

# **DESREGULAMENTAÇÃO E ABERTURA FINANCEIRAS: REPERCUSSÕES SOBRE A AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA E AS CRISES CAMBIAIS**

Marcelo Dias Carcanholo\*

## **Resumo**

Este trabalho procura analisar os efeitos que a internacionalização financeira dos últimos tempos provocou na autonomia das políticas nacionais, e em que sentido ainda existe espaço para a atuação das mesmas no sentido de reduzir a fragilidade e a instabilidade financeiras dos países que aumentam seus graus de liberalização financeira externa, em especial aqueles em desenvolvimento, minimizando assim a probabilidade de crises cambiais e/ou financeiras. Nesse sentido, o trabalho se estrutura em três partes. Na primeira parte são analisadas as principais alterações do sistema financeiro internacional nas últimas décadas. Em seguida, procura-se entender de que forma a desregulamentação levou à exacerbação da concorrência interbancária e os efeitos disso sobre a capacidade de regulação das autoridades monetárias. Por último, observa-se de que forma o aumento do grau de liberalização financeira externa impacta na autonomia das políticas nacionais.

## **1- Abertura e Internacionalização Financeiras**

Pode-se entender a exacerbação da capacidade inovativa do sistema financeiro internacional como consequência da alteração da política econômica americana que levou a grandes oscilações nas taxas de juros e de câmbio. Antes disso, o sistema americano era caracterizado por uma forte regulamentação erigida durante a década de 30 para controlar as crises bancárias ocorridas nessa época.

A estrutura reguladora do sistema financeiro americano tinha como princípios a segmentação, isto é, a especialização das instituições por tipo de serviço, a transparência, e a supervisão das instituições financeiras pela autoridade central ou por instituições paralelas. Os principais regulamentos, definidos nos *Banking Acts* de 1933 e 1935, garantiam que os bancos não podiam negociar ações e seguros, os bancos comerciais não podiam pagar juros sobre depósitos a vista, estabeleciam um teto para as taxas de juros (estes dois últimos incluídos na *Regulation Q*), restrições para ampliação e criação de redes interestaduais, limitação da concessão de empréstimos, e a redução do grau de alavancagem. Essa regulamentação fornecia estabilidade ao sistema na medida em que produzia o casamento entre os perfis de ativos e passivos das instituições.

O processo de desregulamentação desse sistema, a partir do final da década de 60, teve como modificações mais relevantes a revogação da proibição dos bancos

comerciais pagarem juros sobre depósitos a vista, a autorização de criação de um mercado off-shore dentro dos EUA, e a permissão do lançamento de ADR's, ou títulos junto a investidores institucionais qualificados. Vale destacar também, como parte do processo de desregulamentação, e já como elemento da internacionalização financeira, o fato de filiais bancárias americanas na Europa começarem a emitir certificados de depósitos bancários.

Dentre as razões para esse processo de desregulamentação destacam-se a volatilidade da taxa de juros americana no período, a crise do endividamento que levou à queda da lucratividade do setor bancário, e a criação de novos produtos financeiros, provocada pela acirrada concorrência interbancária. Estes elementos nos permitem entender o processo de desregulamentação do sistema financeiro americano como uma resposta do mercado à regulamentação excessiva anterior.

Esse processo foi se ampliando por outros países, chegando, por exemplo, à Grã-Bretanha por intermédio do governo Thatcher, e ao Japão no início dos anos 80, preponderantemente por causa da pressão americana.

Além da desregulamentação, um outro processo importante que compõe as alterações do sistema financeiro internacional é o de desintermediação. Estritamente, o termo desintermediação significaria a abolição da intermediação, bancária ou não-bancária, nas operações de crédito. Tratar-se-ia de uma operação direta de crédito entre o aplicador e o tomador, que seria efetuada através da negociação de títulos ou ações (processo de securitização). Entretanto, o que se observa no desenvolvimento do sistema financeiro internacional é que as transações financeiras continuam tendo a participação dos intermediários. Mesmo assim, "...a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários"(Lima, 1997:34).

Como os principais títulos negociados nesses mercados referem-se à dívida pública de países avançados, principalmente os EUA, o crescimento dessas dívidas sustentou a elevação das operações internacionais com securities. Os EUA, por exemplo, que em 1993 possuíam uma dívida pública para títulos acima de 1 ano de US\$ 544.7 bilhões, teve uma taxa de crescimento dessa dívida, no período 80-93, de 311,4%. No mesmo período, Japão, Alemanha e Grã-Bretanha tiveram, respectivamente, crescimento de suas dívidas públicas de 649,2%, 743,48% e

150,14% (Lima, 1997:165).

A ampliação do processo de desregulamentação pelos países industrializados, e por todos os mercados emergentes, e a interpenetração dos vários mercados nacionais, propiciada pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais, levou à exacerbação do processo de internacionalização financeira, o que ficou conhecido como globalização financeira.

Chesnais (1999) prefere chamar este último aspecto das alterações do sistema financeiro internacional de mundialização financeira, definindo três etapas de seu processo. A primeira etapa, que compreende o período 60-79, é chamada pelo autor de internacionalização financeira direta. Os sistemas monetários e financeiros teriam iniciado essa etapa compartimentados e a internacionalização teria sido limitada, destacando-se o surgimento e o desenvolvimento do mercado de eurodólares. É nesse período que culmina a queda do sistema de Bretton Woods com o fim do padrão ouro-dólar e do sistema de taxas de câmbio fixas. Este último fato fez com que o mercado cambial, a partir de então extremamente volátil, fosse o primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea (Chesnais, 1999:25). Isto se deu através do surgimento do mercado de derivativos sobre moedas, com o objetivo de realizar cobertura cambial sobre a volatilidade das cotações, mecanismo que também se desenvolveu para as taxas de juros. É nesta primeira etapa também que ocorre a acelerada expansão internacional dos bancos americanos, fruto da desregulamentação naquele país.

A segunda etapa é a da desregulamentação e liberalização financeira, abrangendo o período 79-85. É iniciada com as medidas dos governos americano e britânico que originaram o atual sistema financeiro liberalizado. As principais características desta etapa são a liberalização, tanto para entrada como para saída, dos movimentos de capitais e a securitização das dívidas públicas. Como alterações institucionais, devem ser destacados os mercados financeiros e instituições não-bancárias como instituições dominantes, ao invés de ser unicamente os bancos, como na etapa anterior, e o crescimento da participação de fundos de pensão e fundos mútuos.

Tabela 1 - Principais instrumentos financeiros derivados:  
montante de principal virtual<sup>a</sup> – 1986/1993 (em US\$ bilhões)

Derivativo	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Futuros de tx. de juros	370	488	895	1201	1454	2157.1	2902.2	4960.4
Opções de tx. de juros	146	122	279	387	600	1072.6	1385.4	2362.4

Futuros de câmbio	10	14	12	16	16	17.8	24.5	29.8
Opções de câmbio	39	60	48	50	56	61.2	80.1	81.1
Futuros de índice acionário	15	18	28	42	70	77.3	80.7	119.2
Opções de índice acionário	3	23	38	66	88	137.4	167.6	286.4
Swaps de tx. de juros	400	683	1010	1539	2312	3065.1	3850.8	-
Outros derivativos <sup>b</sup>	100	183	316	884	1139	1614.3	1720.8	-
Total	1083	1591	2626	4185	5735	8202.8	10212.1	-

a – valor de referência sobre o qual se calculam os fluxos de pagamentos dos contratos.

b – outros tipos de swaps, caps, collars, floors e swaptions.

Fonte: Lima (1997: 148 e 160), com dados do IMF – International Capital Markets, aug/93.

A generalização da arbitragem e incorporação dos mercados emergentes formam a terceira etapa (86-95). Ela se caracterizou pela abertura e desregulamentação dos mercados de ações, pela incorporação dos mercados emergentes dentro da circulação internacional do capital e pelos choques financeiros e cambiais de maior intensidade. Nesta etapa é que ocorre também o surpreendente crescimento dos derivativos, conforme a tabela 1.

Os produtos financeiros derivados fazem parte das inovações financeiras criadas pelos mercados para atender a necessidades internas dos agentes do sistema, capitalização dos bancos por exemplo, e necessidades externas, como a cobertura da volatilidade de taxas de juros e de câmbio.

Dentre esses novos produtos, podem ser citados: as *Floating Rate Notes* (FRNs), que são *eurobonds* (títulos de longo prazo negociados nos euromercados) com taxas de juros flutuantes, definidas por um *spread* sobre a taxa do interbancário londrino (*Libor*); as *Note Issuance Facilities* (NIFs), que são “papéis de curto/médio prazos emitidos pelo próprio tomador mas com a subscrição do intermediário financeiro que se compromete a comprar a diferença (caso haja) entre o total emitido e o total colocado e/ou conceder um crédito equivalente a esta diferença”(Lima, 1997:69); e, os *commercial papers*, que começaram a ser emitidos largamente a partir de 1984 e, embora possuam características semelhantes às NIFs, eles não têm o compromisso de concessão de crédito especial, nem tampouco o intermediário subscreve as emissões.

Entretanto, os derivativos – contratos vinculados a títulos que podem ser negociados em mercados próprios – são novos produtos financeiros que ganharam maior destaque, não só por seu crescimento exponencial (tabela 1), mas porque eles alteraram profundamente a estrutura financeira e a interação entre os mercados. O

principal papel dos derivativos é funcionar como instrumento e técnicas de *hedging*, permitindo aos agentes alterarem as características de um ativo (moeda de denominação, tipo de taxa de juros, composição de riscos). Dentre os principais derivativos, destacam-se os financeiros futuros (futuros), que são contratos de compra/venda a preços e datas futuras estipuladas, os swaps, que são operações de balcão (não constituem um mercado organizado com padronização das operações e câmaras de compensação) constituídas de uma compra (venda) casada a uma venda (compra), de forma a trocar um risco pelo outro, e as opções, que são contratos em que o comprador obtém do vendedor a concessão do direito de exercer a opção (compra ou venda) em um determinado instante do tempo, não existindo a obrigatoriedade dela ser exercida.

Essas inovações financeiras têm como função a administração e/ou cobertura de riscos financeiros. Estes riscos podem ser de inadimplência (crédito), dado pela incapacidade do devedor em cumprir as obrigações, de mercado, definido pelo risco de perda de capital, seja por alterações cambiais (risco cambial) ou na taxa de juros, de liquidez (possibilidade de faltar recursos para saldar as transações), e pelo risco de liquidação, isto é, pelo descompasso temporal entre operações de crédito e débito.

O desenvolvimento dos novos produtos se deu como forma de cobrir os riscos. Entretanto, com eles, não ocorre a eliminação do risco total, mas a reestruturação dos riscos individuais (por agente) e a transferência para terceiros. Dessa forma, o próprio desenvolvimento dos mercados financeiros, ao criar formas (inovações) de proteção contra riscos, leva ao aumento da instabilidade financeira e, por isso, trata-se de uma instabilidade estrutural, e não meramente conjuntural.

## **2- Liberalização Financeira e Limitação da Autonomia das Políticas Nacionais**

Além de pressões políticas e institucionais para que os países implementassem os processos de desregulamentação e liberalização dos fluxos de capitais, várias justificativas teóricas e ideológicas são apresentadas para justificar as políticas de viés liberal.

A abertura externa à livre mobilidade de capitais é justificada por aquilo que se acredita sejam seus efeitos, como o aperfeiçoamento da intermediação financeira global entre poupadores e investidores, o que permitiria a canalização da poupança externa para os países com insuficiências de capital. Isso ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do

gasto interno de quem os sofresse. Uma outra justificativa apresentada é o aumento da eficiência do sistema financeiro internacional, dado pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes. A abertura externa também aumentaria a possibilidade de diversificação dos riscos por parte dos investidores domésticos e externos e, em consequência, da diversificação de posse de ativos. Por último, e o que é, no mínimo, curioso, a abertura ao livre movimento de capitais é justificada porque leva à perda de autonomia da política econômica para os países que a implementarem. Isso é tido, por essa perspectiva, como saudável, pois reduz o risco de políticas inadequadas.

A liberalização financeira externa tem como âmbitos gerais a liberalização de transações de entrada, de transações de saída, e a conversibilidade entre moedas. A primeira se relaciona com a liberdade para os residentes obterem empréstimos nos mercados externos, por razões alheias ao comércio de bens, e para os não-residentes conceder crédito nos mercados nacionais. A segunda seria traduzida na liberdade para os residentes transferirem capital e adquirirem ativos financeiros fora do país, e para os não-residentes emitirem passivos nos mercados locais. A conversibilidade entre moedas se define pela autorização de relações creditícias em moeda estrangeira (depósitos e empréstimos) entre residentes.

## 2.1- Desregulamentação financeira e estrutura de balanço dos bancos

O processo de desregulamentação financeira, iniciado nos EUA na década de 60, produziu um acirramento da concorrência bancária, obrigando os bancos a implementar inovações financeiras como forma de sustentar estratégias mais ousadas na composição de seus ativos, através de uma política mais agressiva na captação de recursos. As inovações financeiras e, em específico, os novos produtos financeiros se apresentam como novas formas que os bancos possuem para captar recursos, isto é, novas formas que os bancos têm de emitir obrigações contra si próprios, o que lhes permite fornecer crédito (novas formas de passivo), fora da regulação da autoridade monetária. Para entender como isso altera a autonomia e a capacidade de regulação da política monetária, utiliza-se aqui uma abordagem pós-keynesiana para a teoria da firma bancária.

Nessa abordagem, os bancos não são instituições passivas que fazem a mera intermediação entre agentes superavitários, ofertantes de poupança, e agentes deficitários, demandantes de investimentos, e que, portanto, não podem criar novos depósitos. Para essa abordagem, os bancos criam depósitos por valores recebidos, por um lado, e cancela depósitos em função de direitos exercidos contra ele próprio, por

outro. A criação de depósitos pode se dar pelo depósito de recursos pelo público no banco, sendo que este abre um depósito contra o valor recebido (criação passiva), ou pela criação de depósitos “derivativos”, a partir da ampliação dos seus empréstimos (criação ativa de moeda bancária). Dada esta capacidade de criação de crédito, independentemente de depósitos prévios, o banco assume um comportamento maximizador procurando conciliar maiores retornos com a sua preferência pela liquidez, proveniente da incerteza frente aos acontecimentos da dinâmica financeira.

Os bancos podem realizar um gerenciamento do lado do ativo, procurando a melhor composição do portfolio de aplicações. Isso define uma política de administração do ativo dos bancos, dado os seus passivos, onde a decisão do volume de depósitos é da própria firma bancária, embora sem a possibilidade de decisão na sua composição.

Tabela 2 – Estrutura de balanço de um banco (administração do ativo)

<b>ATIVOS</b>	<b>PASSIVO</b>
Letras de câmbio e call loans	Depósitos a vista
Investimentos financeiros	
Empréstimos a clientes	

A tabela 2 mostra a estrutura de balanço de um determinado banco hipotético. Nesta, o passivo é dado pelos depósitos a vista e o ativo por letras de câmbio e call loans (empréstimos a vista), caracterizados por uma pequena rentabilidade e alto grau de liquidez, pois são revendíveis no curto prazo sem perdas significativas, investimentos financeiros (títulos públicos ou privados) com rentabilidade e grau de liquidez médios, e adiantamentos a clientes (de mais longo prazo e não-comercializáveis), que têm pouca liquidez e alta rentabilidade. Sendo assim, o retorno do ativo aumenta das letras de câmbio e call loans para os empréstimos a clientes, ao mesmo tempo em que se reduz a liquidez do ativo. O risco de iliquidez é compensado pelo retorno do ativo. Em equilíbrio, todos os ativos devem render a mesma taxa própria de juros, que é composta pelos rendimentos esperados do ativo, pelo seu grau (prêmio) de liquidez, por sua valorização esperada, e pelo seu custo de manutenção. O critério de administração do ativo, que é dado pela conciliação da dicotomia lucratividade-preferência pela liquidez, depende do estado de confiança dos bancos frente aos acontecimentos. Uma maior incerteza implica em uma maior preferência pela liquidez e, portanto, na priorização de ativos com maior liquidez e menor retorno na composição do portfolio. Caso contrário, uma menor incerteza, implica em

posturas mais agressivas dos bancos na sua estrutura de balanço.

Essa versão de administração do ativo permite observar como se distribuem os recursos dentre os ativos, conforme a escolha de balanços (lucratividade X preferência pela liquidez), mas não o volume de recursos e, portanto, o volume de depósitos a vista que é criado. Apesar dessa limitação, a escolha de balanço pelo enfoque da administração do ativo tem uma implicação importante. As letras de câmbio, call loans e os investimentos financeiros pertencem à circulação financeira, enquanto que os empréstimos a clientes dizem respeito à circulação industrial. Dessa forma, ao observar a distribuição das aplicações entre os dois tipos de circulação, é possível perceber os impactos sobre o lado real da economia (produto, renda e emprego) da criação de crédito.

Minsky (1986), por outro lado, observou que os bancos operavam administrando seus portfólios de aplicações (ativos), antes dos anos 60, mas, a partir dali, com o amplo processo de desregulamentação financeira, eles procuraram alterar suas estruturas de obrigações (passivos) e aumentaram seus graus de alavancagem (patrimônio líquido/total do ativo). A administração do passivo se define pela diversificação deste através da criação de novos produtos e instrumentos financeiros, que permitam aos bancos captar recursos além dos depósitos a vista, como pode ser visto na tabela 3.

Tabela 3 – Estrutura de balanço de um banco (administração do passivo)

ATIVOS	PASSIVOS
Letras de câmbio e call loans	Depósitos a vista
Investimentos financeiros	Depósitos a prazo
Empréstimos a clientes	Emissão de papéis

A administração do passivo é feita segundo o critério de que quanto mais fixo for o compromisso, menor será o risco de que as obrigações bancárias sejam cobradas, além de se levar em conta o custo dessas obrigações, que é dado pela taxa de juros pagas pelos bancos sobre seus passivos. Esta escolha dos bancos define o componente endógeno da oferta de moeda da economia, uma vez que os depósitos a vista constituem o passivo monetário, e os depósitos a prazo e os papéis emitidos (*commercial papers*, por exemplo) definem o passivo não-monetário dos bancos. Por conseguinte, a determinação pelos bancos da composição de seus passivos altera o montante de liquidez criado na economia.

Além do maior spread entre a taxa de aplicação e a taxa de captação, os



bancos ainda podem aumentar sua lucratividade elevando a relação entre o total do ativo e o capital próprio do banco, isto é, o grau de alavancagem, por intermédio das novas formas de tomar fundos emprestados, as inovações financeiras. Essa necessidade de inovar na captação dos recursos é dada pela extrema concorrência interbancária produzida pela desregulamentação financeira.

As inovações financeiras influem tanto sobre o montante quanto sobre o perfil dos recursos captados, o que permite aos bancos contornar as restrições/regulações impostas pelas autoridades monetárias sobre as reservas bancárias. O controle que a autoridade monetária passa a ter, portanto, é indireto sobre o volume (reservas compulsórias) e sobre o preço do crédito bancário (taxas de juros), pois depende das respostas e da criatividade do sistema bancário. A política monetária perde, assim, capacidade de atuação/regulação na economia com o processo de desregulamentação. Vale salientar ainda que a liberalização financeira externa permite aos bancos tanto emitir obrigações em moeda estrangeira como fornecer crédito em moeda estrangeira, fazendo com que a escolha de balanços seja influenciada pelas alterações cambiais, mas também, e o que é mais importante, suas posturas financeiras influenciem o preço relativo entre a moeda doméstica e a estrangeira.

Desta maneira, dado o comportamento maximizador dos bancos, incentivado pelo aumento da concorrência interbancária, o que lhes obriga a tomar posturas mais agressivas na escolha de seus balanços, através das inovações financeiras, a desregulamentação e a liberalização financeiras reduzem a capacidade que as autoridades monetárias têm para controlar a liquidez na economia. As inovações e a internacionalização reduziram a operacionalidade de alguns instrumentos de controle monetário, como as reservas compulsórias e as taxas de redesconto. Restou às autoridades monetárias a utilização de títulos públicos como instrumento de controle de liquidez dos mercados monetários (Miranda, 1997: 262). Entretanto, estes títulos públicos ainda sofrem a concorrência dos novos instrumentos de curto prazo, os títulos privados, e “...contas de capitais liberalizadas implicam restrições à fixação dos juros com o objetivo de administrar a liquidez interna. A demanda por liquidez é atendida também por instituições financeiras do exterior ou por instituições domésticas que operam em mercados offshore”(Miranda, 1997: 265).

## 2.2- Abertura externa e política econômica

Os processos de desregulamentação financeira e de liberalização dos fluxos de capital fazem com que as políticas de juros tenham que responder de imediato às

alterações nas taxas de juros de longo prazo e, principalmente, nas taxas de câmbio. Isso ocorre porque esses processos criam uma interface entre os mercados (monetário, cambial e de títulos) e os bancos centrais, de forma que as oscilações nas taxas de juros de longo prazo e nas taxas de câmbio, decorrentes de modificações nas expectativas dos agentes quanto à vulnerabilidade externa das economias, torna a política econômica de uma nação dependente da dinâmica financeira dos capitais internacionais e das políticas econômicas das outras nações, principalmente das centrais.

Se em outras épocas os movimentos de capitais regulavam os desequilíbrios comerciais e em conta corrente dos países, a desregulamentação financeira e a liberalização externa proporcionaram ao movimento de capitais internacionais a possibilidade – que acaba se transformando em necessidade – de circularem entre os países, independentemente dos seus motivos originais. Esse movimento especulativo faz com que a entrada ou saída de capitais externos dependa do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais, da variação esperada nos preços dos ativos financeiros, e da (des)valorização esperada das moedas. O que ocorre é que a própria movimentação de capitais, frente a alterações nas expectativas de ganhos de curto prazo (ligados ao risco e incerteza das operações), tende a gerar flutuações extremas nas próprias taxas de câmbio e/ou nos preços dos ativos financeiros. Assim, aquilo que era esperado que ocorresse, termina se verificando pelas próprias transações movidas pelas modificações de expectativas. A circulação dos capitais ganha um caráter predominantemente especulativo e as políticas nacionais perdem autonomia, na medida em que a circulação de capitais depende dos ganhos de curto prazo e, em consequência, coloca limites no manejo das taxas de juros domésticas, gerando flutuações extremas nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos financeiros. Tudo isso graças aos decantados processos de desregulamentação financeira e liberalização externa.

Se isso vale de forma geral, é ainda mais pronunciado para os países periféricos altamente endividados e que foram forçados a implementar políticas de estabilização sustentadas em regimes de câmbio fixo ou quase-fixo; países que se vêem recorrentemente com problemas de financiamento externo, o que define uma restrição externa ao crescimento. Foram os casos, por exemplo, do Chile pós-golpe militar de 1973, do México após a crise da moratória em 1982, e do Brasil do Plano Real. Para esses países, a liberalização financeira externa, em conjunto com políticas

de estabilização com âncora cambial, resultou em sobrevalorizações do câmbio real que, por sua vez, redundaram em recorrentes déficits em transações correntes, provocando problemas de credibilidade e liquidez. Estes só poderiam ser enfrentados pelo aumento da atratividade para os capitais externos, mediante a elevação das taxas de juros domésticas, o que, em um segundo momento, agrava os problemas de vulnerabilidade externa.

Os problemas de financiamento externo costumam ser tratados como mera captação de poupança externa. Entretanto, conforme já advertia Kalecki (1987), as formas assumidas por esse capital externo são de suma importância para definir a dinâmica dessa restrição externa.

As subvenções ou doações, por exemplo, constituem a melhor forma de ajuda externa do ponto de vista econômico, mas geralmente trazem consigo ingerência política, o que por definição é uma limitação na autonomia de política nacional. Por outro lado, os créditos costumam ser divididos em empréstimos de curto prazo e os de longo prazo, e estes últimos avaliados como de melhor qualidade. Não esquecendo da fronteira extremamente arbitrária na discriminação entre os dois tipos de capital, principalmente com o desenvolvimento dos produtos derivativos e dos mercados secundários, existem duas questões importantes a serem observadas. Em primeiro lugar, esses créditos envolvem o custo do serviço da dívida, que depende do período de carência, prazo de pagamento e das taxas de juros. Em países com problemas de vulnerabilidade externa e, portanto, de credibilidade, os refinanciamentos das dívidas externas são feitos geralmente com menores prazos de pagamento e com maiores taxas de juros. Em segundo lugar, as formas de pagamento podem ser em moeda forte (convertível), que depende do desempenho comercial do país em questão, em moeda local (não-convertível), ou em bens. Normalmente, a forma que predomina é a primeira, o que, em situações de sobrevalorização cambial, compromete sobremaneira o pagamento.

Por último, o investimento direto estrangeiro (IDE) é apresentado como o melhor tipo de capital externo, não só porque se trata de investimento de longo prazo, mas também porque implicaria em acréscimo de capacidade produtiva das economias. Apesar do discurso oficial, constata-se que o IDE é feito geralmente para aquisição de estatais, nos amplos programas de privatização dos países periféricos, e em processos de fusões e aquisições. Tanto um quanto o outro, em si, não representam acréscimo algum de capacidade produtiva, apenas transferência patrimonial. Além disso, as

inovações financeiras – principalmente mecanismos de *hedging* – também contribuíram para eliminar o caráter de longo prazo deste investimento e, apesar do IDE não se traduzir em fluxos (saídas) de juros, é aplicado na expectativa de obtenção de lucros e, principalmente, na possibilidade de sua repatriação.

Sendo assim, a exaltação do capital externo como a solução para os problemas do financiamento externo omite o fato de que esse capital costuma transferir esses problemas para o futuro, em maiores proporções.

Ressalte-se que a perda de autonomia das políticas nacionais, embora seja uma consequência da internacionalização financeira, também está ligada a uma opção nacional. Esta se define pela implementação de políticas de estabilização econômica, baseadas na liberalização dos mercados, seja pelo estabelecimento de metas monetárias, o que eleva a volatilidade nos mercados monetários e cambial (Kregel, 1996:43), seja pelo estabelecimento de câmbios (quase) fixos, que engessam a política monetária e restringem a política fiscal. Além do mais, os países receptores de capitais dispõem de certo espaço para definir suas políticas nacionais com relação ao grau de abertura externa.

De fato, “...conquanto não objetivem fixar suas taxas de câmbio, os bancos centrais permanecem donos de seus próprios mercados monetários. Só que a escolha da melhor forma de exercício deste poder torna-se mais completa em um ambiente de mudanças estruturais”(Goodhart, 1995:36). Entretanto, a adoção de regimes de taxas de câmbio flutuantes acentuam a volatilidade das mesmas, pois estas terminam oscilando em função da livre movimentação dos capitais. Uma forma de controlar essa volatilidade é através do manejo do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais. Contudo, altas taxas de juros domésticas podem reforçar a especulação ao invés de combatê-la, uma vez que os desequilíbrios internos decorrentes (crescimento do desemprego, queda do crescimento e superendividamento público) podem levar à fuga de capitais (Goodhart, 1995).

Em suma, o que se observa é que a autonomia de políticas nacionais depende da escolha do regime cambial implementado em um contexto de internacionalização financeira mas, está muito mais ligada ao grau de abertura externa desejado e adotado pelas economias e, principalmente, por aquelas que sofrem problemas de vulnerabilidade externa.

### **3- Concepções Teóricas sobre as Crises Cambiais e as Propostas de Política**

Os processos de desregulamentação e liberalização financeiras, em economias periféricas, tendem a produzir regimes de baixas taxas de crescimento e levam ao aumento da fragilidade e da instabilidade financeiras, o que eleva a probabilidade de ocorrência de crises financeiras e/ou cambiais. É dentro das explicações teóricas para as crises cambiais que aparecem as propostas de políticas para esses países, ainda que essas políticas tenham suas autonomias reduzidas com a internacionalização financeira.

### 3.1- A visão ortodoxa

A explicação ortodoxa pode ser dividida em três fases. Na primeira, pregava-se uma liberalização radical e um tratamento de choque. O diagnóstico era o de que a repressão financeira gerava distorções na alocação dos recursos financeiros, o que levava a altas taxas de juros (Shaw, 1973). Após o fiasco dessas políticas no cone sul, na década de 70, a argumentação ortodoxa foi modificada.

A segunda fase se caracteriza por um argumento de abertura sequencial (McKinnon, 1991). Segundo ele a simultaneidade do processo poderia levar a um superendividamento externo e à valorização cambial, uma vez que, com a repressão financeira, as taxas de juros domésticas seriam superiores às internacionais, o que levaria a uma forte entrada de capitais. Assim, a seqüência ótima de abertura externa deveria ser iniciada por uma reforma fiscal que reduzisse a rigidez das taxas de juros, isto é, reduzisse a necessidade de rolagem da dívida pública, seguida da desregulamentação financeira doméstica, completando a desrepressão financeira interna. Posteriormente, deveria ser unificado o mercado cambial para acabar com as discriminações contra exportadores e/ou importadores potenciais. Só após isso, é que a liberalização financeira externa poderia ser completada com a abertura comercial e, por último, a abertura financeira externa. Todas essas reformas deveriam, evidentemente, ser precedidas de uma estabilização macroeconômica que garantisse a credibilidade necessária para atrair o capital externo. As crises financeiras e cambiais da década de 90 obrigaram o pensamento ortodoxo a reformular-se mais uma vez.

A terceira e atual fase reconhece que a seqüência das reformas é insuficiente e pode levar a instabilidades financeiras e crises cambiais. Entretanto, estas duas últimas se devem à presença de informações assimétricas nos mercados financeiros, e não à liberalização em si. A existência de informações assimétricas, em um processo de abertura financeira, geraria problemas de racionamento de crédito, seleção adversa,

segundo o qual os investimentos com menores chances de sucesso “expulsam” do mercado aqueles com maiores chances, risco moral, em que a existência de emprestadores de última instância faz com que as instituições em dificuldades tomem empréstimos para investir em operações mais arriscadas, e comportamentos de manada, onde os agentes seguem quem pretensamente possui informação privilegiada, o que pode redundar em tendências auto-referendadas.

Nesse contexto, as políticas apregoadas seriam a estabilização macroeconômica e a liberalização externa seqüencial, acompanhadas de uma intervenção estatal corretiva, composta por uma supervisão preventiva, regulação e por um comportamento mais cuidadoso do prestador de última instância.

Resta saber quando a realidade do comportamento dos mercados obrigará a concepção ortodoxa a uma nova revisão de seus argumentos.

### 3.2- Visão crítico-conjuntural

Esta abordagem constata como fatores comuns às crises cambiais a abertura comercial e financeira, a apreciação real do câmbio, os déficits externos e as altas taxas de juros (Dornbusch et al., 1995). O argumento é o de que a estabilização macroeconômica proposta consegue reduzir as taxas de inflação mas, se estas superarem as taxas de desvalorização nominal, em regimes de câmbio quase-fixos, ocorrerá uma apreciação real do câmbio, provocando problemas no balanço de pagamentos, redução da credibilidade externa e crises cambiais.

A constatação dos problemas de restrição externa leva esta abordagem a propor o aumento no ritmo das desvalorizações nominais. Dessa maneira, taxas de desvalorização nominal superiores às da inflação remanescente proporcionarão a depreciação real do câmbio, melhorando as contas externas e, em consequência, a credibilidade do país. O argumento oficial de que essa política seria inócua, pois o aumento nas desvalorizações seria contrabalançado por seus conseqüentes impactos inflacionários, não é válido. Isto porque esses regimes tendem a produzir baixas taxas de crescimento e, por isso, grande capacidade ociosa (alto desemprego). Sendo assim, haveria espaço para as desvalorizações que, antes dos impactos inflacionários, poderiam aumentar o grau de utilização da capacidade produtiva (reduzir o desemprego) e melhorar as contas externas.

### 3.3- Hipótese da fragilidade financeira

A hipótese da fragilidade financeira pode ser desdobrada em duas. A primeira é a da fragilidade financeira interna. Kregel (-), a partir da idéia original de Minsky

(1986), procurou aplicar a hipótese para a crise asiática. A fragilidade financeira de uma economia cresceria na medida em que os agentes tomassem posturas financeiras cada vez mais especulativas e, os bancos centrais não fornecessem a liquidez necessária para saldar as operações, o que elevaria as taxas de juros, reduzindo a demanda agregada e aumentando o custo financeiro, isto é, potencializando a fragilidade financeira inicial, e produzindo o que Minsky chamou de deflação de débitos. Em adição a isso, se for permitido às firmas tomar empréstimos em moeda estrangeira, qualquer desvalorização cambial também eleva a fragilidade financeira da economia. Essa situação produz uma armadilha financeiro-cambial. Se a autoridade monetária funciona como emprestador de última instância e reduz as taxas de juros, ocorrerá uma saída de capitais, provocando a desvalorização cambial e o conseqüente crescimento da fragilidade financeira. Por outro lado, se as taxas de juros forem elevadas, para garantir a estabilidade cambial, produz-se também o acréscimo da fragilidade, só que agora pelo decréscimo da demanda agregada e pelo alto custo financeiro. Para combater essa situação, as propostas de política seriam a atuação do banco central como provedor de liquidez quando necessário e o estabelecimento de restrições ao endividamento em moeda estrangeira.

Por outro lado, observando-se o grau de vulnerabilidade de uma economia como um todo frente às mudanças nas condições de financiamento externo, oriundas de alterações nas taxas de juros internacionais e/ou nas taxas de câmbio, tem-se a hipótese da fragilidade financeira externa. Segundo essa perspectiva, as crises cambiais seriam provocadas pela reversão das expectativas (da credibilidade) em função do aumento da vulnerabilidade externa da economia. Esta última seria sinalizada pela valorização cambial e pelos crescentes déficits externo e público (Gonçalves 1999). Até aqui a explicação não segue muito além daquela proposta pela visão crítico-conjuntural. Contudo, esta última se limita a constatar a sobrevalorização cambial e, portanto, sua proposta de política resume-se a corrigir este desajuste conjuntural. Já a hipótese da fragilidade externa percebe a crônica vulnerabilidade das economias como fruto dos processos de liberalização cambial, financeira e comercial, sendo portanto estas as causas básicas das crises cambiais.

O que se propõe a partir daqui é, além das políticas contidas na hipótese de fragilidade financeira interna, a libertação da armadilha cambial, imposta por regimes de câmbio fixo (ou quase-fixo), para fornecer autonomia para a política monetária e, principalmente, a implementação de formas de controle cambial, de forma a restringir

a liberalização da conta de capital.

#### **4- Notas Conclusivas**

As modificações no sistema financeiro internacional nas últimas décadas – desregulamentação, desintermediação (processo de securitização) e globalização (mundialização) – alteraram a dinâmica de funcionamento dos mercados financeiros, eliminando a segmentação dos mercados locais, aumentando a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e integrando mundialmente os mercados nacionais. Isso levou à perda de autonomia das políticas nacionais para conseguir concretizar seus objetivos internos, seja pela capacidade das instituições financeiras de criar novos produtos, fugindo da regulação e supervisão, seja pela possibilidade de residentes adquirirem ativos e passivos em moeda estrangeira, e não-residentes em acessar os mercados locais.

Essa situação é mais complicada ainda para países que dependem de financiamento externo para saldar seus desequilíbrios no balanço de pagamentos. Para estes, além do anterior, coloca-se a dependência excessiva dos capitais externos e de sua lógica especulativa, o que define uma situação de excessiva vulnerabilidade externa e um regime de restrição ao crescimento e desenvolvimento.

Apesar dos processos de desregulamentação e liberalização financeiras levarem à exacerbação dessa vulnerabilidade externa, e da perda de autonomia das políticas nacionais, ainda existe espaço para a atuação da política econômica e para uma opção nacional. Para isso, é necessário escapar da armadilha cambial imposta por programas de estabilização com âncoras no câmbio, com o propósito de libertar-se da trilogia impossível, implementar formas de controle cambial, seja no volume de capital, tipo do mesmo, ou no tempo de permanência, restringindo a liberalização da conta de capital, e reduzir o grau de liberalização financeira externa.

#### **Referências Bibliográficas**

Akyüz, Y.(1991a) Inestabilidad y Incertidumbre en los Mercados Financieros

Internacionales. Boletín del CEMLA, vol. XXXVII, n.6, nov/dez.

Akyüz, Y.(1991b) Comercio y Finanzas: disyuntivas del ajuste estructural.

Pensamiento Iberoamericano (20).

Canuto, O. & Laplane, M.(1995) Especulação e Instabilidade na Globalização

Financeira. Economia e Sociedade, Campinas , (5), dezembro.



- Carvalho, F.C. (1998) On Bank's Liquidity Preference. International JPKE Workshop, 5. Proceedings. Knoxville, University of Tennessee.
- Chesnais, F.(1999) Introdução Geral. In: Chesnais, F. (Org.) A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos. Ed. Xamã, São Paulo.
- Coutinho, L.G. & Belluzzo, L.G.M.(1996) Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas. Economia e Sociedade, Campinas, (7), dezembro.
- Demirgüç-Kunt, A. & Detragiache, E. (1998) Financial Liberalization and Financial Fragility. IMF Working Paper 93/83.
- Dornbusch, R., Goldfajn, I. & Valdés, R.O.(1995) Currency Crises and Collapses. Brooking Papers on Economic Activity, n.2, Brookings Institution, Washington D.C.
- Dow, S. (1993) Money and Economic Process. Edward Elgar, London.
- Eichengreen, B., Mussa, M., Dell' Ariccia, G., Detragiache, E., Milesi-Ferretti, G.M. & Tweedie, A (1999) Liberalizing Capital Movements: some analytical issues. IMF, Economic Issues n. 17.
- Gonçalves, R.(1999) Maxidesvalorização, Vulnerabilidade Externa e a Crise Brasileira. Indicadores Econômicos FEE, vol.27, n.1, junho.
- Goodhart, C.E.(1995) Dinâmicas Financeiras Privadas e o Desafio às Políticas dos Bancos Centrais. Economia e Sociedade, Campinas, (4), junho.
- Kalecki, M. (1987) Formas de Ajuda Externa. In: Economias em Desenvolvimento. Ed. Vértice.
- Keynes, J.M.(1971) A Treatise on Money. London, Mcmillan, vol. 1 e 2.
- Kregel, J.A(1996) Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia das Políticas Nacionais. Economia e Sociedade, Campinas, (7), dezembro.
- Kregel, J.A(-) Yes, "It" did Happen Again: a Minsky crisis happened in Asia. Mimeo.
- Lima, M.L.L.M.P.(1997) Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina. Ed. Bienal, São Paulo.
- Mckinnon, R. (1991) The Order of Economic Liberalization: financial control in the transition to a market economy. John Hopkins University Press, Baltimore.
- Minsky, H.(1986) Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press.
- Minsky, H.(1994) Integração Financeira e Política Monetária. Economia e Sociedade, Campinas, (3), dezembro.

- Miranda, J.C. (1997) Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica. In: Tavares, M.C. & Fiori, J.L. (Orgs.) Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Ed. Vozes, Petrópolis, Rio de Janeiro.
- Paula, L.F.R.(1999) Dinâmica da Firma Bancária: uma abordagem não-convencional. Revista Brasileira de Economia, 53 (3), jul/set.
- Plihon, D. (1999) Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: a responsabilidade das políticas liberais (um ponto de vista keynesiano). In: Chesnais, F. (Org.) A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos. Ed. Xamã, São Paulo.
- Shaw, E. (1973) Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, N.Y.
- Stiglitz, J.E. (1999) More Instruments and Broader Goals: moving toward the post-Washington Consensus. Revista de Economia Política, vol.19, n.1 (73), jan/mar.
- Tavares, M.C. & Melin, L.E.(1997) Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: Tavares, M.C. & Fiori, J.L. (Orgs.) Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Ed. Vozes, Petrópolis, Rio de Janeiro.