

# ALGUMAS QUESTÕES DE ECONOMIA INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEA

---

José Carlos Miranda\*

A teoria macroeconômica tem passado, nas últimas décadas, por ampla revisão, cobrindo tanto aspectos metodológicos e teóricos quanto empíricos e de política econômica. Nos anos 70, a crise do keynesianismo norte-americano abriu caminho à emergência de uma nova ortodoxia — economia novo-clássica —, que buscou fundamentos mais rigorosos para a macroeconomia, retomando a metodologia neoclássica de equilíbrio geral e criando a figura do agente racional. Na década seguinte, as lacunas deixadas pela nova ortodoxia originaram agendas de pesquisa alternativas no próprio campo novo-clássico e, também, no âmbito da tradição keynesiana.

A revisitação de Keynes condicionou, *grosso modo*, duas linhas de trabalho bastante diferenciadas. Alguns economistas passaram a procurar microfundamentos mais sólidos para o modelo IS-LM no intuito de demonstrar a viabilidade do equilíbrio com desemprego (involuntário) e a factibilidade de políticas de demanda. Outros objetivaram aprofundar a descrição, a explicação e a previsão de macroagregados cujas trajetórias dependem crucialmente das expectativas dos agentes econômicos acerca do comportamento futuro das variáveis por eles julgadas relevantes.

No campo keynesiano, o grande demarcador de fronteiras entre os dois grupos é a própria concepção do objetivo da análise econômica. Para o *mainstream*, a teoria econômica é, cada vez mais, concebida como uma estratégia de construção de modelos. Para os economistas "não-*mainstream*", a natureza da análise econômica está na organização e na ordenação do

---

\* Professor do Instituto de Economia e Diretor do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (CERI) da UNICAMP.

raciocínio sobre problemas concretos. A economia é um método para refletir sobre o real. As demais diferenças analíticas e conclusivas dos diversos enfoques derivam de concepções e de hipóteses específicas sobre estabilidade ou instabilidade estrutural, equilíbrio ou desequilíbrio sistêmico, formação de preços e de expectativas, natureza e grau de informação dos mercados, interação micro-macro e sobre o papel do setor externo na determinação do comportamento das variáveis reais e nominais.

A agenda "não-mainstream" pressupõe que a liberalização dos movimentos de capital e a elevada integração do comércio mundial tomam impossível analisar as dinâmicas nacionais a partir de modelos de economia fechada em que a moeda é neutra ou simples "véu". Trabalhar com economias monetárias abertas requer, antes de tudo, esclarecer o conceito de moeda utilizado, definir suas funções relevantes, postular as relações possíveis entre regras monetárias e comportamentos dos mercados de ativos e explicar os critérios de determinação de paridades entre moedas. Exige, por fim, enunciar as hipóteses subjacentes à determinação do valor relativo das moedas, dos ativos e dos bens e examinar seus reflexos sobre os balanços de pagamentos nacionais.

Embora respostas satisfatórias a tais questões demandem discussões aprofundadas sobre metodologias de equilíbrio e de desequilíbrio, sobre a natureza e as funções da moeda e dos ativos em economias monetárias e sobre a metodologia cognitiva adotada pelos agentes econômicos relevantes, gostaríamos de centrar estes comentários em algumas questões relativas à conceituação de regimes monetário-cambiais e à determinação das taxas de câmbio, pois estas constituem pontos cruciais ao entendimento da realidade econômica contemporânea.

## **1 - Moeda e regime cambial**

Se a natureza do raciocínio econômico é dotar-nos de um método para pensar problemas concretos, a análise de economias monetárias coloca-nos, de início, algumas indagações a respeito da moeda (nacional e internacional) e de seu papel em modelos abertos. A conceituação de moeda e as hipóteses

relativas à provisão de liquidez ao sistema econômico (regime monetário) são inseparáveis da definição de regime cambial.

Genericamente, os modelos convencionais de economia aberta com câmbio fixo pressupõem a existência de uma moeda-mercadoria única,<sup>1</sup> que é meio de pagamento nacional e internacional, sendo a unidade de conta definida pelo preço de mercado de um peso dado do metal-moeda. Não existe nenhuma outra forma de liquidez além da moeda-mercadoria para efetuar as transações domésticas e internacionais.

Tais hipóteses definem um conjunto de regras lógicas que asseguram um ajuste rigoroso e automático entre as economias nacionais. A fixidez absoluta do câmbio e a unicidade do meio de pagamento (ajuste de posições credoras e devedoras) implicam que quaisquer desequilíbrios de pagamentos provoquem um fluxo de reservas em direção aos países superavitários. Dessa forma, a oferta de moeda nacional ficaria submetida aos movimentos internacionais de liquidez, e o ajuste dos desequilíbrios de balanços de pagamentos seria realizado pela redistribuição do estoque internacional de metal. Tal ajuste seria reforçado por mudanças de preços em caso de pleno emprego, ou de quantidades quando houvesse subemprego de fatores. Esses processos restabeleceriam o equilíbrio dos balanços de pagamentos e fariam cessar os movimentos internacionais de moeda-metálica. Conseqüentemente, a longo prazo as economias nacionais e, portanto, o sistema monetário internacional estariam em posições de equilíbrio, onde os preços nacionais seriam iguais ao nível geral de preços internacionais, determinado pela teoria quantitativa de moeda.

No caso de flexibilidade cambial, esta substituiria a necessidade de financiar, por meio de reservas, desequilíbrios nos pagamentos internacionais. E tudo passaria a depender dos ajustes que se processassem nos mercados cambiais para adaptar a oferta à demanda por divisas e manter permanente equilíbrio dos balanços de pagamentos nacionais. Os bancos centrais abster-se-iam de usar a taxa de câmbio como instrumento ou *target* de política

---

<sup>1</sup> Ou de moedas fiduciárias plenamente lastreadas, conversíveis e perfeitamente substituíveis entre si.

econômica. A política monetária deveria privar-se de qualquer ação discricionária sobre a taxa de juros e, por essa via, influenciar o curso do câmbio. E os países deveriam seguir regras monetárias quantitativas internas compatíveis com a manutenção de uma taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo (dada pela paridade de poder de compra).

A principal limitação dessa postura teórica é que não responde às reais condições que permitem definir ou postular as relações entre economias nacionais no âmbito de um sistema (ou não-sistema) monetário internacional. Em tal contexto, existe uma hierarquia de moedas que determina condições, potencialidades e graus de liberdade diferenciados para as economias nacionais. Se é assim, a primeira questão a ser enfrentada é a de como captar teoricamente a existência (ou não) de uma moeda que se distinga entre seus pares nacionais para exercer as funções de unidade de conta e de reserva de valor (ou de denominação de contratos) no cenário mundial; e averiguar as conseqüências, tanto para o sistema monetário internacional quanto para os ajustes das economias nacionais, da existência ou da inexistência dessa moeda-chave em termos da mobilidade dos capitais, do comportamento dos mercados monetário, cambial e financeiro e da autonomia relativa da gestão macroeconômica doméstica.

Moeda internacional é aquela divisa cuja emissão é lastreada por um conjunto de instituições e de regras capazes de legitimar a denominação monetária das principais operações financeiras e comerciais e, por isso, capaz de infundir confiança na manutenção dos contratos presentes e de permitir contratos futuros entre agentes. Portanto, trata-se de uma moeda que estabelece relações hierárquicas entre regras monetárias e comportamentos financeiros e entre as diversas moedas operando no mercado, administrando, assim, a liquidez e o risco sistêmicos.

A análise de "economias abertas" deve esclarecer como as funções monetárias internacionais se expressam nas estruturas e nos comportamentos do sistema financeiro; se e como o(s) país(es) emissor(es) da(s) moeda(s) internacional(is) regula(m) a liquidez sistêmica e consegue(m) manter a confiança dos agentes econômicos relevantes; e quais são as modalidades de ajuste dos diferentes países às restrições do nível de liquidez internacional decorrentes das regras de emissão da moeda internacional e do uso desta para denominação de contratos. Deve, também, discutir as condições que

inviabilizam uma moeda enquanto unidade de conta e reserva de valor internacional e analisar suas conseqüências sobre a ordem econômico-financeira internacional e sobre a dinâmica das economias nacionais.

A história econômica evidencia que, desde o padrão libra-ouro, há uma incapacidade de as moedas internacionais cumprirem as funções supramencionadas, o que inviabilizou a manutenção de paridades estáveis entre as diversas moedas, abrindo caminho à flutuação e à volatilidade cambial, ao fracionamento do sistema internacional em zonas monetárias e ao acirramento da concorrência entre blocos monetários e/ou em zonas monetárias comerciais, aumentando a instabilidade sistêmica. Revela, também, que o que é tradicionalmente tratado como sistema de câmbio fixo engloba uma diversidade de regimes cambiais (padrão libra-ouro, retorno ao padrão ouro, padrão dólar-ouro) e que os períodos de flutuações cambiais são muito complexos e, por isso, dificilmente redutíveis a modelos genéricos de câmbio flutuante.

Como reconheceu a própria Anna Schwartz (1993), o sistema monetário internacional, mais do que simplesmente encapsular as características dos modelos teóricos de câmbio fixo ou flutuante, freqüentemente combina aspectos de diferentes modelos. Assim, a livre flutuação de 1919 a 1926 não pode ser apreendida e, portanto, modelizada como a vigente entre 1973 e 1975. Os regimes de câmbio fixo de 1880/914, de 1927/31 e de 1949/71 são diferentes. E a flutuação administrada dos anos 30 teve lógica comportamental distinta daquela do Sistema Monetário Europeu entre 1979 e 1992. Mesmo este não pôde manter a paridade de suas moedas dentro de bandas estreitas de flutuação quando foram abolidos todos os controles de câmbio na CEE. Em 2 de agosto de 1993, após vários ataques especulativos contra as principais moedas, a libra e a lira retiraram-se do mecanismo cambial europeu, e as bandas de flutuação tiveram que ser expandidas para mais ou menos 15%.

## **2 - Regras monetárias e comportamento financeiro**

Outra evidência da história monetária internacional é a difícil compatibilidade entre estabilidade das taxas de câmbio e elevada mobilidade de capitais. A progressiva independência do comportamento dos mercados financeiros das

políticas de reservas dos bancos centrais, desde o final da década de 60, complexifica muito o controle (a determinação) da liquidez internacional e a definição de regimes cambiais adequados à estabilidade sistêmica. Até então, a expansão (contração) da liquidez internacional era realizada pelos sistemas bancários dos principais países desenvolvidos. E o comportamento destes era fortemente condicionado pela situação das reservas nacionais em ativos e divisas conversíveis e pelas políticas de administração de ativos e passivos bancários.

O movimento internacional de capitais ficava, assim, fortemente influenciado pelas políticas de reservas dos principais bancos centrais, pelas taxas de juros cobradas ao redesconto e, conseqüentemente, pelas reservas líquidas dos sistemas bancários nacionais. Vale dizer, o custo de obtenção de reservas monetárias junto aos bancos centrais para fechamento diário das posições de tesouraria dos bancos racionava a liquidez sistêmica. Nesses termos, a criação de liquidez internacional dependia das políticas monetárias nacionais. Como sublinhou Keynes (1930), havia limitações ao poder discricionário dos bancos para criação de moeda. Cada banco se sentia compelido a adotar posições semelhantes a de seus pares e compatíveis com a política de seus Bancos Centrais. Nenhum banco expandia individualmente seu volume de depósitos. Se o fizesse, suas perdas ou ganhos tomariam seus coeficientes de reservas inadequados. Em decorrência desse padrão de conduta, a quantidade total de moeda criada pelos bancos estava intimamente relacionada ao preço de aquisição de reservas junto aos bancos centrais.

O comportamento do sistema monetário internacional era exatamente o mesmo. A discricionariedade das políticas de empréstimos de liquidez dos Bancos Centrais estava limitada pelo próprio efeito dessas políticas em seus níveis de reservas internacionais. Hoje, entretanto, as reservas privadas e plurimonetárias são substancialmente mais elevadas do que a dos três principais Bancos Centrais. Os mercados monetários estão fortemente contaminados por arbitragens financeiras. Não prevalece um único regime de câmbio na economia internacional. A moeda líder no cenário internacional não tem mais participação majoritária no mercado varejista de dinheiro e começa a ser questionada no mercado atacadista (interbancário).

Inicialmente, a emergência dos euromercados e, posteriormente, os processos de liberalização e globalização financeira, a perda de importância

relativa do sistema bancário para criação creditícia e a proliferação de novos produtos financeiros constituíram mudanças estruturais que tornaram precárias as antigas teorias para a apreensão da realidade contemporânea. Os mercados financeiros globais permitem aos agentes econômicos suplantar a restrição, representada pelas reservas dos sistemas monetário-financeiros nacionais, à busca de liquidez. Deixa de existir uma oferta limitada de ativos monetários que esteja claramente sob o controle das autoridades monetárias nacionais, independentemente do regime cambial por estas adotado.

### **3 - Mobilidade de capitais e comportamento das taxas de câmbio**

A eliminação dos controles cambiais e a proliferação dos novos produtos financeiros constituem as duas fontes primordiais da instabilidade monetário-cambial atual. A observação do mercado financeiro internacional revela que o ajuste de *portfolios* se tornou um processo seqüencial em que informações assimétricas, formas alternativas de interpretação de sinais idênticos, estados de confiança e previsões díspares que escapam ao cálculo estritamente econômico-racional são elementos intrínsecos. Em mercados de ativos plurimonetários, as expectativas são instáveis e as opiniões divergentes. Incerteza, volatilidade das taxas de câmbio, informação incompleta e inércia explicam por que o ajuste dos *portfolios* é gradual e sem norma comportamental predefinida.

Estudos realizados por Schulmeister (1988) e Biasco (1987) sobre os determinantes do comportamento da paridade marco-dólar nas décadas de 70 e 80 mostram que seqüências de valorizações ou de desvalorizações, interrompidas por flutuações erráticas, são típicas da dinâmica do câmbio. Durante o período de valorização do dólar, por exemplo, a taxa de câmbio evidenciou uma seqüência de movimentos ascendentes e descendentes (monotônicos ou quase monotônicos), às vezes interrompidos por oscilações em torno de um nível constante.

Grande parte do processo de valorização do dólar — assim como sua posterior desvalorização nos anos 80 — foi levada a cabo por poucos, mas

duradouros, movimentos: 21,1% dos movimentos ascendentes responderam por 81,2% da apreciação total; e 13,3% dos movimentos descendentes foram responsáveis por 73,3% da desvalorização global.

A apreciação do dólar entre 1980 e 1985 deve-se à maior duração dos movimentos de valorização, em média 2,6 dias maiores do que os de desvalorização. De forma similar, a desvalorização, posterior a 1985, foi, basicamente, devida à maior duração dos movimentos de depreciação do que à dos contramovimentos de valorização. Tal padrão comportamental contradiz diretamente a hipótese de equilíbrio sob expectativas racionais. Se a volatilidade da taxa de câmbio fosse causada por mudanças no nível de equilíbrio esperado devido a "novidades", isso provocaria um ajustamento instantâneo de preços e não um ajuste contínuo, conforme observado.

O processo seqüencial de ajustes de *portfolios* num ambiente de finanças globalizadas atingiu também o Sistema Monetário Europeu. Idealizado para isolar a Europa dos efeitos da flutuação cambial entre as três moedas-chave, o mecanismo cambial europeu teve que passar a operar com margens amplas de flutuação a partir de agosto de 1993. A impotência das políticas monetárias e cambiais diante das arbitragens e da especulação com divisas em contexto de elevada mobilidade de capitais explica-se pelas antecipações auto-realizadas dos agentes econômicos relevantes. Sempre que há percepção da fragilidade da paridade cambial de uma determinada divisa, aumenta a incerteza sobre o seu valor futuro. Conseqüentemente, as elasticidades das expectativas dos agentes apontam a redução de seus saldos em moeda fraca e a substituição desta por moedas mais fortes ou por ativos denominados em moedas valorizáveis.

## 4 - Sobre a relação entre juros e câmbio

Em princípio, um Banco Central fixa o preço de referência para o dinheiro e, assim, os termos básicos em que a oferta de moeda de curso legal atende à demanda por crédito. A moeda ou o crédito é criado quando um Banco Central e seus bancos afiliados adquirem ativos, emitindo, como contrapartida, passivos em moeda de crédito. Abstraindo, por enquanto, a internacionalização



do mercado de crédito privado, podemos inferir que qualquer Banco Central determina, segundo os objetivos de política macroeconômica, sua taxa de desconto bancário. Ao descontar títulos privados em posse dos bancos, um Banco Central fixa o preço de seu empréstimo de liquidez ao sistema bancário.

Nas economias em que os títulos públicos constituem um instrumento monetário importante, a fixação da taxa de desconto desses títulos no mercado aberto constitui-se, também, num preço básico para a liquidez sistêmica. A taxa de desconto do Banco da Inglaterra, por exemplo, era, até 1981, a taxa mínima pela qual os membros do mercado de descontos obtinham liquidez mediante a apresentação de títulos privados e de títulos de curto prazo do Tesouro inglês. O Banco da Inglaterra concedia, também, empréstimos de liquidez contra a caução de títulos de curto prazo e de obrigações do Tesouro com prazo máximo de até cinco anos, a taxas equivalentes às dos títulos privados. A partir de 1981, o Banco da Inglaterra passou a praticar sua política de juros através de operações de mercado aberto com títulos privados. A taxa dos Treasury Bills era fixada, geralmente, 0,5% acima da taxa resultante das operações de mercado aberto com títulos privados. Em síntese, a taxa de juros básica em uma economia de crédito é determinada pelo Banco Central através das políticas de redesconto bancário e de mercado aberto.

A prática de intervenção dos principais Bancos Centrais revela, entretanto, que, ao fixar as taxas de desconto, eles também estabelecem metas correspondentes para a variação das reservas do sistema bancário. Destarte, variações na taxa de juros de base implicam mudanças correspondentes na disponibilidade das reservas bancárias. O Federal Reserve (FED) — exceto de 1979 a 1982 —, ao fixar sua taxa de desconto, determinava, concomitantemente, o volume desejado das reservas emprestáveis de seus bancos afiliados e, através desses dois procedimentos, o custo da liquidez primária da economia. O Banco da França, até 1986, praticava o controle quantitativo do crédito em consonância com sua política de redesconto. Em fevereiro de 1981, a elevação da taxa de redesconto do Bundesbank foi praticada no bojo de um conjunto de medidas restritivas ao acesso dos bancos aos empréstimos de liquidez daquela instituição. O acesso automático dos bancos aos fundos do sistema *lombard* foi suspenso. Foi criada uma taxa *lombard* especial, encarecendo os empréstimos diários para liquidez bancária, e o volume de crédito para empréstimos de liquidez passou a ser controlado quantitativamente, a cada dia.

Abstraindo, por enquanto, os efeitos do mercado de crédito privado internacional sobre as políticas monetárias nacionais, poderíamos concluir que, da perspectiva dos Bancos Centrais, estes possuiriam os instrumentos para neutralizar ou endossar, no curto prazo, a endogeneidade do crédito bancário através da determinação da taxa de desconto e da manipulação das reservas bancárias. Essas duas variáveis causam, imediatamente, impacto sobre os juros vigentes no interbancário, ou seja, sobre o fundo alternativo ao redesconto oficial de reservas para os empréstimos e sobre as operações de crédito já realizadas pelo sistema bancário. O outro fundo de reservas é constituído pelos depósitos nos bancos, dependendo da taxa de captação. Essa taxa mede o nível de preferência pela liquidez dos agentes econômicos e o grau de concorrência das instituições financeiras na captação de fundos. O valor efetivo da taxa de captação depende, em larga medida, de seu valor futuro antecipado pelos agentes, sendo, por esse ângulo, submetido à convenção do mercado financeiro. E depende, também, da competição existente nesse mercado por fundos adicionais de reserva para depósitos já realizados pelos bancos.

Em síntese, a demanda por recursos do público e o prêmio de liquidez predominante, dado o nível de concorrência existente no mercado financeiro, são fatores determinantes da taxa de captação. Isso implica que, em determinadas circunstâncias, o custo de captação de fundos adicionais possa ser crescente para o setor financeiro, contaminando o espectro das taxas de juros.

A taxa de juros sobre uma aplicação de determinada qualidade e de certo prazo de vencimento é estabelecida ao nível que, na avaliação dos detentores de riqueza, torna mais vantajosa a troca de liquidez imediata pela perspectiva de aumento da riqueza futura. Essa taxa constitui, por isso, um elo importante entre a política de juros e de reservas das autoridades monetárias e o mercado de crédito. Uma pressão altista sobre as taxas de captação significa que os níveis das taxas de redesconto e do interbancário estão elevadas e que a expectativa dos agentes é a de que, a curto prazo, continuarão ascendentes. A taxa de empréstimo bancário é uma resultante das taxas de redesconto, do interbancário e de captação adicionadas de um *markup* bancário. Assim, qualquer racionamento das reservas, bem como a elevação da taxa de redesconto, refletir-se-á sobre o preço do crédito bancário.

Dessa perspectiva, a política monetária consistiria na manipulação das taxas de juros e do nível de reservas bancárias, influenciando através desses instrumentos sobre o volume e o preço do crédito bancário no curto prazo. A longo prazo, o estoque de moeda é reproduzido através das relações de débito e crédito entre os agentes financeiros e não financeiros. A variação do estoque de moeda é função de decisões de demanda por crédito atendidas pelos bancos que, *a posteriori*, procuram os fundos de reserva para respaldá-las. São esses fundos e seu preço que a autoridade monetária pode manipular a curto prazo. A causa fundamental da variação do estoque monetário não está nessa manipulação de curto prazo, mas no financiamento bancário das decisões de gasto dos capitalistas. Em termos agregados e a longo prazo, o financiamento bancário é autofinanciado. Os bancos fazem empréstimos que retornam ao sistema sob a forma de depósitos, sendo, assim, o financiamento do fundo de reservas para suportar os novos empréstimos a única necessidade corrente dos bancos.

Em que medida essa apreensão do comportamento das taxas de juros seria parcial pelo fato de abstrair o processo de internacionalização dos bancos, o mercado de eurodólares, a flutuação cambial e as inovações financeiras? Quais as implicações dessas mudanças para o exercício das políticas macroeconômicas nacionais e para a dinâmica das taxas de juros?

O desenvolvimento do mercado de eurodólares e a internacionalização dos bancos norte-americanos são processos contemporâneos. O mercado de eurodólares é constituído por investidores que, operando fora da jurisdição legal norte-americana, desejam transacionar títulos e depósitos em dólares. As aplicações em eurodólares representam, assim, obrigações dos bancos operadores com depósitos futuros em contas de movimento de bancos situados nos Estados Unidos. Como os depósitos em eurodólares são obrigações transferíveis de depósitos dos eurobancos, eles são potencialmente utilizáveis como instrumentos de contratos financeiros. A *negotiable order of withdrawal* (NOW), por exemplo, transformou os depósitos dos bancos de poupança norte-americanos em um instrumento de viabilização de contratos financeiros através da intermediação de instituições de compensação.

Os eurobancos possuem a capacidade de expandir o volume de instrumentos disponíveis para contratos financeiros internacionais sem alterar a capacidade de empréstimo dos sistemas bancários nacionais, burlando, assim,

a restrição das reservas nacionais e condicionando o comportamento dos juros. Quaisquer depósitos em euromoedas são ativos líquidos em termos das moedas em que são denominados. Como enfatiza Davidson (1982), com o desenvolvimento dos mercados de euromoedas deixou de existir uma oferta limitada de ativos monetários que estariam sob o controle das autoridades monetárias. A existência de um mercado de divisas e de ativos desregulamentado criou, por si só, o potencial para a validação de uma oferta nacional endógena de moeda sempre que a decisão de gasto capitalista o exigir, ou que houver desequilíbrios em conta corrente do balanço de pagamentos, ou que a necessidade de financiamento da dívida pública o impuser.

No caso dos Estados Unidos, o processo de internacionalização de seus bancos foi acompanhado: por uma mudança na gestão bancária através de práticas inovadoras de administração de passivos; pela diversificação das instituições e dos instrumentos de financiamento; e por uma maior fragilidade do sistema de crédito, determinando importantes intervenções do FED como credor de última instância daquele sistema.

"Ao mesmo tempo, dentro deste quadro, o Banco Central americano torna-se coadjuvante das formas pelas quais as instituições financeiras vão bancando suas posições, financiando-as; estas formas são decrescentemente relacionadas com a moeda e as reservas e crescentemente ligadas a um complexo quadro de novos ativos financeiros." (BRAGA, 1991, p.7).

Internacionalização do circuito de crédito, perda de hegemonia dos bancos no processo de circulação creditícia e liquidez acentuada de ativos plurimonetários tornaram o exercício da política monetária extremamente complexo. Conseqüentemente, podem ocorrer dois tipos de problemas: por um lado, as reservas de fundos bancários em moeda de curso legal podem variar via operações interbancárias no euromercado, limitando o poder, de fato, de as autoridades monetárias controlarem, no curto prazo, o volume de crédito; por outro, a fixação do preço do crédito, isto é, a determinação da taxa de juros de curto prazo passa a ser condicionada pelo mercado de câmbio fora do controle direto das autoridades monetárias nacionais.

No caso da economia norte-americana, esses fatores, aliados às pressões do déficit público e ao desequilíbrio do balanço de pagamentos,

tornados estruturais, conduziram a perturbações permanentes nas funções e nas operações convencionais do FED. Por exemplo, o manejo da política de juros foi condicionado pelas necessidades de financiamento vinculadas àqueles dois problemas e não apenas pelo controle de liquidez e da inflação. Isto é, se a taxa de juros foi (ou será) tão alta em alguns momentos, não o foi tanto por causa do controle da inflação, mas, em boa medida, pela necessidade de rolagem da dívida pública, o que tende a "financeirizar" o déficit corrente e a atrair capitais externos para "fechar" o balanço de pagamentos.

"Portanto, o próprio exercício da política monetária, se já é problemático numa economia capitalista — onde a determinação do dinheiro é simultaneamente exógena e endógena, dependente da coordenação entre Bancos Centrais e bancos comerciais —, muito mais o é à medida que o sistema bancário começa a perder o controle sobre a moeda e o crédito." (BRAGA, 1991, p.12-13).

Para finalizar, gostaríamos de aprofundar a análise dos impactos da flutuação cambial sobre o movimento dos juros nas economias nacionais e sobre a capacidade das autoridades monetárias de compatibilizar o financiamento do setor público, a gestão do balanço de pagamentos e a estabilidade interna e internacional de suas moedas.

Ao observarmos o movimento dos juros nos principais países da OCDE durante as duas últimas décadas, é possível perceber que este se deslocou do comportamento das variáveis reais, não acompanhando o desempenho cíclico da economia. Mesmo em 1974 e em 1975, as taxas reais de juros tornaram-se negativas devido ao efeito de liquidez dos petrodólares e não por causa da recessão do período. No caso norte-americano, a recessão do início da década de 80 foi acompanhada por uma escalada inusitada das taxas de juros nominais e reais. A taxa média real do *federal funds* foi de 3,7%; e a da *prime rate*, de 5,9%, enquanto, na expansão de 1976 a 1978, essas taxas foram de -0,3% e 0,9% ao ano respectivamente. A retomada da economia norte-americana em 1983 deu-se com taxas reais do interbancário e de empréstimos em seus níveis mais elevados, 5,7% e 7,4% respectivamente. Essas taxas mantiveram-se em patamares reais elevados, independentemente dos níveis correntes de produção e de investimento.

A mesma tendência pode ser observada na Alemanha e na Inglaterra. Em relação à Alemanha, as taxas reais de juros começaram a elevar-se na expansão de 1976 a 1979, e essa tendência reforçou-se durante a recessão de 1981 e de 1982. O auge da elevação das taxas reais em 1982 coincidiu com a maior queda no crescimento do Produto e do investimento alemão da década. Naquele ano, a taxa real no interbancário chegou a 3,5%; e a dos empréstimos bancários, a 8,4%. Durante a expansão pós 1983, a variação dessas taxas não foi muito significativa. A taxa média anual do interbancário foi de 3,5%; e a dos empréstimos dos bancos, de 7,4%. Na Inglaterra, as taxas reais foram negativas nos anos 70, independentemente dos níveis de produção corrente e da rentabilidade esperada dos ativos reais. Elas se tornaram positivas exatamente durante a recessão de 1981-82. A partir daqueles anos, mantiveram-se num patamar médio real de 4,9% no interbancário e de 5,5% nos empréstimos bancários.

O comportamento observado das taxas de juros aponta a hipótese de uma crescente sincronia dos movimentos dessa variável nos diferentes mercados nacionais. Nos anos 80, a progressiva abolição dos controles sobre capitais e o processo de liberalização dos mercados financeiros na OCDE reforçaram a integração e a globalização dos maiores centros financeiros nacionais e *offshore*. Uma medida dessa integração é o diferencial de juros sobre os fundos do interbancário denominados na mesma moeda, em mercados diferentes. A evidência empírica é que tal diferencial se reduziu na última década. As taxas vigentes no interbancário dos Estados Unidos e as taxas sobre esses mesmos fundos denominados em dólar no mercado *offshore* tendem a se aproximar, reforçando a interdependência dos mercados e o conseqüente limite da política monetária para o controle da liquidez sistêmica. Cada vez mais a formação da taxa de juros no interbancário tende a ser balizada por dois parâmetros: a taxa de desconto do Banco Central e a taxa para empréstimo de liquidez no mercado de eurodivisas.

Outra medida importante da inter-relação dos juros é o diferencial de taxas, em diferentes mercados, ponderado pelo comportamento da taxa de câmbio durante o período de vigência dos contratos financeiros. Esse diferencial pode ser definido como a diferença entre as taxas de juros sobre instrumentos de crédito ou de débito da mesma natureza e o prazo de vencimento, denominados em moedas diferentes. Assim, a moeda que apresentar um

diferencial favorável determinará maiores rendimentos dos ativos por ela denominados. Esses diferenciais apresentaram grande volatilidade durante os anos 80, condicionando a mobilidade observada dos fluxos de capitais.

Na tentativa de minimizar as perdas decorrentes da incerteza sobre o comportamento cambial, os mercados desenvolveram operações financeiras com cobertura de câmbio. Trata-se de instrumentos de crédito ou débito, que já trazem embutidos os custos das operações cambiais no mercado futuro equivalentes aos prazos dos contratos financeiros. As evidências empíricas mostram que o processo de arbitragem de divisas no mercado futuro tem diminuído a diferença entre taxas de juros sobre papéis similares em mercados diferentes, como, por exemplo, o diferencial sobre depósitos de curto prazo no euromercado. Entretanto, para os demais instrumentos e mesmo para as euroaplicações de maturação mais longa, a ação de arbitragem no mercado futuro de câmbio tem minimizado pouco o diferencial de juros entre os diversos mercados.

A manutenção de juros reais positivos elevados potencializou os efeitos dos diferenciais de juros entre os principais mercados financeiros sobre os fluxos internacionais de capitais. Estes, como vimos nas duas seções anteriores deste trabalho, acirram a flutuação das principais divisas, colocando para as autoridades monetárias uma nova variável-alvo de gestão. A partir desse momento, a política monetária passaria a determinar a taxa de juros, tentando compatibilizar o diferencial câmbio-juros com as expectativas do mercado cambial e tentando gerir, além das reservas bancárias internas, suas reservas internacionais como forma de garantir sua estratégia cambial, minimizando, assim, a instabilidade da moeda.

A ampliação dos objetivos ou dos alvos dos instrumentos monetários evidenciou uma contradição entre o uso de um mesmo instrumento para finalidades diferenciadas. Por exemplo, a política de juros elevados, ao tentar resolver o problema de financiamento corrente do balanço de pagamentos em economias com moedas sobrevalorizadas, acentua o déficit da balança comercial e a perda de competitividade internacional do sistema produtivo, encarece o financiamento da dívida pública e dificulta, enormemente, o já problemático controle da liquidez.

Esse *trade-off* entre as finalidades da taxa de juros na gestão macroeconômica determina a perda de eficácia da política monetária em geral. A isso

alia-se, ainda, o fato de que a intensa mobilidade e a liquidez dos capitais no circuito financeiro internacional tornam as políticas monetárias nacionais interconectadas às avessas. À estratégia de valorização do dólar — através de uma política macroeconômica objetivando a manutenção de um diferencial câmbio-juros favorável aos Estados Unidos — corresponde, necessariamente, um marco e um iene desvalorizados através de políticas monetário-cambiais mais atreladas ao contexto internacional do que aos objetivos nacionais, e vice-versa. Sob esse aspecto, as políticas monetárias nacionais perdem grau de autonomia com o regime de câmbio flutuante, não sendo mais capazes de constituir uma "âncora" para a estabilidade das principais divisas e economias internacionais. Ao contrário, os efeitos das políticas monetárias nacionais tornam-se transmissíveis entre si através dos movimentos das taxas de juros e de câmbio, elevando a complexidade da gestão da economia internacional e a possibilidade de riscos sistêmicos. Por fim, muitas vezes os Bancos Centrais ficam impossibilitados de influir, simultaneamente, na determinação dos juros e do câmbio. Uma das duas variáveis torna-se "exógena" à gestão macroeconômica.

## Bibliografia

- BIASCO, S. (1987). Currency cycles and the international economy. **Banca Nazionale del Lavoro**; quartely review, Roma.
- BRAGA, J. C. (1991). **A financeirização da riqueza**. São Paulo: IESP.
- DAVIDSON, P. (1982). **International money and the real world**. Londres: Macmillan.
- KEYNES, John Maynard (1930). **Treatise on money**. Londres: Macmillan. v.7, cap.34.
- SCHULMEISTER, S. (1988). Currency speculation and dollar fluctuations. **Banca Nazionale del Lavoro**; quartely review, Roma.
- SCHWARTZ, A. (1993). Comments on Giovannini. In: BORDO, EICHENGREEN, eds. **A retrospective on B.W. System**. University of Chigaco.