pág 20).

Entende-se a partir da discussão de Kaltenbrunner (2011) que o fato da moeda brasileira ser transacionada por investidores não residentes é um inequívoco reflexo do aprofundamento da globalização financeira e de estratégias de diversificação de portfólio a nível global. Contudo, argumenta-se que o processo de “desdolarização” não equivaleria à internacionalização monetária do real de forma *stricto sensu*. Cohen (1998), autor central para a argumentação da *pirâmide monetária*, descreve dois processos de uso internacional das moedas. O *currency internationalization* é definido como “*transition across national borders*” (pág. 93), o que não parece ser o que efetivamente ocorre no caso da “desdolarização”, que se restringe ao fato de não residentes possuírem em seus portfólios ativos denominados em real, mas emitidos e negociados no mercado doméstico; outro processo descrito é o *currency substitution*, quando a moeda de um país é utilizada internamente por outro país, substituindo a moeda nacional que vai progressivamente perdendo as funções no âmbito doméstico.

Segundo a exposição de Cohen (1998), o processo de *currency substitution* é também referido como *dollarization*, geralmente relacionado à substituição física do meio circulante ou a denominação dos depósitos bancários em países emissores de moedas fracas que passam a utilizar-se o dólar norte-americano. O processo de “desdolarização” do passivo externo, é um caso especial que não reflete o processo de *currency internationalization*, mas sim uma superação do processo mais amplo de *currency substitution*, pois o dólar deixa de ser a principal moeda de denominação do passivo externo. A moeda

nacional, que internamente exerce as funções clássicas, passa a exercer, em um caso muito particular, as funções de reserva de valor e unidade de conta para investimentos de não residentes, o que permite evitar o processo de dolarização da economia, nesse caso, expressa no passivo externo.

Logo, a partir da hierarquização exposta em Cohen (1998, 2004), é possível argumentar que o processo de “desdolarização” do passivo externo pode influenciar a posição relativa da real frente as moedas emitidas por países emergentes ou periféricos. Argumenta-se que a capacidade do real de denominar ativos em posse de não residentes em um volume considerável pode ser interpretada como um estágio superior do uso doméstico da moeda, no limite entre as moedas sem uso internacional relevante e aquelas que ocupam o topo da Pirâmide Monetária. De forma que esse processo significaria o auge do uso doméstico da moeda nacional, ou seja, a mais diante de sofrer o processo de substituição interna, mas ainda sem ser uma moeda sem uso internacional relevante.

Com relação à *inconvertibilidade monetária*, Carneiro (2008) argumenta que “*diz-se que uma moeda é inconvertível se não possui aceitação no âmbito internacional ou, mais propriamente, quando não desempenha nesse plano nenhuma das funções clássicas da moeda: unidade de conta, meio de pagamento ou reserva de valor*” (pág. 539). Nesse ponto, é crucial o argumento de que o processo de “desdolarização” não configura como um uso da moeda no plano internacional, pois, caso contrário, equivaleria a questionar a *inconvertibilidade monetária* do real, ou pelo menos qualifica-la em outras bases. Mantendo a posição que esse processo não implica em internacionalização monetária *stricto sensu*, é possível afirmar que o real permanece sem desempenhar nenhuma das funções clássicas da moeda no plano internacional, o que equivale a dizer que o real permanece como uma *moeda inconvertível*, em consonância com a análise de De Conti, Prates & Plihon (2013 e 2014).

De acordo com Carneiro (2008), os ativos emitidos por países emergentes, independente da denominação monetária, seja em moeda doméstica ou estrangeira, seriam “*frágeis reservas de valor*”, de modo que a aplicação nesses ativos ocorreria em virtude de elevados rendimentos, sendo em essência investimentos especulativos. De Conti, Biancarelli & Rossi (2013), na intenção de discutir a dinâmica da taxa de câmbio em economias emissoras de moedas periféricas, destacam o papel de ativo financeiro especulativo dessas moedas, demandas em função de sua rentabilidade. Nas palavras dos autores, “*in the financial globalization, therefore, currencies are financial assets associated to the trade-off returns/risks, like commodities, bonds, securities etc.*” (pág. 3). Baseados na discussão de Keynes na *Teoria Geral* sobre um espectro de liquidez entre os ativos desenvolvido no capítulo 17, os autores constroem uma dupla escala de liquidez. Em primeiro lugar, em um eixo vertical, foram considerados os diferentes ativos financeiros, baseados nos agregados monetários, por grau de liquidez, de modo que a base fosse representada pela moeda, seguido pelo M2, M3 e assim por diante. Em um eixo horizontal, as moedas são ordenadas por grau de liquidez, a partir do uso internacional, sendo que na origem do eixo estaria o dólar, seguido pelo euro e demais moedas emitidas por países centrais, até chegar nas moedas periféricas. Logo, o grau de liquidez de um ativo no plano internacional seria depende de dois fatores, do próprio tipo de ativo (títulos do Tesouro, ações, títulos de dívida privados entre outros) e da moeda de denominação, respeitando os degraus da hierarquia de moedas como exposto anteriormente.

Segundo, De Conti, Prates & Plihon (2013), as moedas emitidas por países emergentes seriam demandadas como ativos financeiros em função de oportunidades de valorização. Nesse caso, a função reserva de valor não seria exercida por um ativo com as características de liquidez e segurança, mas refletiria uma escolha de portfólio com o intuito de valorização da riqueza. Os autores argumentam que essa demanda tende a ser *instável*, pois variaria em função da disponibilidade de financiamento internacional para países emergentes, e *transitória*, no sentido de que a riqueza no plano internacional, em última instância, é expressa em termos da divisa-chave, ou seja, o dólar. Em um trabalho posterior, De Conti, Prates & Plihon (2014) argumentam que a liquidez de uma moeda depende de capacidade de desempenhar as funções da moeda internacionalmente e influencia diretamente as condições de demanda por essa moeda e por ativos elas denominadas. Segundo os autores, os ativos denominados em moedas periféricas seriam demandados apenas em virtude de elevados rendimentos e ocorreria de *forma cíclica*, pois estaria fortemente relacionada aos períodos de elevada disponibilidade de financiamento externo. Em períodos de reversão dos fluxos de capitais haveria uma interrupção abrupta da demanda por essas moedas e por ativos nelas denominados, o que resultaria em uma desvalorização cambial e um

movimento de recomposição de portfólio na direção de ativos líquidos, ou na terminologia dos autores, de ativos que apresentam *liquidez perene*, em oposição as moedas periféricas que possuiriam uma *liquidez condicional*.

Parte desse processo é evidenciado no processo de “desdolarização” do passivo externo brasileiro. Em analogia a dicotomia exposta entre *liquidez condicional* e *perene*, argumenta-se que o real brasileiro, ou mais precisamente os ativos denominados nessa moeda, exercem, estritamente no contexto específico da denominação de passivos externos, a função de *reserva intermitente de valor* ou *reserva de valor em caráter transitório* para uma parcela dos investidores não residentes, atuando como instrumento temporário para a valorização da riqueza. Essa argumentação visa conciliar os elementos expostos em Carneiro (2008): como a “frágil reserva de valor” e o caráter especulativo do investimento; em Kaltenbrunner (2011): como a função de reserva de valor e ativo especulativo para uma moeda “internacionalizada” e a hierarquia pautada no prêmio de liquidez; mas a partir de uma visão cíclica, como proposta por De Conti, Prates & Plihon (2013 e 2014). Mesmo sem a internacionalização da moeda doméstica o real desempenha a função de reserva de valor e unidade de conta em âmbito privado para uma parcela de investidores não residentes, em *caráter transitório* ou de *forma intermitente*. Ainda que essa parcela seja no âmbito internacional desprezível, em comparação a massa de riqueza financeira global, em termos do passivo externo brasileiro é considerável.

6. Conclusão

O processo de “desdolarização” parcial do passivo externo brasileiro reflete, em primeiro lugar, uma mudança no padrão de financiamento de economias emergentes, proporcionado pleno avanço da globalização financeiro, que varia entre dívida externo denominada em moeda estrangeira para operações de *carry trade* envolvendo ativos denominados em moeda doméstica e investimentos diretos. O grau de “desdolarização” então passa a responder, de maneira significativa, a dinâmica dos mercados financeiros internacionais, representados pelos indicadores de risco no exercício econométrico. Por fim, essa mudança significa um avanço no processo de “desdolarização” da economia em sua possível última fronteira, o passivo externo. Tal movimento, contudo, não significa uma superação em absoluto da *inconvertibilidade monetária*, mas evidencia uma consolidação da moeda no plano doméstico.

7. Bibliografia

- AKYUZ, Y. “Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies” *Research Papers n° 60, South Centre, January*, 2015.
- ALLEN, M.; ROSENBERG, C.; KELLER, C. SETSER, B.; ROUBINI, N. “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis”, *IMF Working Papers*, 2002
- ANDRADE, R.; PRATES, D. Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem keynesiana. *Nova Economia*, v. 22, p. 235-257, 2012.
- BARBOSA, L.; MEURER, R. Investimento estrangeiro em carteira no Brasil: estudo empírico do comportamento do investidor de 1999 a 2012. *Revista Brasileira de Economia de Empresas*, v.14, p. 7-29, 2014.
- BIANCARELLI, A. “Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira”. *Desafios do Desenvolvimento Brasileiro*. Brasília: IPEA, 2011, v., p. 87-102.
- BIANCARELLI, A. *Uma Nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional*. Texto para Discussão – RedeD, 2012.
- BUENO, R. L. S. *Econometria de Séries Temporais*, 2ª edição. Cengage Learning, 2011.
- CALVO, G.; LEIDERMAN, L. & REINHART, C. Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, vol. 40, p. 123-139, 1993.
- CALVO, G.; LEIDERMAN, L. & REINHART, C. Inflows of capital to developing countries in the 1990's. *Journal of Economic Perspectives* – v. 10, n° 2, 123-139, 1996.

- CARNEIRO, R. "Globalização financeira e inserção periférica". *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.
- CARNEIRO, R. M.; Globalização e inconvertibilidade monetária. *Revista de Economia Política*, v. 28, p. 539-556, 2008.
- CHESNAIS, F. A Mundialização do Capital, São Paulo, Xamã, 1996.
- COHEN, B. *The Geography of Money*, London: Cornell University Press, 1998.
- COHEN, B. *The Future of Money*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2004.
- COHEN, B. "Currency and State Power," IN Martha Finnemore and Judith Goldstein (eds.), *Back to Basics: State Power in a Contemporary World* (Oxford University Press, 2013).
- CYSNE, R. P. Passivo Externo Líquido ou Dívida Externa Líquida. *Revista Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 62, p. 26 - 28, 2008.
- DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In: CINTRA, M. A. M; MARTINS, R. A. (orgs.). *As Transformações no Sistema Monetário Internacional*. Brasília: IPEA, p. 23- 84, 2013
- DE CONTI, B. M.; PLIHON, D.; PRATES, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, v. 23, p. 341-372, 2014.
- CONTI, B. ; BIANCARELLI, A. M. ; ROSSI, P. L. . Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian minskyan approach. In: Congrès de L'Association Française d'Économie Politique, 2013, Bordeaux. Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian minskyan approach, 2013. p. 1-2.
- EICHENGREEN, B., & HAUSMANN, R. (orgs.). *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005
- FEIJÓ, C. A.; RAMOS, R. L. O.; LIMA, F. C. G. de C.; FILHO, N. H. B.; PALIS, R. *Contabilidade Social: A nova referência das Contas Nacionais do Brasil*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2008.
- FERNANDES, M. P.; FREITAS, A. J. A questão da inconvertibilidade da Moeda: experiência recente do Estado brasileiro. In: V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2012.
- GOLDSTEIN, M.; TURNER, P. *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington DC: Institute for International Economics, 2004. Gonçalves (2012)
- GOMES, C.; LIBERATO, D.; LAUX, G.; AIDAR, O.; Uma análise da literatura do pecado original aplicada ao endividamento público e privado brasileiro. In: XXXV Encontro Nacional de Economia – ANPEC, 2007 Kaltenbrunner, 2011
- GONÇALVES, R. Ciclo econômico global e vulnerabilidade externa estrutural do Brasil. 2012 Disponível e <http://www.ie.ufrj.br/>
- KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. . Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, 2014.
- KALTENBRUNNER, A. Currency Internationalisation and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post Keynesian Analysis of Brazil', PhD dissertation, University of London, 2011.
- KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais, *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.
- KOEPKE, R. "What Drives Capital Flows to Emerging Markets: A Survey of the Empirical Literature," *IIF Working Paper*, Abril, Washington D.C., 2015. Krugman (1984)
- LARA, F. M. Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. *Indicadores Econômicos FEE (Online)*, v. 42, p. 9-22, 2014.
- LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp. Texto para a discussão nº 139. 2008

- MEURER, R. Emissão de títulos da dívida pública brasileira em reais no exterior: conceitos e características. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 18, p. 185-209, 2014
- NOIJE, P. V. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. *Revista de Economia Política*, 2014.
- OCAMPO, J.A. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana, *Revista de la Cepal*, n. 93, dezembro. 2007.
- PEREIRA, V. P.; CORREA, V. P. . Vulnerabilidade externa de países periféricos e o perfil da componente financeira do Balanço de Pagamento ? uma análise para o caso brasileiro entre 2000 e 2014. In: Anpec, 2015, Florianópolis. 43º Encontro Nacional de Economia, 2015.
- POWELL, A.; TAVELLA P. (2015). Capital Inflow Surges in Emerging Economies: How Worried Should Latin America and the Caribbean Be? *Economia*, 15(2):1–37.
- PRATES, D. M.; BALTAR, C.; SEQUETO, M. A inserção externa do Brasil no contexto da crise global. In: NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F.; BIASOTO Jr., G. (Org.). *A economia brasileira no contexto da crise global*. São Paulo: Edições Fundap, 2014, v., p. 79-122.
- REINHART, C.; REINHART, V. (2008). Capital flows bonanzas: an encompassing view of the past and present. *NBER Working Paper 14321*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- REY, H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 21162*, 2015
- RODRIGUES, T. P. F. Política monetária, inflação e setor externo: ensaios de macroeconomia aplicada (capítulo 4 – A composição do passivo externo brasileiro e o processo de ajuste externo). Tese (Doutorado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.
- ROSA, R. S.; Biancarelli, A. M. . Currency denomination and external vulnerability in developing economies: a new picture from Brazil. In: 19th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM): 'The Spectre of Stagnation? Europe in the World Economy', 2015, Berlim.
- SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. 3ª. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007. v. 1. 731p.

Anexo

Teste LM		
Lags	LM-Stat	Prob
1	34,3	10%
2	32,4	15%
3	19,6	77%
4	17,7	86%
5	24,2	51%
6	26,5	38%
7	19,7	76%
8	26,2	39%
9	32,3	15%
10	14,7	95%
11	25,0	46%
12	18,8	81%

