

Padrões de integração financeira e a volatilidade das taxas de câmbio e juros em países periféricos

Financial integration standards and exchange rates/interest rates volatility in peripheral countries

PEDRO ROSSI | pedrolrossi@gmail.com
Doutorando em Economia – IE/Unicamp, Brasil.

Resumo Esse artigo procura avaliar a relação entre o padrão de integração financeira e a volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Em um primeiro momento, faremos uma análise da intensidade e da qualidade da integração financeira de oito países, quatro latino-americanos; Argentina, Brasil, Chile e México, e quatro asiáticos; Coreia, Índia, Indonésia e Malásia. E, através de medidas estatísticas aplicadas aos fluxos e estoques de ativos financeiros, faremos uma tipologia dos padrões de integração financeira desses países entre 1990 e 2006. Em seguida, trabalharemos a hipótese de que a volatilidade das variáveis macroeconômicas desses países está associada ao padrão de inserção financeira. Uma vez confirmada essa hipótese, analisaremos uma implicação direta dessa discussão que se refere ao grau de autonomia de política monetária nos países periféricos. **Palavras-chave** Integração financeira, fluxos financeiros, volatilidade, câmbio, juros.

Abstract This paper tries to evaluate the relationship between the type of financial integration and the volatility of exchange and interest rates. First, we make an analysis of the intensity and the quality of financial integration of eight countries, four Latin American; Argentina, Brazil, Chile and Mexico, and four Asians; Korea, India, Indonesia and Malaysia. And, through statistics measures applied to stocks and flows of financial assets, we make a typology of financial integration patterns of these countries between 1990 and 2006. Then, we verify the hypothesis that the volatility of macroeconomic variables of these countries is associated with the kinds of financial integration. Once confirmed this hypothesis, we review a direct implication of this discussion that regards the degree of monetary policy autonomy. **Keywords** Financial integration, financial flows, volatility, exchange rate, interest rate.

A proposta deste artigo consiste em caracterizar a integração financeira de países periféricos, associá-la à volatilidade das variáveis macroeconômicas como as taxas de juros e câmbio e discutir algumas de suas conseqüências no que se refere ao grau de autonomia de política monetária. Para isso, o trabalho divide-se em três partes. A primeira tem como objetivo fazer uma classificação dos padrões de integração financeira de oito países, dentre eles, quatro asiáticos (Coréia, Índia, Indonésia e Malásia) e quatro latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile e México). Essa diferenciação será feita pela ótica dos fluxos de capital financeiros e dos estoques de ativos e passivos financeiros, tendo como meta a análise da intensidade e da qualidade da integração financeira. Com isso, faremos uma tipologia dos países estudados quanto ao padrão de integração que poderá ser de baixa ou alta intensidade e baixa ou alta qualidade. Por fim, identificaremos se existe algum critério regional de inserção financeira dos países estudados.

Na segunda parte deste trabalho nos propomos a investigar a volatilidade das taxas de juros e de câmbio e associá-la ao perfil de integração financeira dos países trabalhados na seção anterior. A pergunta central que se coloca é se existe alguma relação entre o padrão de integração financeira e a volatilidade dessas variáveis. Uma vez observada a relação entre o padrão de integração e as taxas de juros e câmbio, na última parte do artigo exploraremos algumas conseqüências que derivam dessa relação, especialmente a que se refere à autonomia de política monetária nos países periféricos.

Padrões de integração financeira em países periféricos

Existem formas diferenciadas de inserção dos países periféricos no sistema econômico internacional. Na literatura econômica, procurou-se identificar essas formas definindo padrões regionais de integração econômica. Na interpretação de Dooley *et all* (2003) o sistema internacional pode ser dividido de acordo com a funcionalidade de suas regiões que podem ser *trade account* ou *capital account*, além dos EUA que ocupa a posição central sendo, portanto, o intermediário do sistema. Para ele, a América Latina seria uma região *capital account* enquanto que Ásia corresponderia a uma região *trade account*. Outros trabalhos, como os de Carneiro (2007), Palma (2004), Medeiros (1997) e Câmara e Salama (2005) também trabalham essa distinção com diferentes abordagens, mas com um

aspecto em comum: os países da periferia asiática se beneficiaram de um desenvolvimento mais equilibrado do que os latino-americanos, em boa parte, por conta de uma inserção internacional de melhor qualidade.

Nesse contexto, nosso estudo vai procurar caracterizar padrões de integração financeira dos países de forma a verificar essa distinção regional. Nosso foco será restrito à composição e ao comportamento dos fluxos e dos estoques de capitais financeiros. Dessa forma, analisaremos o padrão de inserção como um reflexo da dinâmica dos fluxos e da acumulação de estoques de ativos e passivos financeiros. A análise de alguns dos efeitos econômicos desses padrões será realizada na última seção do artigo.

Intensidade da integração financeira

A intensidade da integração financeira diz respeito à escala ou ao tamanho dos fluxos e estoques financeiros internacionais de um país. Essa intensidade pode ser medida com o valor absoluto desses, ou ainda, mediante a comparação desses com outra medida representativa da dimensão econômica de um país. O segundo caso é o mais adequado para a comparação entre países. Uma primeira forma de medir a importância dos fluxos financeiros consiste em utilizar como denominador a *corrente de comércio* e como numerador os *fluxos financeiros agregados*¹. Esses fluxos representam a soma dos valores absolutos dos fluxos líquidos de residentes e não-residentes para os fluxos de *investimento direto* estrangeiro, *investimentos de portfólio* e *empréstimos bancários e outros*². Os fluxos agregados

1 O indicador proposto é inspirado na literatura sobre o assunto. Lane e Ferretti (2006) apresentam um indicador que calcula a intensidade da integração financeira através da soma dos estoques dos ativos e passivos de um país como proporção de seu PIB. Um primeiro problema que pode ser apontado nesse índice refere-se ao seu denominador. O PIB como denominador torna o indicador muito dependente do tamanho dos países, ou seja, faz com que os países de porte maior tendam a ter um índice menor por conta da proporção do PIB em relação às variáveis financeiras. Este estoque inclui ativos e passivos dos investimentos de *portfólio*, de *investimento direto* estrangeiro e de ativos de dívida, além de derivativos e reservas oficiais dos governos. Dessa forma, o índice mede um estoque de ativos financeiros qualitativamente distintos, como proporção do PIB. Esses autores também apresentam uma medida de integração financeira com o mesmo numerador, mas com o denominador composto pela *corrente de comércio* (soma de exportações mais importações de bens e serviços não fatores). O novo denominador parece ser mais apropriado já que a corrente de comércio é uma medida de integração internacional pelo lado comercial. Logo, esse índice relativiza a integração financeira em função da integração comercial. Essa última medida é trabalhada com maior ênfase por Biancarelli (2007) que apresenta medidas de integração financeira a partir das estimativas de dados de estoques de ativos e passivos de Lane e Ferretti (2006).

2 A principal fonte de dados é o *International Financial Statistic* do Fundo Monetário Internacional (IFS-IMF) de Outubro de 2007. Os fluxos de capitais financeiros serão divididos em três categorias procurando respeitar as divisões do FMI, tendo como única exceção a inclusão dos derivativos na categoria investimentos de *portfólio*. São elas: a) Investimento direto

são mais adequados para nosso propósito do que os fluxos líquidos, pois esses últimos podem dar uma falsa idéia de intensidade, já que podem esconder uma grande movimentação de fluxos financeiros em direções opostas. Dessa forma a medida de intensidade proposta é:

$$\text{Índice 1} = \left(\frac{\text{Fluxos financeiros agregados}}{\text{Corrente de Comércio}} \right) * 100$$

Esse índice mede os fluxos financeiros em relação aos fluxos de bens e serviços não-fatores, ou ainda, trata-se de uma medida da intensidade da integração financeira em relação à intensidade da integração comercial. O *quadro 1* mostra a média do *índice 1* para três períodos de análise, nele podemos identificar que nos países asiáticos não houve alterações substanciais no grau de intensidade da integração financeira. Entretanto, para os países da América Latina observam-se grandes oscilações no *índice 1*. Na Argentina no período de 1990 a 1996, os fluxos financeiros representavam 78% dos fluxos comerciais. Essa relação diminui no período de 1997 a 2001 e, de forma mais importante, de 2002 a 2006. Brasil e Chile tiveram um aumento nesse índice de 1997 a 2001 e uma queda substancial no período de 2002 a 2006. O *quadro 1* mostra ainda que os países asiáticos apresentam uma menor intensidade de integração financeira que os países latino-americanos para todos os períodos.

Quadro 1: Índice 1 (% médio anual)

	1990-1996	1997-2001	2002-2006	1990-2006
1) ARGENTINA	78,1	65,9	37,4	62,5
2) BRASIL	40,7	52,5	30,4	41,1
3) CHILE	23,4	41,1	34,5	32,4
4) MÉXICO	26,5	14,7	13,1	19,1
5) CORÉIA	14,8	15,5	12,7	14,4
6) ÍNDIA	14,7	13,7	12,9	13,9
7) INDONÉSIA	9,6	11,1	9,5	10,0
8) MALÁSIA	.	9,0	10,2	9,8

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor.

(direct investment abroad; direct investment in the recording economy), b) Investimentos de *portfolio* (*portfolio investment assets*; *portfolio investment liabilities* somados aos *financial derivatives assets*; *financial derivatives liabilities*) e c) Emprestimos bancários e outros (*others investments assets*; *others investments liabilities*).

Neste ponto, já podemos definir padrões no que se refere à intensidade da integração financeira. Argentina, Brasil e Chile são os países com maior integração financeira de acordo com esse índice, seguidos de México, Coréia, Índia, Indonésia e Malásia. Definimos esses três primeiros como países de padrão de integração financeira de alta intensidade, já que apresentam índices substancialmente mais altos do que os demais, que serão classificados como de baixa intensidade. Os dados ainda indicam que há um padrão regional de integração econômica: países latino-americanos têm um alto índice de integração financeira sobre a integração comercial enquanto que a integração econômica dos países asiáticos tem uma proporção menor dos fluxos financeiros sobre os fluxos comerciais. O México é a exceção a esse padrão de inserção que apresenta baixa intensidade, ainda assim, tem um índice maior do que os países asiáticos³.

Qualidade da integração financeira

Definir a qualidade de um processo de integração financeira não é uma tarefa trivial, a começar pela definição dos critérios de qualidade. Levando-se em conta essa limitação, buscaremos discutir os aspectos da qualidade da integração financeira. Abaixo estão caracterizadas as medidas estatísticas que serão usadas na análise. De uma forma geral elas buscarão captar a importância dos fluxos, a volatilidade e a relação entre a entrada e saída de capitais dos residentes e não-residentes.

Seja,

$$y_{L,t} = y_{R,t} + y_{NR,t}, \text{ com } t=1,2,\dots,n$$

$$\text{e } y_{A,t} = |y_{R,t}| + |y_{NR,t}|$$

Onde, $y_{L,t}$ é o fluxo líquido, $y_{A,t}$ é o fluxo agregado, $y_{R,t}$ é o fluxo líquido de residentes, $y_{NR,t}$ fluxo líquido de não-residentes, $|y_{R,t}|$ é o módulo do fluxo líquido de residentes e E representa o valor esperado. Todos os fluxos referem-se a valores trimestrais durante o período n considerado, com $t=1,2,\dots,n$. Com isso, temos as seguintes medidas:

3 O caso do México é particular pelo fato desse país possuir grandes laços comerciais com os EUA. Pode-se questionar a qualidade da integração comercial mexicana dada a forte participação das *maquilas* nas suas exportações.

Medida 1: Média do fluxo líquido

$$\text{Medida 1} = E(y_{L,t})$$

É a média dos saldos trimestrais de um fluxo financeiro. Aponta o sentido dos fluxos líquidos financeiros para cada período. Vale notar que essa é uma medida de importância de um fluxo, mas que não capta o volume de movimentação do mesmo em sentidos opostos. Como exemplo, uma categoria de capital financeiro pode ter um grande fluxo de entrada e saída e, entretanto se verificar um resultado líquido nulo.

Medida 2: Média do fluxo agregado

$$\text{Medida 2} = E(y_{A,t})$$

Representa o valor médio da soma do valor absoluto de entradas e saídas de capital para os diferentes fluxos de residentes e não-residentes para cada trimestre. É uma medida de importância dos fluxos financeiros, mas que não capta o sentido dos fluxos.

Medida 3: Assimetria estrutural entre os fluxos líquido e agregado

$$\text{Medida 3} = \left(\frac{E(y_{L,t})}{E(y_{A,t})} \right) * 100$$

É a razão percentual das médias do fluxo líquido e do fluxo agregado para um determinado período de tempo, ou melhor, é a *medida 1* dividida pela *medida 2* e multiplicada por cem. Quanto maior for essa relação, mais o fluxo líquido se aproxima do fluxo agregado, logo, o fluxo assume características unidirecionais. Se essa relação for igual a cem por cento, o investimento líquido no país corresponde a todo o fluxo agregado, logo, caracteriza-se uma relação assimétrica dos fluxos financeiros de residentes e não-residentes. No outro extremo, se a razão for igual a zero significa que, em termos líquidos, os residentes investiram tanto no exterior quanto os não-residentes no país.

Medida 4: Assimetria conjuntural entre os fluxos líquido e agregado

$$\text{Medida 4} = E \left(\frac{|y_{L,t}|}{y_{A,t}} \right) * 100$$

É a média das razões entre o fluxo líquido em módulo e o fluxo agregado. Trata da relação entre esses fluxos para cada trimestre, em percentual. Quanto maior for esse indicador mais unidirecional é o fluxo e mais correlacionado positivamente é o sentido do movimento do fluxo de residentes e não-residentes e, portanto, maior é a possibilidade de reversão do fluxo para cada trimestre⁴.

Medida 5: Volatilidade

Seja, $\Delta y_{L,t}$ a série do fluxo líquido em primeira diferença, onde:

$$\Delta y_{L,t} = y_{L,t+1} - y_{L,t}, \text{ temos:}$$

$$\text{Medida 5} = \left(\frac{\sqrt{E[\Delta y_{L,t} - E(\Delta y_{L,t})]^2}}{E(y_{A,t})} \right)$$

Essa medida é a relação entre uma medida de dispersão do fluxo líquido (o desvio padrão da série em primeira diferença)⁵ e uma medida de importância do mesmo fluxo (média do fluxo agregado). Ela permite a comparação da volatilidade entre os fluxos do mesmo país e entre os mesmos fluxos de diferentes países. Justifica-se o uso dessa medida, pois a medida de dispersão relativa mais utilizada, o coeficiente de variação, não é adequada para essa situação. Essa medida, que é dada pelo desvio padrão dividido pela média do fluxo líquido, e aparece em alguns trabalhos como o de Claessens *et all* (1995), apresenta sérios problemas para a análise dos fluxos financeiros. Esses fluxos podem assumir valores negativos ou positivos, inclusive o valor nulo, dessa forma, quando a média do fluxo assume valores pequenos ou próximos de zero, o coeficiente de variação tende a ficar alto, mesmo tratando-se de um fluxo com o desvio padrão relativamente baixo.

4 O módulo foi usado para o fluxo líquido já que esses podem assumir valores negativos e, para o cálculo da média dos trimestres, a soma de valores com sinais trocados se compensam. A diferença entre o significado estatístico dessa medida e a medida 3 decorre que uma é a média das razões e a outra é a razão das médias.

5 O desvio padrão não é uma boa medida de dispersão para séries não estacionárias. Como nem todas as séries são estacionárias para os diferentes períodos optou-se por trabalhar com a variação dos fluxos de capital (em primeira diferença não se rejeita a hipótese de que as séries são estacionárias para todas as séries trabalhadas). Para uma análise aprofundada das propriedades das séries não estacionárias, ver Patterson (2000).

Características gerais dos fluxos financeiros

O quadro 2 apresenta, para o período de 1990 a 2006, as medidas relativas aos fluxos *investimentos diretos*, *investimentos de portfolio* e *empréstimos bancários e outros* para o conjunto dos oito países selecionados. Esse quadro mostra que, a julgar pela entrada líquida de recursos, o fluxo de *investimento direto* tem sido o instrumento mais importante de financiamento desses países, que, em média, foi de 8,5 bilhões de dólares por trimestre. Entretanto, os fluxos agregados tendem a serem maiores para os *investimentos de portfolio* e os *empréstimos bancários e outros*, o que mostra um grande movimento de fluxos de residentes e não-residentes nesses tipos de fluxos financeiros. Essa constitui uma tendência geral dos fluxos de capitais no período da globalização:

“Da ótica dos fluxos de capitais, a globalização tem características bem peculiares quando confrontada com outras épocas. Sua natureza particular apresenta-se na dominância dos fluxos brutos quando *vis-à-vis* os fluxos líquidos.” (CARNEIRO, 2002:236)

Uma primeira impressão da dominância dos fluxos brutos sobre os fluxos líquidos é que, em um determinado momento t do tempo, há simultaneamente grande entrada de capital estrangeiro e os residentes remetem uma grande quantidade para o exterior, caracterizando uma situação de diversificação de *portfolio* no plano internacional. Porém, nossos dados não mostram isso. O que se percebe é um descompasso entre as entradas e saídas de capitais. Ou seja, no momento t_1 há grande saída de capitais de residentes e não-residentes, enquanto no momento t_2 essa tendência se inverte. O resultado do processo no final dos dois períodos é uma grande movimentação no agregado e um pequeno resultado líquido. Nesse sentido, o ponto importante a ser destacado é que esse tipo de fluxo no curto prazo é *unidirecional* enquanto em um espaço mais longo de tempo dá a impressão de ser um fluxo *bidirecional*⁶. Ou seja, um fluxo com essas características pode alimentar grande volatilidade na taxa de câmbio e, ainda assim, não ser um fluxo importante do ponto de vista do financiamento do balanço de pagamentos.

6 O conceito *unidirecional* refere-se a uma elevada assimetria entre entradas e saídas dos fluxos de residentes e não-residentes, enquanto que o conceito de *bidirecional* a uma baixa assimetria da mesma relação.

Quadro 2: Características gerais dos fluxos financeiros de 1990 a 2006

Medidas Estatísticas	1	2	3	4	5
	Média do fluxo líquido (US\$ bilhões/ trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ bilhões/ trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade
Investimento direto	8,59	15,67	54,83	17,82	0,30
Investimento de <i>portfolio</i>	3,56	19,17	18,57	54,28	0,60
Empréstimos bancários e outros	-2,58	23,31	-11,09	38,70	0,54

Fonte: IFS-IMF, elaboração própria.

A descrição anterior pode ser atribuída ao fluxo de *investimentos de portfolio*. As medidas 3 e 4 caracterizam essa situação (*quadro 4*). Esse fluxo é relativamente simétrico de acordo com a medida 3, mas assimétrico segundo a medida 4. Ou seja, no longo período de 1990 a 2006, o movimento de entrada se sobrepõe ao movimento de saída, enquanto que a medida 4 mostra que não há sincronia entre essas entradas e saídas para cada trimestre.

O inverso ocorre para o fluxo de *investimento direto*. Em perspectiva estrutural, ele é o mais assimétrico, pois a relação entre a entrada líquida e o movimento total de capitais desse tipo é grande. No entanto, em perspectiva conjuntural ele é o mais simétrico dos fluxos. Ou seja, no curto prazo é um fluxo relativamente *bidirecional* enquanto no longo prazo é o mais *unidirecional* dos fluxos. Logo, ao mesmo tempo em que ele é responsável por uma grande formação líquida de passivos nesses países, é um fluxo menos sujeito aos movimentos de conjuntura.

Quanto à volatilidade dos fluxos, as estatísticas indicam que o fluxo de *investimento direto* é consideravelmente mais o estável que os demais enquanto que os *investimentos de portfolio* são os mais voláteis⁷. Portanto, para o conjunto de países, o *investimento direto* se apresenta como um fluxo de melhor qualidade no financiamento dos países periféricos estudados.

7 O resultado contraria trabalhos como os de Kregel (1996) e o de Claessens *et al* (1995) que questionam a idéia da maior estabilidade do IDE.

Definição do padrão de qualidade da integração financeira de países periféricos

O objetivo dessa parte do trabalho é classificar cada país de acordo com um padrão de qualidade da integração financeira. Anteriormente, definimos padrões de intensidade da integração financeira usando apenas um critério objetivo que consistia em um índice de intensidade de integração financeira. Nesse caso, por se tratar de uma análise qualitativa, os critérios serão mais flexíveis e não estarão sujeitos a um único indicador. Serão consideradas as características dos fluxos de capitais financeiros no que se refere à volatilidade, assimetria, e a relevância desses fluxos, e ainda, serão analisadas as estruturas dos estoques de ativos e passivos financeiros. Dessa forma, analisaremos, um por um, os oito países e destacaremos apenas os aspectos centrais da qualidade da integração financeira de cada país. Os quadros A1, A2 e A3, em anexo, constituem a matéria prima de nossa análise.

A integração financeira do **Chile** difere dos demais países em um aspecto central: ao contrário do que se pode entender como “convencional”, os residentes chilenos são grandes investidores em ativos de *portfolio* no exterior. Mesmo em termos absolutos, os residentes chilenos investiram mais em ativos de *portfolio* do que brasileiros e argentinos e seu estoque de ativos desse tipo em 2006. Esse fenômeno é relativamente recente, já que, no período de 1990 a 1996, o país ainda absorvia recursos líquidos de *investimentos de portfolio*. Já no período entre 2002 e 2006, os chilenos passam a investir no exterior, em média, mais de um bilhão de dólares em ativos de *portfolio* por trimestre.

Outra característica da integração chilena, que difere esse país demais países latino americanos, é que o país não apresenta grandes saídas de capital pela conta de *empréstimos bancários e outros*. Enquanto no Brasil, Argentina e México ocorre uma verdadeira drenagem de recursos desse tipo, resultado do pagamento de amortizações de dívidas, no Chile essa conta fecha o longo período de análise (1990 a 2006) no azul. A principal fonte de financiamento da economia chilena nesse mesmo período é o *investimento direto* que responde por 159% do fluxo líquido total. Com isso, em 2006, os passivos chilenos eram majoritariamente compostos por IDE enquanto que a maioria dos ativos era do tipo de *portfolio*. De forma caricatural, é como se a economia chilena tomasse emprestado do resto do mundo no longo prazo (IDE) e emprestasse no curto prazo (*investimentos de portfolio*). Com isso, classificamos o Chile como um país com um padrão relativamente alto de qualidade de integração financeira.

Dentre os países estudados, o **México** é aquele que mais absorveu recursos de IDE entre 1990 e 2006, em média foram US\$ 3,03 bilhões de por trimestre. Esse fluxo assume características *unidirecionais* já que os residentes desse país pouco investem no exterior. Essa é uma característica chave da integração financeira do México: a relação entre os fluxos de residentes e não-residentes é extremamente assimétrica. O estoque de ativos (excluídas as reservas governamentais) representou apenas 16% dos passivos externos financeiros em 2006. Na composição dos estoques financeiros, os *empréstimos bancários e outros* são maioria nos ativos, enquanto o IDE é o principal tipo de passivo seguido de perto pelos *investimentos de portfolio*. Um aspecto negativo da integração financeira mexicana está na formação de um enorme estoque de passivos externo e no maior passivo externo líquido dentre os países estudados. Para os dados de 2006 o México ocupa a última colocação dentre os países estudados para o indicador Passivo Externo/Reservas (ver *quadro A3*). Em nossa classificação dos padrões de integração financeira o México se enquadra no padrão de baixa qualidade.

A crise **Argentina** em 2001 é um divisor de águas na forma de inserção financeira do país. No período pré-crise a forma predominante de inserção era pela via dos *investimentos de portfolio*. A evolução dos estoques de passivos externos dessa economia mostra que esse tipo de passivo financeiro teve um crescimento vertiginoso de 1992 a 1998. Já a queda foi mais vertiginosa ainda: do ano 2000 para 2001, os estoques de passivos de *investimentos de portfolio* despencam de 78,4 bilhões de US\$ para 34,2 bilhões, e no ano seguinte para 22,7 bilhões. A trajetória dos *investimentos diretos* é menos abrupta e tem uma resposta posterior à crise já que no ano de maior queda dos *investimentos de portfolio* o estoque de IDE ainda apresentou crescimento.

O padrão pós-crise é de retomada do IDE enquanto que a média do fluxo líquido dos *investimentos de portfolio* é negativa para o período entre 2002 e 2006, apesar do aumento dos estoques de passivos⁸. Nesse período mais recente, os fluxos de entrada de capitais financeiros se reduzem consideravelmente e a integração Argentina passa a ser mais equilibrada na relação entre residente e não-residente. A razão entre o estoque de passivos e ativos financeiros é de 92%

8 Os estoques de passivos de *portfolio* crescem entre 2002 e 2006 apesar do fluxo líquido ser negativo. A explicação para este fato está na valorização dos passivos denominados pesos associados à valorização da moeda Argentina frente ao dólar. Como visto, as variáveis de estoque, no fim de um período específico, refletem não somente os fluxos financeiros líquidos, mas também mudanças nos preços, taxas de câmbio e outros ajustamentos (ver IMF, 2007).

em 2006. Apesar da melhora da composição dos estoques de passivos após a crise, classificamos a Argentina como um país com um padrão de baixa qualidade de integração.

Destaca-se na **Coréia** a grande importância dos *investimentos de portfolio* em sua integração financeira. Esses fluxos são diferenciados quando comparados aos fluxos de mesmo tipo de outros países, pois eles apresentam a menor volatilidade de acordo com a *medida 5* e baixa assimetria de acordo com as *medidas 3 e 4*, como mostrado nos *quadros A1 e A2* em anexo. Vale sublinhar que, nesses mesmos quadros, observa-se uma diferença notável de volatilidade entre os fluxos de *portfolio* dos diferentes países, sugerindo uma diferença qualitativa entre esses fluxos. Para o período de 1990 a 2006, o Brasil é o país com maior volatilidade nesse fluxo, seguido de Indonésia e Argentina (*quadro A1*).

De 2002 a 2006, apesar de um alto fluxo agregado, a absorção líquida de *investimentos de portfolio* ficou bastante reduzida na Coréia: o fluxo líquido representou apenas 2% do fluxo agregado. Nesse mesmo período, os fluxos líquidos predominantes são os *empréstimos bancários e outros*. Esses últimos fluxos também apresentaram um resultado líquido positivo para o longo período de análise (1990 a 2006) o que representa uma característica presente apenas para Coréia, Índia e Chile dentre os países selecionados.

Os *investimentos diretos* apesar de pouco expressivos em termos líquidos são importantes em termos agregados. Como vimos, para o conjunto de países, a integração financeira através desse tipo de fluxo é fundamentalmente de fora para dentro, ou seja, o fluxo de não-residentes tem grande importância quando comparado ao fluxo de residentes. Entretanto, a Coréia foge a esse padrão. Para os *investimentos diretos*, a média dos fluxos líquidos de residentes representou 92% do fluxo de não-residentes entre 1990 e 2006, dados que traduzem o elevado grau de internacionalização das empresas coreanas. Em 2006, Coréia possuía quase US\$ 240 bilhões em reservas governamentais o que confere a este país uma boa relação entre reservas e passivos externos. A Coréia pode ser classificada no grupo de países com alta qualidade de integração financeira.

O **Brasil** é o maior receptor de líquido de *investimentos de portfolio* dentre os países estudados, com média de 2,15 bilhões de dólares por trimestre entre 1990 e 2006. A volatilidade desse fluxo também é a maior dentre todos os países estudados. O fluxo de *investimento direto* também tem grande importância para o Brasil e se apresenta como um fluxo relativamente estável. Esse fluxo teve uma enorme importância líquida no período entre 1997 e 2001. Já entre 2002 e 2006, o fluxo

agregado de *investimento direto* se mantém alto, mas o fluxo líquido cai consideravelmente. As duas medidas de assimetria sugerem transformações qualitativas nesse fluxo que perde seu caráter unidirecional e passa a ser um importante vetor de formação de ativos no exterior pelos residentes (ver *quadro A2*).

Quadro 3: Renda Líquida Enviada ao Exterior (US\$ bilhões/ano)

	1990-1996	1997-2001	2002-2006
ARGENTINA	3,97	7,26	7,39
BRASIL	10,28	18,49	22,14
CHILE	2,20	2,42	9,04
MÉXICO	10,75	12,70	11,64
CORÉIA	0,68	3,39	0,05
ÍNDIA	3,64	3,98	4,60
INDONÉSIA	5,43	7,78	9,11
MALÁSIA	n.a.	6,62	6,00

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Como mostrado no *quadro 3*, no Brasil ocorre uma verdadeira drenagem de recursos pela via da renda líquida enviada ao exterior. Entre 2002 e 2006 foram 22,1 bilhões de dólares por ano em média. Além disso, o fluxo de *empréstimos bancários e outros* também transfere recursos financeiros ao exterior em larga escala, nesse mesmo período saíram, em média, 4,6 bilhões de dólares por ano (ver *quadro A2*). No que se refere à composição dos estoques, os ativos financeiros são majoritariamente *investimento direto*, enquanto nos passivos predominam os *investimentos de portfolio* (ver *quadro A3*). Os dados sobre a evolução recente dos estoques de passivos mostram uma diminuição nos *empréstimos bancários e outros*, um aumento nos passivos de IDE, e um crescimento maior nos *investimentos de portfolio*. A conjunção do grande estoque de passivos de *portfolio* e a alta volatilidade dos fluxos desse tipo de capital é certamente um aspecto negativo da integração financeira brasileira. Definimos o Brasil como um país com um padrão de baixa qualidade de integração financeira.

A **Índia** será classificada entre os países de alta qualidade de integração financeira. Uma primeira característica a ser apontada no caso indiano é baixa integração desse país pela via dos residentes, ou seja, é uma integração assimétrica, de fora para dentro, onde os fluxos de não-residentes predominam: a relação entre o estoque de

ativos sobre o estoque de passivos do país é de apenas 13,7 %. A forma predominante de inserção financeira é pela via de *empréstimos bancários e outros*. Entre 1990 e 2006 esse tipo de fluxo foi a principal fonte de recursos externos da Índia, em média forma US\$ 1,2 bi por ano. O fato de esse país absorver fluxos financeiros na conta de *empréstimos bancários e outros* em grande escala é uma característica que diferencia a Índia da maioria dos demais países. Para o período de 1990 a 2006 esse país absorveu em média 1,2 bi US\$ por trimestre por meio desse tipo de fluxo financeiro. Por último, a Índia ainda tem uma relação entre o estoque de reservas governamentais e passivos financeiros muito alta quando comparada aos demais países.

O fluxo líquido mais importante para o financiamento da **Malásia** no período de 1997 à 2006 foi o IDE, este também é o principal investimento na composição do estoque de passivos externos⁹. A medida de *assimetria estrutural* é relativamente baixa para todos os períodos de análise, o que indica grande formação de ativos de *investimento direto* no exterior. O estoque de passivos financeiros é relativamente equilibrado entre os três tipos de capitais financeiros. Já o estoque de ativos tem predominância dos *investimentos diretos* e dos *empréstimos bancários e outros*. A relação entre as reservas e o estoque de passivos é extremamente alta: 52,4 % em 2005. Por tudo isso a Malásia será classificada entre os países de alta qualidade no padrão de integração.

Alguns aspectos da integração financeira da **Indonésia** aproximam esse país do padrão latino-americano. Primeiro, a renda líquida enviada ao exterior é extremamente alta para todos os períodos de análise (ver *quadro 3*). Segundo, porque a conta de *empréstimos bancários e outros* também é responsável por uma grande transferência de recursos ao exterior (aqui o Chile se diferencia desse país e dos demais países latino-americano). Quanto à composição dos fluxos, na média de 1990 e 2006, a Indonésia se assemelha ao padrão brasileiro e argentino (principalmente no pré-crise) com a predominância de um alto e volátil fluxo de *investimentos de portfólio*. Os estoques de ativos e passivos desse país são compostos principalmente de *empréstimos bancários e outros*, mas a proporção entre ativos e passivos é extremamente baixa (16%) o que caracteriza uma forma de integração de “fora para dentro”. No que se refere à relação entre o estoque de passivos e as reservas governamentais esse país também acompanha os países latino-americano, para dados de 2005 essa relação era de apenas 20,6 %. Dessa forma, classificamos esse país como um país de baixa qualidade de integração financeira.

9 O IFS-IMF só disponibiliza dados trimestrais para esse país entre o primeiro trimestre de 1997 e o quarto trimestre de 2006.

Definição do padrão de qualidade da integração financeira de países periféricos

Por fim, a análise da intensidade da integração acusou um critério regional de agrupamento de países; os países latino-americanos, com exceção do México, têm alto padrão de intensidade de integração financeira, enquanto os países asiáticos, apresentam um baixo padrão. Já o padrão de qualidade da integração da integração financeira apresta uma divisão regional de alta qualidade para os asiáticos e baixa qualidade para os latino-americanos se considerarmos duas exceções: o Chile se assemelha mais ao padrão asiático e a Indonésia ao padrão latino-americano. Em seguida, estudaremos o comportamento das taxas de câmbio e juros desses países e faremos o contraste dessas duas variáveis e o padrão de integração financeira.

Quadro 4: Classificação do padrão de integração financeira de países periféricos

		INTENSIDADE	
		Alta	Baixa
QUALIDADE	Alta	Chile	Coréia Índia Malásia
	Baixa	Brasil Argentina	México Indonésia

Fonte: Elaborado pelo autor

Integração financeira e volatilidade das taxas de câmbio e juros

Os fluxos de capitais são determinantes na oferta de divisas estrangeiras disponíveis em um país e, em princípio, a taxa de câmbio responde à interação entre a oferta e a procura por essas divisas. Nesse sentido, em um país com livre flutuação do câmbio, e uma demanda estável por divisas estrangeiras, a volatilidade da oferta de divisas estrangeiras seria diretamente transmitida para

a taxa de câmbio. Portanto, em regime de livre flutuação do câmbio, países com alta volatilidade dos fluxos de capitais deveriam apresentar taxas de câmbio mais voláteis. Entretanto, como proposto por Calvo e Reinhart (2000), a maioria dos países periféricos é afetada pela “epidemia do *fear of floating*”. Esses autores relacionam a volatilidade do câmbio à volatilidade de outras variáveis econômicas como as reservas e os juros usando indicadores de volatilidade:

A idéia que está por trás dos indicadores de medo da flutuação é que sob um regime de flutuação genuína a volatilidade da taxa de câmbio é relativamente alta, ao mesmo tempo em que as volatilidades das reservas internacionais e das taxas de juros são relativamente baixas. (SOUZA e HOFF, 2006: 3)

Nesse sentido, países podem ter fluxos de capitais voláteis e ainda assim apresentar uma taxa de câmbio estável. Dois instrumentos principais são utilizados para influir na taxa de câmbio: a taxa de juros e as reservas cambiais. O mecanismo de transmissão da taxa de juros para o câmbio com livre mobilidade de capitais é evidenciado, de forma simplificada, pela paridade descoberta dos juros: $i = i^* + \hat{E}^e$. Onde, do lado direito da equação temos a taxa de juros nacional e do lado esquerdo temos a taxa de juros internacional e as expectativas em relação à taxa de câmbio. Dada à taxa de juros internacional, havendo uma divergência entre os dois lados da equação, espera-se um ajuste, ou da taxa de juros interna, ou da taxa de câmbio. No caso de um regime de câmbio fixo a variável de ajuste é a taxa de juros. Nesse sentido, os países com “medo de flutuar” podem fazer uso da taxa de juros para direcionar os fluxos financeiros de forma a estabilizar a taxa de câmbio. Há outros motivos econômicos para o uso político da taxa de juros, mas nossa argumentação será centrada no uso da taxa de juros para influenciar a taxa de câmbio¹⁰.

O segundo mecanismo de estabilização da taxa de câmbio são as reservas cambiais. Essas são compradas ou vendidas pelas autoridades monetárias nos

10 “Não se pode atribuir toda mudança na taxa de juros a tentativas de estabilizar a taxa de câmbio. No caso brasileiro recente, dado o regime de metas de inflação adotado, a própria volatilidade das pressões inflacionárias é uma causa importante da volatilidade da taxa de juros” (SOUZA e HOFF, 2006:6). De toda forma, a tentativa de reduzir a taxa de inflação pode ser intermediada por uma política de câmbio, principalmente em países de alto *pass-through*. Nesse caso, a variação dos juros afetaria a taxa de câmbio e em seguida os preços domésticos. Além disso, a estabilidade da taxa de câmbio pode atender a vários objetivos de política macroeconômica entre eles a estabilidade financeira, a competitividade externa e a redução da vulnerabilidade externa. Para análise dos objetivos e estratégias da política cambial ver Prates (2007).

mercados de câmbio domésticos. O efeito sobre o câmbio deriva da interferência dessas compras ou vendas sobre a oferta e demanda doméstica de divisas estrangeiras. Há controvérsias sobre a eficácia do efeito das reservas sobre a taxa de câmbio. Segundo a Unctad (2007), a compra de reservas pode provocar o efeito contrário ao esperado:

Moreover, if central banks attempt from the outset to limit the extent of appreciation of the domestic currency through intervention in the foreign-exchange market, the resulting growing stock of foreign currency reserves only reduces the risk for international speculators. (UNCTAD, 2007: IV)

A variação das reservas também pode ter outras motivações que não influir na taxa de câmbio, como por exemplo, ela pode fazer parte de uma estratégia de defesa dos governos frente a crises internacionais. Dessa forma, nos centraremos nas variáveis de câmbio e juros, e a volatilidade das reservas para os países estudados será apresentada de forma complementar. Mais adiante analisaremos a relação entre essas variáveis usando as medidas de volatilidade descritas a seguir¹¹.

Para **volatilidade do câmbio** usaremos a média do módulo da variação percentual mensal da taxa de câmbio nominal:

$$\text{Medida 6} = E \left| \left(\frac{e_m - e_{m-1}}{e_{m-1}} \right) * 100 \right|$$

Onde e_m é a taxa de câmbio nominal no mês m e e_{m-1} é a taxa de câmbio nominal no mês anterior, com $m = 1, 2, \dots, n$. As taxas de câmbio são medidas pela média do período e são expressas na unidade da moeda nacional por dólares. Essa medida apresenta o quanto, em média, a taxa de câmbio varia percentualmente por mês.

Da mesma forma, a medida de **volatilidade dos juros** será também a média do módulo da variação percentual mensal:

¹¹ Os dados usados para as séries de taxa de câmbio, juros e reservas são também do IFS-IMF.

$$\text{Medida 7} = E \left[\left(\frac{i_m - i_{m-1}}{i_{m-1}} \right) * 100 \right]$$

Onde i_m é a taxa de juros nominal no mês m e i_{m-1} é a taxa de juros nominal no mês anterior, com $m = 1, 2, \dots, n$. A taxa de juros usada foi a taxa de mercado monetário (*money market rate*). Essa medida mostra quantos pontos percentuais, em média, a taxa de juros varia por mês.

Para as **reservas cambiais** apresentam-se três medidas para dados trimestrais: o desvio padrão, a média do fluxo e o coeficiente de variação que consiste na divisão da primeira medida pela última¹².

$$\text{Medida 8} = \sqrt{E [R_t - E(R_t)]^2}$$

$$\text{Medida 9} = E(R_t)$$

$$\text{Medida 10} = \frac{\sqrt{E [R_t - E(R_t)]^2}}{E(R_t)}$$

Onde R_t é o fluxo de reservas trimestral, com $t = 1, 2, \dots, n$. A análise será feita em dois períodos: de 1997 a 2001 e 2002 a 2006¹³.

O *quadro 5* apresenta a volatilidade do câmbio para os países estudados de 1997 a 2001 e 2002 a 2006. No primeiro período, três países se destacam pela maior volatilidade; são eles Brasil, Coréia e Indonésia¹⁴. No período seguinte, entre 2002 e 2006, de forma mais geral, observa-se uma redução da volatilidade cambial dos países asiáticos com exceção da Índia que já apresentava pequena volatilidade no período anterior. O mesmo não pode se dizer dos países latino-americanos; Argentina, Chile e Brasil aumentaram a volatilidade cambial média de um período para o outro.

12 Os dados trimestrais referem-se ao fluxo de reservas e não à variação dos estoques, esses últimos só estão disponíveis no IFS-IMF para períodos anuais. Com isso, teremos atenção à interpretação do coeficiente de variação que pode ser um indicador falho já que a média pode se situar próxima de zero.

13 O período de 1990 a 1996 apresenta uma lacuna de dados para alguns países.

14 O Brasil aparece nessa lista apesar do período de estabilidade cambial entre 1994 e 1999, o que aponta para a intensidade da crise cambial de 1999 e a volatilidade até o final de 2001. Coréia e Indonésia também passaram por crises cambiais em 1997. Comentários isolados a parte, a análise dos dados será feita a despeito da particularidade de cada país.

Esses três países somados à Indonésia são os países de maior flutuação, ou melhor, de mais alta volatilidade da taxa de câmbio. A variação da taxa de câmbio nominal brasileira foi em média 2,98 % ao mês no período, para cima ou para baixo.

Quadro 5: Volatilidade cambial e de juros (média do módulo da variação mensal %)

	Volatilidade Cambial		Volatilidade dos juros	
	1997-2001	2002- 2006	1997-2001	2002-2006
Argentina	0,00	3,27	5,04	4,10
Brasil	2,87	2,98	2,13	0,49
Chile	1,58	1,83	3,30	0,13
Coréia	3,04	1,32	0,70	0,05
Índia	0,64	0,79	0,19	0,01
Indonésia	8,74	1,64	4,91	1,42
Malásia	1,67	0,26	0,59	0,02
México	1,57	1,24	1,79	0,37

Fonte: IFS-FMI, elaboração própria.

Brasil, Coréia e Indonésia, de acordo com uma fiel interpretação do trabalho de Calvo e Reinhart (2000), não teriam “medo de flutuar” e, portanto, não deveriam apresentar grande volatilidade de variáveis como câmbio, juros e reservas. Já a Índia e a Argentina são os países com menor volatilidade cambial, se esses países estão contaminados com o medo de flutuar, é de se esperar que as demais variáveis sejam bastante voláteis¹⁵.

A análise da volatilidade da taxa de juros e das reservas entre 1997 e 2001 (*quadros 8 e 9*) confirma o “medo de flutuar” da Argentina, mas o mesmo não se pode dizer da Índia. Ou seja, enquanto na Argentina a estabilidade cambial custava uma grande volatilidade da taxa de juros, a maior dentre os países estudados, a Índia apresenta a menor volatilidade dessa variável. Percebe-se que em alguns países com a taxa de câmbio volátil também há grande volatilidade dos juros e das reservas, como na Indonésia e no Brasil¹⁶.

15 Nossa análise não pretende analisar, caso a caso, os regimes de câmbio dos diferentes países para os diferentes períodos de tempo. Nosso objetivo é apenas contrastar a volatilidade de três variáveis econômicas (câmbio, juros e reservas) e avaliar se a maior estabilidade de uma variável implica em maior volatilidade das outras.

16 Teriam esses países medo de flutuar apesar de flutuarem muito? Uma forma de responder a essa pergunta seria usando os indicadores de volatilidade relativa propostos por Souza e Hoff (2006), que consistem na razão entre a volatilidade do câmbio e dos juros, e do câmbio e das reservas. Esses autores observam que para o período de janeiro de 1999 e dezembro de 2005 o Brasil apresenta altos indicadores, ou seja, a volatilidade do câmbio é grande relativamente a volatilidade dos juros e das reservas, sugerindo uma ausência do medo de flutuar. (SOUZA E HOFF, 2006:7-8).

O período seguinte, de 2002 a 2006, caracteriza-se por uma redução da volatilidade das taxas de juros em todos os países. Os países de maior volatilidade nesse período são Argentina, Indonésia e Brasil. Esses mesmos países apresentam a maior volatilidade nas taxas de câmbio e reservas. Não por acaso, esses três países foram classificados com um baixo padrão de qualidade de integração financeira. Nesse ponto colocamos a questão central do trabalho: existe alguma relação entre o padrão de integração financeira e a volatilidade de variáveis macros como câmbio e juros?

Quadro 6: Volatilidade do fluxo de reservas

	1997-2001			2002-2006		
	Média trimestral (US\$ milhões)	Desvio padrão (US\$ milhões)	Coefficiente de Variação	Média trimestral (US\$ milhões)	Desvio padrão (US\$ milhões)	Coefficiente de Variação
Argentina	226	2364	10,48	-840	2499	-2,97
Brasil	1109	8786	7,92	-2296	4779	-2,08
Chile	89	593	6,68	-167	879	-5,26
Coréia	-4040	4946	-1,22	-5909	4169	-0,71
Índia	-1351	1833	-1,36	-5645	4530	-0,80
Indonésia	-182	2487	-13,68	-670	2081	-3,11
Malásia	-392	2220	-5,66	-2319	3783	-1,63
México	-1101	1650	-1,50	-1351	4992	-3,70

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

O *quadro 7* esquematiza a intensidade das variações de câmbio e juros para os dois períodos como relativamente alta (+) ou baixa (-). Além disso, esse quadro apresenta a classificação desses países quanto ao padrão de integração financeira desenvolvida anteriormente. Observa-se que, de fato, há uma relação entre o padrão de integração financeira internacional e a volatilidade de câmbio e juros. Apenas Índia e Malásia, países classificados como de baixa intensidade e alta qualidade de integração financeira, apresentaram baixa volatilidade das duas variáveis para os dois períodos. A Coréia, outro país com a mesma classificação, apresentou a alta volatilidade cambial no primeiro período de análise, mais no segundo período, câmbio e juros se comportaram de forma pouco volátil relativamente aos demais países. México e Indonésia são os dois países classificados

com um padrão de baixa qualidade e baixa intensidade da integração financeira. O México apresenta alta volatilidade da taxa de juros e baixa volatilidade da taxa de câmbio para os dois períodos. Já a Indonésia apresenta alta volatilidade para as duas variáveis nos dois períodos de análise.

O Chile foi um país classificado com um padrão de alta qualidade e alta intensidade de integração financeira. Esse país apresentou, no primeiro período, uma baixa volatilidade da taxa de câmbio e alta volatilidade da taxa de juros enquanto que, no segundo período, essa tendência se inverteu. Por fim, Brasil e Argentina, os países com o pior padrão de integração, à exceção da estabilidade cambial argentina no primeiro período de análise, apresentam taxas de câmbio e juros relativamente mais voláteis em relação aos outros países. Uma consideração que pode ser feita é que nenhum país com baixa qualidade ou alta intensidade de integração financeira consegue ter baixa volatilidade de câmbio e juros, simultaneamente. Esse é um atributo apenas dos países com baixa intensidade e alta qualidade no padrão de inserção financeira.

Quadro 7: Intensidade das variações de câmbio e juros e o padrão de integração financeira

	1997- 2001		2002-2006		Padrão de integração
	Taxa de Câmbio	Taxa de juros	Taxa de Câmbio	Taxa de juros	
Argentina	~	+	+	+	Intensidade: Alta Qualidade: Baixa
Brasil	+	+	+	+	Intensidade: Alta Qualidade: Baixa
Chile	-	+	+	-	Intensidade: Alta Qualidade: Alta
Coréia	+	-	-	-	Intensidade: Baixa Qualidade: Alta
Índia	-	-	-	-	Intensidade: Baixa Qualidade: Alta
Indonésia	+	+	+	+	Intensidade: Baixa Qualidade: Baixa
Malásia	-	-	-	-	Intensidade: Baixa Qualidade: Alta
México	-	+	-	+	Intensidade: Baixa Qualidade: Baixa

Fonte: Elaboração própria.

O padrão de integração financeira e autonomia de política monetária

A trindade impossível foi uma expressão cunhada por Robert Mundell que se refere a uma implicação do modelo que leva seu nome (CARVALHO *et al.*, 2001). Essa expressão representa uma regra onde só se podem conciliar duas das três seguintes situações: liberdade de movimento de capitais, autonomia de política monetária e regime de câmbio fixo. Para Carneiro (2002), a globalização pode ser representada pela combinação da liberdade de capitais e a autonomia de política monetária, mas esse mesmo autor propõe uma diferenciação da aplicação dessa regra entre os países periféricos e os países centrais. Em regimes de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, os países da periferia têm autonomia de política monetária restringida enquanto que os países do centro têm autonomia de fato. O elemento responsável por essa distinção centro-periferia, segundo o autor, é a conversibilidade da moeda, de forma que, ao contrário dos países periféricos, os países com moedas conversíveis usufruem autonomia da política monetária associada à liberdade de capitais¹⁷. Essa questão também pode ser analisada por outro ângulo, considerando a qualidade da moeda uma questão de fundo e usando o perfil de integração financeira como variável de análise.

Vimos que países com um pior perfil de integração financeira tendem a apresentar maior volatilidade nas taxas de câmbio e juros. A grande volatilidade da taxa de câmbio gera conseqüências econômicas negativas para essas economias. O *currency mismatch* e as pressões inflacionárias são só alguns dos problemas gerados pelas variações exageradas da taxa de câmbio. Dado esses efeitos perversos, os países com padrão de inserção financeira de baixa qualidade têm a opção de usar a taxa de juros como um instrumento para afetar a volatilidade e o patamar da taxa de câmbio. Entretanto, a própria volatilidade da taxa de juros, por se tratar de um preço central para a economia, também produz efeitos econômicos negativos:

17 "O importante a salientar é que, dada a livre mobilidade dos capitais, não há possibilidade de os países periféricos participantes do sistema não aceitarem essa regra de formação das taxas de juros, porque na hipótese de fixarem taxa de juros internas abaixo da taxa estabelecida pelo mercado, não só deixariam de receber capitais como provocariam uma fuga dos capitais locais. Ou seja, a autonomia da política econômica doméstica, entendida como capacidade de determinar as taxas de juros é restrita quando comparada à dos países do centro do sistema." (CARNEIRO, 2002: 232)

A taxa de juros é um preço central numa economia capitalista, na medida em que a expectativas quanto à sua variação determinam um certo estado de preferência entre a posse de ativos mais ou menos líquidos e, conseqüentemente, definem o fluxo de gastos monetários que determina o emprego, a renda e os salários no mundo “real” (BELLUZZO, 1998:160-161)

Dessa forma, os países periféricos com pior qualidade de integração financeira sofrem duplamente com a volatilidade de câmbio e juros. A liberdade dos fluxos de capitais gera grandes movimentos nas taxas de câmbio e, com isso, a política monetária fica refém dessa volatilidade. O caráter pró-cíclico das políticas monetárias torna-se necessário para gerar “credibilidade” e evitar problemas como o *currency mismatch* e o *pass-through*¹⁸. O que era pra ser uma trindade impossível se transforma em uma “dualidade impossível”, já que, a autonomia de política monetária em um ambiente de livre mobilidade de capitais requer um padrão de integração financeira benigno. Nesses termos, a saída de política econômica seria uma melhora do padrão de integração financeira.

Entretanto, há também o efeito conjunto da volatilidade das taxas de câmbio e juros sobre os fluxos de capitais. No que se refere à taxa de juros, o estado de incerteza em relação a seu preço futuro incentiva os agentes a manterem seus ativos de forma líquida para que possa alterar a composição de seu *portfolio* rapidamente com as mudanças de expectativas. O reflexo disso para o conjunto de agentes é um fluxo financeiro fundamentalmente de curto prazo e altamente volátil. Quanto à taxa de câmbio, ela é o valor de referência para os passivos financeiros externos de um país, sua volatilidade é também a volatilidade do valor de contratos entre residentes e não-residentes denominados em moeda nacional, logo, ela acentua a incerteza dos investidores estrangeiros em adquirir ativos nesse país. Como conseqüência, os fluxos financeiros tornam-se mais voláteis: “A imprevisibilidade da evolução das taxas de câmbio estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo, que acentuaram ainda mais a volatilidade dos mercados de divisas” (PRATES, 2005:268).

18 “Aside from asymmetries associated with international currencies, there is significant evidence that policies in the developing world can by no means be considered entirely “autonomous”. The most important issue in this regard is the fact that developing countries are expected to behave in ways that generate “credibility” to financial markets, which means that they are expected to adopt pro-cyclical (austerity) policies during crises.” (OCAMPO, 2001:11)

Nesse sentido, há uma dupla determinação entre a volatilidade de câmbio e juros e o padrão de integração financeira. Países com taxas de câmbio e juros voláteis tendem a ter um padrão de baixa qualidade, e, não custa dizer, por ter um padrão de baixa qualidade tendem a ter taxas voláteis. A saída desse ciclo vicioso seria, ou a estabilização das taxas de câmbio e juros, ou a melhora do padrão de integração. Portanto, um problema central é a relação de dependência entre as taxas de câmbio e juros¹⁹.

Como colocado na trindade impossível, em um ambiente de livre mobilidade de capitais não há como estabilizar essas duas variáveis. Nesse caso, pode-se pensar na melhora do perfil de integração financeira com a estabilização de apenas uma dessas variáveis. A estabilização da taxa de câmbio pode representar um reforço do sistema financeiro visto que ela representa uma maior estabilidade do valor dos ativos e passivos externos medidos em moeda nacional. Nesse sentido, a confiança no valor futuro da moeda pode ampliar o horizonte temporal dos investidores (AGLIETTA, 2004). No entanto, em ambiente de mobilidade de capitais financeiros o preço da estabilidade cambial pode custar uma grande volatilidade da taxa de juros.

Já a estabilização da taxa de juros é benéfica para a atividade econômica na medida em que reduz o estado de incerteza de agentes que escolhem entre ativos financeiros e produtivos, de maior ou menor grau de liquidez. No entanto, da mesma forma, com liberdade de capitais, o custo de uma taxa de juros estável pode ser um alto grau de volatilidade da taxa de câmbio. Essa dinâmica será mais intensa quanto pior for o perfil de inserção financeira do país.

A saída de política econômica restante é a intervenção direta no padrão de inserção financeira internacional que, como vimos, é composto pela intensidade mais a qualidade da inserção financeira. No que se refere à intensidade, trata-se de diminuir o peso da integração financeira em relação à integração comercial, visto que essa última resulta reconhecidamente em fluxos de divisas mais estáveis. Políticas de comércio exterior e de promoção das exportações podem tornar os fluxos financeiros fontes de recursos secundárias para o financiamento da economia, diminuindo o peso dessas sobre a volatilidade das variáveis de câmbio e juros.

19 A esse respeito Miranda (1997) discorre: "Como os ativos denominados em diferentes moedas não são substitutos perfeitos, as arbitragens realizadas com o intuito de manter as relações entre paridades de taxa de juros com cobertura cambial tornam em muitas ocasiões, as determinações dos juros e do câmbio simultâneas e interdependentes." (MIRANDA, 1997: 264-65)

Quanto à qualidade da integração financeira, convêm políticas para atrair capitais financeiros de melhor qualidade e restringir os capitais que formam fluxos financeiros de alta reversibilidade e volatilidade, ou dito de outra forma, para melhorar a qualidade do padrão de integração financeira é oportuno aplicar políticas de controle dos fluxos de capitais²⁰.

Controles são vistos como um instrumento permanente de proteção das economias nacionais. Seu papel é precisamente bloquear canais de integração entre mercados domésticos e externos, autonomizando o mercado interno em relação ao que ocorre no exterior. Assim, controles podem ser usados, por exemplo, para permitir a uma economia manter taxas de juros diferentes daquelas que seriam impostas se fossem livres os movimentos de capitais. (CARVALHO e SICSÚ, 2004:168)

O resultado esperado dessas políticas é a melhora no padrão de integração financeira e, com isso, permite-se conciliar uma taxa de câmbio mais estável com a autonomia de política monetária. Dessa forma, o ciclo vicioso onde a volatilidade macroeconômica piora a qualidade da inserção externa, e essa última aumenta a primeira pode ser revertido. Esse processo tende a inibir os capitais de curto prazo e alongar a estrutura de maturidade dos passivos. “A especulação simplesmente define quando os preços -câmbio e juros- são estáveis.” (GUTTMANN, 1996:75).

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroeconomia financeira – crises e regulação monetária*. São Paulo: Loyola, 2004.
- BELLUZZO, L. G. Dinheiro e as transfigurações da riqueza, in TAVARES, M. C. FIORI, J. L. (org) *Poder e dinheiro*. Petrópolis: Vozes, 1998.

20 A melhora do perfil de integração financeira associada à uma queda na intensidade pode respeitar a condição de livre mobilidade de capitais enquanto que as políticas que visam melhorar diretamente a qualidade dos fluxos financeiros dependem de intervenção nessa condição. O primeiro tipo de política quando comparada a política de controle de capitais, obedece um tempo econômico distinto. Enquanto que a redução da intensidade da integração financeira pode levar anos, as medidas políticas sobre a qualidade podem ter impacto imediato sobre fluxos financeiros. É bem verdade que uma redução da intensidade da integração pode ter como consequência a atração de fluxos financeiros de melhor qualidade já que pode levar a uma melhora na volatilidade das taxas de câmbio e juros.

- BIANCARELI, A.M. *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP. Campinas, outubro de 2007.
- CALVO, G. A.; REINHART, C. M. Fear of Floating, *NBER Working Paper*, n.7993, 2000.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, 2002.
- _____. Globalização e integração periférica. *Texto para discussão 126*. Campinas: IE-Unicamp, 2007.
- CARVALHO, F. J. C. *et al. Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- _____; SICSÚ, J. “Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais”, *Revista de Economia Política*, vol. 24, nº 2 (94), abril-junho/2004.
- CLAESSENS *et al.* Portfolio capital flows: hot or cold?, *The world bank economic review*, vol.9, n.1, pp.153-174, 1995.
- DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDEU, D. & GABER, P. An essay on the revived Bretton Woods System, *NBER working papers*, n. 9971, 2003.
- GUTTMANN, R. “A transformação do capital financeiro”, *Economia e sociedade*, n.7: 29-49, 1996.
- IMF. *International Financial Statistics*, Database and browser, Washington DC: IMF, 2007.
- LANE, P. R.; MILESI-FERRETI, G. M. The external wealth of nations: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, *IMF Working Paper*, 06/069, 2006.
- MEDEIROS, C. Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina, in TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*, Petrópolis: Vozes, 1997.
- PALMA, G. Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina, in FIORI, J.L. (org.) *O poder americano*, Petrópolis: Vozes, 2004.
- PATTERSON, K. *An introduction to applied econometrics*, Nova York: St Martin Press, 2000.
- PRATES, D. “As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional”, *Revista de economia contemporânea*, v.9, n.2, pp.263-288, 2005.
- SOUZA, F. E. P.; HOFF, C. R. O Regime Cambial Brasileiro: Sete Anos de Flutuação, in BERLINSKI, J. *et al.* (Orgs.) *15 Anos de Mercosur*, Montevidéu: Editora Zonalibro, 2006.
- UNCTAD. *Trade and Development Report*, Geneva: United Nations, 2007.

Anexo

Quadro A1: Características fluxos financeiros por país de 1990 a 2006

INVESTIMENTO DIRETO					
Medidas Estatísticas	1	2	3	4	5
	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/ trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/ trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade
ARGENTINA	1183	1846	64,1	66	1,27
BRASIL	2738	4419	61,9	69	0,56
CHILE	724	1485	48,8	51	0,80
CORÉIA	77	1844	4,2	32	0,71
ÍNDIA	567	932	60,8	76	0,25
INDONÉSIA	188	850	22,1	82	0,74
MALÁSIA	328	1536	21,4	39	0,46
MÉXICO	3038	3739	81,2	90	0,58
INVESTIMENTOS DE PORTFOLIO					
ARGENTINA	647	2956	21,9	80	1,40
BRASIL	2153	4181	51,5	84	1,97
CHILE	-322	1249	-25,8	63	0,82
CORÉIA	1390	5136	27,1	57	0,72
ÍNDIA	876	914	95,8	100	1,21
INDONÉSIA	337	885	38,1	96	1,56
MALÁSIA	110	1570	7,0	65	1,28
MÉXICO	1608	3559	45,2	90	1,25
EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E OUTROS					
ARGENTINA	-1038	2951	-35,2	64	1,02
BRASIL	-1971	4651	-42,4	78	1,63
CHILE	52	1154	4,5	69	1,39
CORÉIA	645	5875	11,0	57	0,83
ÍNDIA	1235	2505	49,3	69	0,92
INDONÉSIA	-418	1111	-37,6	97	1,04
MALÁSIA	-1680	2739	-61,3	76	1,10
MÉXICO	-221	3968	-5,6	67	1,26

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

INVESTIMENTO DIRETO										
Quadro A2: Características fluxos financeiros por país para três períodos										
Medidas Estatísticas	1990 - 1996			1997 - 2001			2002 - 2006			
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade
ARGENTINA	775	1203	64,5	69	0,53	2213	3244	68,2	66	1,28
BRASIL	726	1126	64,4	58	0,70	6495	7312	88,8	90	0,32
CHILE	391	704	55,6	53	0,42	831	1959	42,4	46	0,70
COREIA	-266	851	-31,2	33	0,40	482	2558	18,8	28	0,41
ÍNDIA	214	246	87,2	93	0,37	764	984	77,7	83	0,25
INDONÉSIA	601	756	79,5	80	0,45	-257	827	-31,1	99	0,84
MALÁSIA	-	-	-	-	-	377	1184	31,8	49	0,53
MÉXICO	1634	1634	100,0	100	0,37	4096	4537	90,3	96	0,68
INVESTIMENTO DE PORTFOLIO										
1990 - 1996										
Medidas Estatísticas	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade
ARGENTINA	2116	3455	61,2	77	1,68	47	3365	1,4	71	0,94
BRASIL	3529	4142	85,2	91	2,35	1928	4949	38,9	84	1,69
CHILE	143	235	60,9	84	1,10	-163	1199	-13,6	56	1,10
COREIA	1852	3118	59,4	61	0,50	1984	4401	45,1	62	0,79
ÍNDIA	453	453	100,0	100	1,03	473	559	84,7	100	1,10
INDONÉSIA	521	535	97,4	100	0,85	-423	1003	-42,2	100	2,15
MALÁSIA	-	-	-	-	-	-356	1135	-31,4	71	1,18
MÉXICO	2353	4420	53,2	90	0,82	1153	2904	39,7	84	1,65
EMPÉSTIMOS BANCÁRIOS E OUTROS										
1997 - 2001										
Medidas Estatísticas	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade
ARGENTINA	-1116	2780	-40,2	51	1,22	-63	3898	-1,6	57	0,92
BRASIL	-1614	3847	-42,0	75	2,43	-3285	4973	-66,1	80	1,12
CHILE	316	790	39,9	72	1,28	113	1256	-9,0	58	1,10
COREIA	981	4933	19,9	40	0,42	-1919	5829	-32,9	57	1,01
ÍNDIA	990	1830	54,1	71	0,72	1033	2377	43,5	58	0,79
INDONÉSIA	552	783	70,5	100	1,34	-905	1242	-72,9	96	1,22
MALÁSIA	-	-	-	-	-	-1419	1934	-73,4	92	0,84
MÉXICO	48	3173	1,5	59	0,61	471	3770	12,5	80	1,59
2002 - 2006										
Medidas Estatísticas	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade	Média do fluxo líquido (US\$ milhões/trimestre)	Média do fluxo agregado (US\$ milhões/trimestre)	Assimetria estrutural (%)	Assimetria conjuntural (%)	Volatilidade
ARGENTINA	-1116	2780	-40,2	51	1,22	-2036	2375	-85,7	91	0,71
BRASIL	-1614	3847	-42,0	75	2,43	-1157	5454	-21,2	80	1,25
CHILE	316	790	39,9	72	1,28	-100	1487	-6,7	77	1,56
COREIA	981	4933	19,9	40	0,42	2740	7240	37,8	78	0,90
ÍNDIA	990	1830	54,1	71	0,72	1878	3767	49,8	79	0,99
INDONÉSIA	552	783	70,5	100	1,34	-1442	1494	-96,5	93	0,57
MALÁSIA	-	-	-	-	-	-1837	3222	-57,0	67	1,12
MÉXICO	48	3173	1,5	59	0,61	-1290	5279	-24,4	65	1,30

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Quadro A3: Estoque de ativos e passivos financeiros

		Ativos (excl.Res) (US\$ milhões)	Passivos (US\$ milhões)	PEL (excl Reservas) (US\$ milhões)	ativos/ passivos (%)	Reservas (US\$ milhões)	Reservas/ Passivo (%)
ARGENTINA (2006)	IDE	25531	62135	36603	41		
	PORT	192	49702	49511	0		
	OI	117228	44055	-73174	266		
	TOTAL	142951	155891	12940	92	32520	20,9
BRASIL (2006)	IDE	107446	236184	128738	45		
	PORT	8834	300907	292072	3		
	OI	30312	83087	52775	36		
	TOTAL	146592	620177	473585	24	85839	13,8
CHILE (2006)	IDE	26787	80732	53944	33		
	PORT	57244	20908	-36336	274		
	OI	18698	34100	15402	55		
	TOTAL	102730	135740	33010	76	19428	14,3
CORÉIA (2006)	IDE	46756	117987	71231	40		
	PORT	77209	357287	280079	22		
	OI	78655	178964	100309	44		
	TOTAL	202619	654238	451619	31	238957	36,5
ÍNDIA (2005)	IDE	12087	50260	38173	24		
	PORT	1290	63362	62072	2		
	OI	18143	115582	97439	16		
	TOTAL	31519	229204	197684	14	151626	66,2
INDONÉSIA (2005)	IDE	-479	13500	13978	-4		
	PORT	2537	34190	31654	7		
	OI	24335	121043	96708	20		
	TOTAL	26393	168733	142340	16	34724	20,6
MALÁSIA (2005)	IDE	21789	47516	25727	46		
	PORT	3369	41343	37974	8		
	OI	20613	44817	24204	46		
	TOTAL	45772	133677	87905	34	70120	52,5
MÉXICO (2006)	IDE	30753	236231	205478	13		
	PORT	6708	254344	247636	3		
	OI	50984	79525	28540	64		
	TOTAL	88445	570100	481655	16	76330	13,4

Fonte: IFS-IMF, elaborado pelo autor

Cronologia do processo editorial

Recebimento do artigo: 31-ago-2009 | **Envio ao 1º avaliador:** 04-set-2009 | **Envio ao 2º avaliador:** 02-out-2009 | **Recebimento da 1ª avaliação:** 23-set-2009 | **Recebimento da 2ª avaliação:** 25-out-2009 | **Envio para revisão do autor:** 03-nov-2009 | **Recebimento do artigo revisado:** 14-dez-2009 | **Aceite:** 18-dez-2009.