

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONOMICAS**

**Abertura financeira e independência da política  
monetária: introdução à visão teórica neoclássica e sua crítica**

Fernando Ferreira Rodrigues

Monografia para obtenção do grau de  
Bacharel em Ciência Econômicas

Orientador:  
Prof. *MSc.* Alexandre Laino Freitas

Três Rios - RJ  
2009

Fernando Ferreira Rodrigues

**Abertura financeira e independência da política  
monetária: introdução à visão teórica neoclássica e sua crítica**

Comissão Julgadora  
da  
Monografia para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas

Profa. *MSc.* Alexandre Laino Freitas  
orientador/presidente

---

1º. examinador

---

2º. examinador

Três Rios, Julho de 2009

## **Resumo**

Esse trabalho monográfico apresenta uma discussão sobre a possibilidade de independência da política monetária em um contexto de mobilidade de capitais, aponta o caso brasileiro como exemplo e utiliza em sua discussão a teoria da trindade impossível, o modelo Mundell-Fleming, modelo IS-LM-BP e a teoria da hierarquia das moedas. A partir da crítica à trindade impossível, será observado que em uma economia pequena e com plena mobilidade de capitais, a política monetária passa a ser usada para auxiliar na administração das contas no balanço de pagamento, podendo aumentar a inclinação da curva de balanço de pagamentos, ficando a taxa de juros interna refém das contas externas.

**Palavras-chave:** Fluxo de capitais. Trindade impossível. Hierarquia das moedas. Globalização.

## **Abstract**

This study presents a discussion about the possibility of independence of monetary policy in a context of capital mobility, points out the Brazilian case as an example and uses in its discussion the impossible trinity theory, the Mundell-Fleming model, model IS-LM-BP and the theory of hierarchy of currencies. From the criticism of impossible trinity theory, which is observed in a small economy with full capital mobility, the monetary policy becomes to be used in the administration of the accounts in balance of payment and can increase the slope of the curve of balance of payments, leaving the internal interest rate hostage from the external accounts.

**Key-words:** Capital flows. Impossible trinity. Hierarchy of currencies. Globalization

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPITULO 1 – O REFERENCIAL TEÓRICO NEOCLÁSSICO.....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 – MODELO IS-LM-BP.....</b>	<b>2</b>
1.2 - DEFINIÇÃO DA CURVA DE BP COM LIVRE MOBILIDADE DE CAPITAL .....	3
1.3 – MOBILIDADE IMPERFEITA DE CAPITAIS .....	5
1.4 - DETERMINAÇÃO DOS EQUILÍBRIOS INTERNOS E EXTERNOS E IMPACTOS DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS SOB DIFERENTES REGIMES CAMBIAIS .....	7
1.5 - MODELO MUNDELL-FLEMING .....	9
1.6 - O MODELO REFERENCIAL ORTODOXO. ....	11
<b>CAPITULO – 2. A HIERARQUIA DA MOEDA E A CRÍTICA À TRINDADE IMPOSSÍVEL – UMA VISÃO ALTERNATIVA.....</b>	<b>14</b>
2.1 – COMO O PROCESSO DE GLOBALIZAÇÃO SE DESENVOLVE NUM SISTEMA HIERARQUISADO APROFUNDANDO-O. ....	17
2.1.1 - OS ANOS 90 E A INTEGRAÇÃO DA PERIFERIA .....	18
2.1.2 - ABERTURA FINANCEIRA, BALANÇO DE PAGAMENTO E FINANCIAMENTO.....	20
2.1.3 - DESNACIONALIZAÇÃO DO SETOR BANCÁRIO .....	21
2.1.4 - SUBSTITUIÇÃO MONETÁRIA .....	22
2.1.5 - ABERTURA COMERCIAL, DESNACIONALIZAÇÃO E DINÂMICA DO CRESCIMENTO.....	22
2.1.6 - REESTRUTURAÇÃO PRODUTIVA E INSERÇÃO EXTERNA.....	23
2.2 - CRÍTICA À TRINDADE IMPOSSÍVEL.....	25
<b>3. CONCLUSÃO.....</b>	<b>26</b>
<b>4. BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>28</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABELAS E FIGURAS.

Gráfico 1 - Curva BP econômica aberta no curto prazo com livre mobilidade de capital.....	5
Gráfico 2 - Economia aberta no curto prazo com mobilidade imperfeita de capital (curva BP)6	
Gráfico 3 - Política monetária expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capitais e regime de cambio fixo. ....	8
Gráfico 4 - Política Fiscal Expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capitais e regime de câmbio fixo .....	9
Gráfico 5 - Política monetária expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capitais e regime de cambio flutuante.....	10
Gráfico 6 - Política fiscal expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capital e regime de cambio flutuante. (Modelo Mundell-Fleming).....	11
Figura 1 - Representação da trindade impossível. ....	13
Figura 2 - Representação da hierarquia das moedas. ....	14
Tabela 1 – Fluxo de capitais para países emergentes, valores líquidos em US\$ bilhões.....	19

## **Introdução**

A abertura financeira permite que haja uma grande mobilidade de capitais de um país para outro, essas transações são realizadas sempre em busca do maior lucro possível, a “maximização dos rendimentos”. Um montante de dinheiro investido em títulos públicos de um país pode ser resgatado, de uma hora para outra, e investido em títulos de outro país tendo em vista seu melhor rendimento. Da mesma forma ocorrem aquisições e fusões de empresas privadas pelo mundo todo de acordo com a oportunidade de ganhos que ela representa para determinado investidor. Esse movimento constante de negócios que ocorrem em escala global são resultados da abertura. .

Será discutido neste trabalho qual o grau de independência da política monetária, no que tange a fixação da taxa de juros básica, num contexto de abertura financeira.. A revisão teórica da abordagem neoclássica compreenderá o comportamento das curvas IS-LM-BP em uma economia de livre mobilidade de capitais e também em uma economia onde a mobilidade de capitais é imperfeita, situação em que a curva BP (balanço de pagamentos) se mostra ligeiramente inclinada em função do maior risco associado ao maior déficit.

Tal teoria tem como consequência a conformação de uma trindade impossível: uma situação em que não seria possível ter ao mesmo tempo controle sobre o movimento de capitais, do regime cambial e da política econômica doméstica, sendo possível alcançar ao mesmo tempo apenas dois desses objetivos. Porém essa trindade impossível se transformará em uma dualidade impossível quando aplicada em uma economia cuja moeda é inconvertível, pois nessa situação a política monetária deve ser utilizada para auxiliar o controle das contas do balanço de pagamentos.

## **CAPITULO 1 – O referencial Teórico Neoclássico**

### **1.1. – Modelo IS-LM-BP**

Os residentes de um país realizam uma série de transações econômicas com residentes de outros países. Essas transações se fazem tanto em forma de comércio de bens e serviços, no caso as importações, exportações e turismo, quanto com ativos, que são: direitos e obrigações, investimentos diretos, endividamento externo, colocação de papéis no exterior, etc.

O Balanço de Pagamento (BP) registra as transações entre os residentes de um país e o resto do mundo. O BP é composto pelas contas correntes, que são associadas aos fluxos de bens e serviços, e ao movimento de capitais, que se refere aos direitos e obrigações.

Desta forma temos:

$$\mathbf{BP=TC+MK}$$

Onde: **BP**: Balanço de Pagamento

**TC**: Transações Correntes

**MK**: Movimento de Capitais

O saldo nas transações correntes vai depender da taxa de câmbio e dos níveis de renda interno e externo. Isso ocorre, pois dada a taxa de câmbio e a renda externa, teremos um valor dado de exportações, e quando há elevações na renda interna ampliam-se as importações, o que acarreta em uma diminuição do saldo nas transações correntes.

O que concerne ao MK, isso vai depender das decisões de investimento de portfólio, nesse tipo de investimento os agentes procuram sempre maximizar rendimento de suas carteiras. Desta forma, o movimento de capitais vai ocorrer com a variação entre as taxas de juros interna e externa. Então, o que ocorre é que dada a taxa de juros internacional, a entrada de capitais tende a se ampliar quanto maior a taxa de juros.

Assim temos:

$$\mathbf{BP = TC(Y) + MK(r)}$$

Para que o saldo em BP seja igual a zero:

$$\mathbf{TC(y) = - MK(r)}$$

A inclinação da curva BP representará o grau de mobilidade de capitais, ou seja, a forma como estes respondem a variação na taxa de juros.

## **1.2 - Definição da curva de BP com livre mobilidade de capital**

Em uma economia de pequeno porte com livre acesso do país ao mercado internacional de capitais, à taxa de juros prevalecente neste mercado, qualquer déficit em transações correntes pode ser financiado pela taxa de juros vigente no mercado internacional e também, qualquer superávit pode ser aplicado no exterior a essa mesma taxa de juros. O que observamos neste caso é que em qualquer situação haverá um movimento de capitais compensatórios, a uma taxa de juros estipulada pelo mercado internacional, desta forma, o

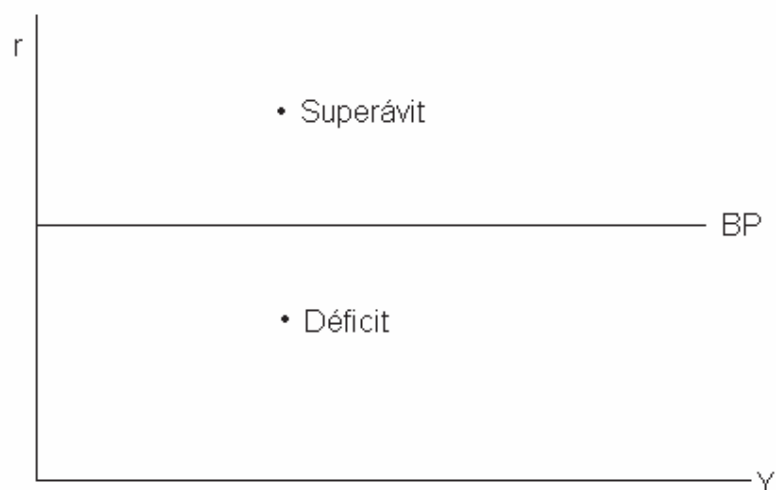


saldo nas transações correntes é irrelevante. Teoricamente qualquer país poderia financiar seus déficits com capital estrangeiro com a taxa de juros do mercado.

Em uma situação como esta, de livre mobilidade de capitais, a variável principal que determina o equilíbrio do BP é a taxa de juros, isso acontece na economia com livre mobilidade de capital, pois o saldo no BP é infinitamente elástico em relação à taxa de juros. Então, se a taxa de juros de um país for ligeiramente superior a taxa internacional, ocorrerá uma entrada massiva de capitais, levando ao superávit; quando for o caso de uma taxa de juros ligeiramente inferior a taxa de juros internacional, ocorrerá uma saída massiva de capitais, aprofundando o déficit no balanço de pagamentos. Essas variações da taxa de juros interna e externa tende a se regular igualando-se uma a outra para manter o equilíbrio no BP.

$$r^* = r$$

Esse movimento de capitais induzido pela variação de taxa de juros do país permite que ele financie seu déficit e mantenha suas contas em equilíbrio, de forma que a taxa de juros interna sempre tenderá a uma taxa que proporcione o equilíbrio externo (LOPES; VASCONCELOS, 2000).



**Gráfico 1 - Curva BP econômica aberta no curto prazo com livre mobilidade de capital.**

### **1.3 – Mobilidade Imperfeita de Capitais**

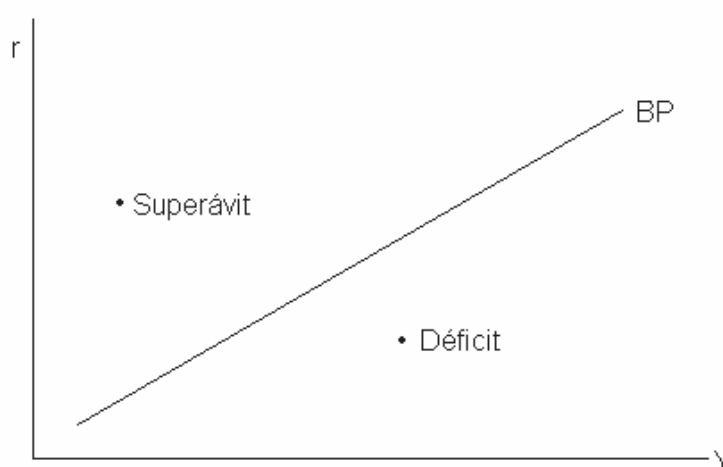
No caso de uma grande economia, ou uma situação de mobilidade imperfeita de capitais, tanto a renda quanto a taxa de juros passam a desempenhar papéis importantes para o equilíbrio externo. Observamos que neste caso uma elevação no nível de renda levará a uma deterioração do saldo em transações correntes, em função disso será necessário aumentar os recursos externos para financiá-la.

Quando falamos em uma grande economia, temos que observar a influencia que ela exerce no sistema econômico mundial, por isso, quanto mais recursos ela demandar maior será a pressão no mercado internacional, aumentando a taxa de juros vigente, fazendo com que elevações na renda sejam acompanhadas por elevações nas taxas de juros. Isso ocorre para manter em equilíbrio a BP.

Outra situação que devemos considerar é de uma mobilidade imperfeita de capital ou de maiores riscos associados a maiores déficits em TC (ou em volume de endividamento externo do país).

Quando isso ocorre, o aumento do nível de renda externa ampliara o déficit em TC, e para equilibrar a BP com o capital externo será exigido juros mais elevados, isso para que os credores externos aceitem financiá-lo, em virtude do maior risco que essa econômica oferece. Dessa forma, mesmo um país pequeno pode ter problemas para financiar o seu déficit a taxa de juros vigente.

Observamos então que essa nova configuração resultará em uma curva BP positivamente inclinada, pois o aumento na renda será acompanhado por elevações nas taxas de juros para manter o equilíbrio em BP.



**Gráfico 2 - Economia aberta no curto prazo com mobilidade imperfeita de capital (curva BP)**

Verifica-se no gráfico anterior que pontos acima da BP representam um superávit, que é uma entrada de capitais acima do necessário para equilibrar o BP, esse déficit pode ser

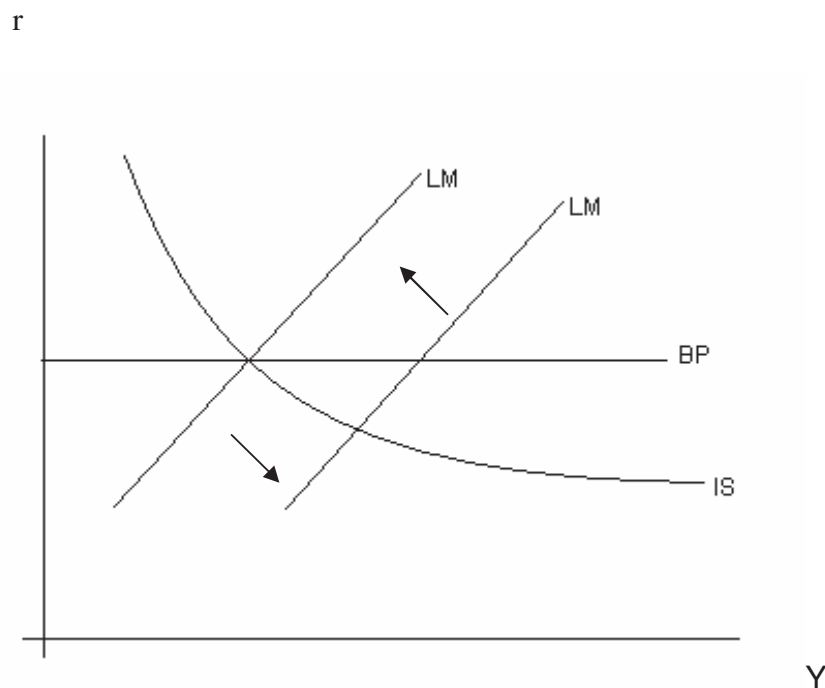
corrigido com a diminuição da taxa de juros ou induzindo a elevação da renda interna para ampliar o déficit.

Pontos abaixo da curva BP representam uma situação de déficit, onde a entrada de capitais não é suficiente para financiar as transações correntes, por isso será necessário um aumento na taxa de juros interna para atrair mais capital, ou ainda diminuir a renda interna para equilibrar as transações correntes.

#### **1.4 - Determinação dos Equilíbrios Internos e Externos e Impactos das Políticas Econômicas Sob Diferentes Regimes Cambiais**

Demonstraremos agora as reações em uma economia com perfeita mobilidade de capital, analisando sob a ótica do modelo IS-LM-BP, em uma situação de cambio fixo e livre mobilidade de capital verificamos qual será o impacto da política monetária. Em uma expansão monetária deslocará a curva LM para a direita, pressionando a taxa de juros para baixo. Como estamos considerando uma perfeita mobilidade de capitais, isso acarretará em uma fuga massiva de capitais do país causando déficit no Balanço de Pagamento. Com a saída de capitais o Banco Central terá que dispor de suas reservas de moeda estrangeira para suprir a procura e manter a taxa de cambio fixa, isso provocará a retenção da oferta da moeda até que a curva LM volte a posição original, retomando o equilíbrio da economia onde a taxa de juros interna é igual a externa (LOPES; VASCONCELOS, 2000).

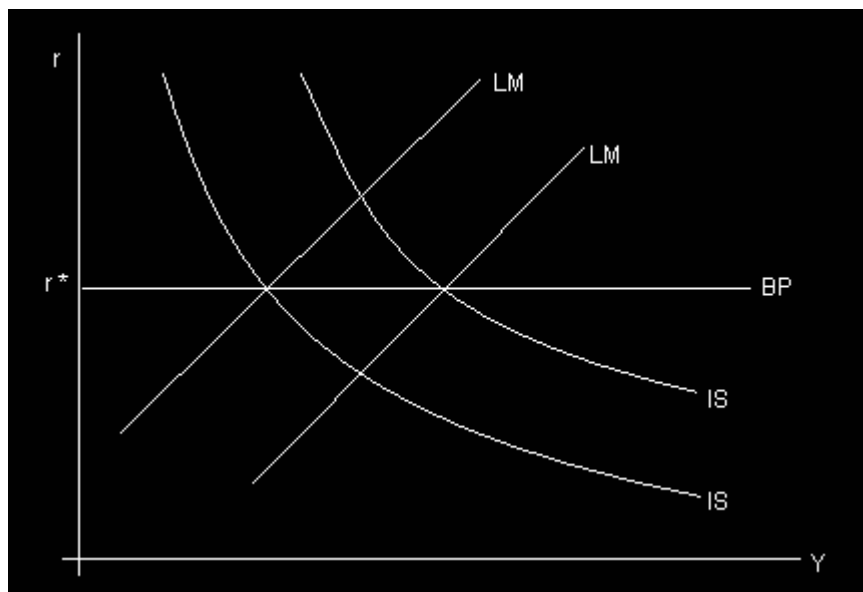
No caso acima, vemos que a política monetária é ineficaz, uma vez que o Banco Central não tem nenhum controle sobre o agregado monetário, que terá que se ajustar para garantir a igualdade entre as taxas de juros. Essa situação é representada pelo gráfico abaixo.



**Gráfico 3 - Política monetária expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capitais e regime de câmbio fixo.**

Analisando-se agora o impacto de uma política fiscal expansionista, ocorrerá um deslocamento da curva IS para a direita, provocando uma elevação na renda e na taxa de juros. Com essa elevação haverá uma grande entrada de capitais no país (superávit no BP), essas divisas serão adquiridas pelo BACEN, ampliando o efeito expansionista da política fiscal, o que ocorrerá com o deslocamento da LM para a direita.

Esse movimento está representado no gráfico abaixo.



**Gráfico 4 - Política Fiscal Expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capitais e regime de câmbio fixo**

Nestes casos analisados, com livre mobilidade de capitais, a taxa de juros interna é ditada pelo mercado internacional, e com taxa de câmbio fixa, o agregado monetário se ajustará para garantir essa igualdade, de modo a preservar a taxa de câmbio fixa. Com isso, a taxa de juros não se altera em decorrência do maior gasto público (o que se ajusta é a quantidade de moeda), não havendo, portanto redução do investimento.

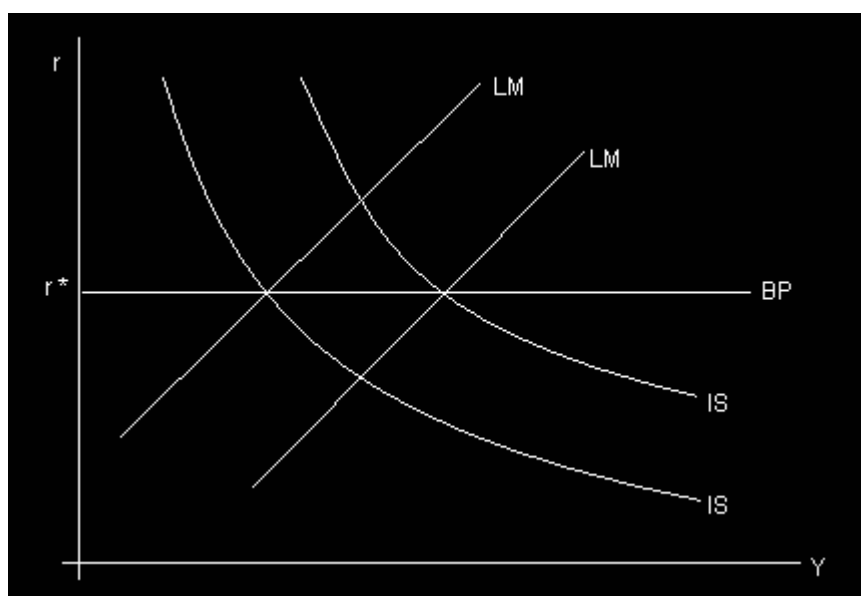
### 1.5 - Modelo Mundell-Fleming

Esse modelo analisa uma situação de livre mobilidade de capital e taxa de câmbio flutuante dentro do modelo IS-LM-BP.

Vejamos os impactos causados por uma expansão monetária neste modelo: a princípio a curva LM desloca-se para a direita acarretando em uma redução da taxa de juros, o que levará

a um aumento na demanda por moeda estrangeira para remeter capital ao exterior. A grande procura por moeda estrangeira provoca desvalorização da moeda nacional, conseqüentemente aumenta a exportação, deslocando a curva IS para direita. A taxa de cambio se desvalorizará até que a curva IS intercepte a LM ao nível da taxa de juros internacional. Esse é um caso em que a política monetária é plenamente eficaz.

Podemos verificar esses movimentos no gráfico seguinte:

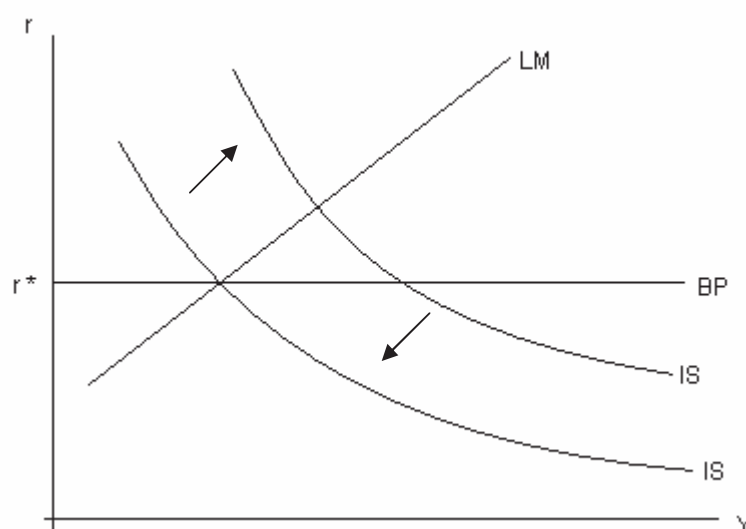


**Gráfico 5 - Política monetária expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capitais e regime de cambio flutuante**

Analisemos agora o que ocorre quando há uma expansão nos gastos públicos (política monetária). Neste caso o primeiro efeito é o deslocamento da IS para direita, causando uma pressão para o aumento da taxa de juros, e conseqüentemente uma procura maior por moeda nacional, em função da entrada de capitais. Isso leva a valorização da moeda nacional e torna mais caro o produto nacional em comparação ao estrangeiro, isso reduz a demanda e faz a IS deslocar para a esquerda até que ela retorne a posição original. Nesse processo, a taxa de cambio se valorizou de forma que a queda da demanda externa fosse exatamente igual ao

aumento do gasto público, tornando nulo o resultado final em termos de produto. Ocorreu uma espécie de *crowding-out*, neste caso expulsando demanda externa através do movimento da taxa de cambio (LOPES; VASCONCELOS, 2000).

Vejamos abaixo as movimentações no gráfico:



**Gráfico 6 - Política fiscal expansionista. Modelo IS-LM-BP com livre mobilidade de capital e regime de cambio flutuante. (Modelo Mundell-Fleming)**

### 1.6 - O modelo referencial ortodoxo.

Na Visão ortodoxa, uma economia pequena com plena mobilidade de capitais permite que os fluxos da conta capital (CK) sejam potencialmente infinitos, de maneira que os fluxos reais (TC) sejam relevantes apenas na determinação da taxa de cambio de equilíbrio, mas não para o financiamento do BP.

A macroeconomia ortodoxa postula a igualdade entre a taxa de juros interna e externa, ou seja, a variação esperada do cambio não nula permite que a taxa de juros interna seja



temporariamente diferente da taxa de juros externa mas não permite a independência dessas duas taxas (FREITAS, 2006). Para que a taxa interna possa variar diferindo da taxa externa num contexto de mobilidade do capital e de economia pequena, é necessário que a taxa esperada de câmbio seja fixa, não sendo influenciada nem pela taxa de juros nem pela taxa de câmbio a vista. Isso garante o deslocamento no curto prazo, da taxa de juros interna em relação à externa, devido à variação cambial compensar o diferencial de rentabilidade entre as taxas de juros (FREITAS, 2006).

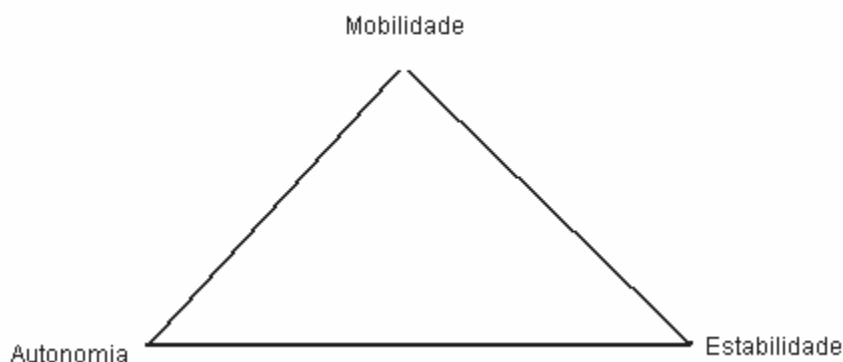
### **1.7 - Teoria da trindade impossível**

A teoria da trindade impossível trabalha os três elementos centrais de um sistema econômico-financeiro internacional, são eles:

- Grau de liberdade do movimento de capitais,
- Regime cambial (estabilidade ou flexibilidade das taxas de câmbio),
- Grau de autonomia da política econômica doméstica.

A combinação desses três elementos é denominada pelos economistas de trindade impossível, isso porque as autoridades econômicas não conseguem atingir simultaneamente esses três objetivos ao mesmo tempo.

Essa combinação pode ser representada na figura 1.



**Figura 1 - Representação esquemática da trindade impossível.**

Percebe-se que trindade impossível deriva das características do modelo ortodoxo. Ou seja, se há mobilidade de capital e câmbio fixo, o único ajuste que pode ser feito é nas taxas de juros, se há mobilidade de capital e câmbio flutuante, há autonomia dos juros no curto prazo (NASSIF, 2004).

Como a taxa de câmbio esperada é fixa, as pequenas variações internas da taxa de juros e da taxa de câmbio à vista não influencia a taxa de câmbio que foi fixada em um determinado período. Isso permite o deslocamento no curto prazo da taxa de juros interna em relação à taxa de juros externa, devido a variação cambial compensar o diferencial de rentabilidade entre as taxas de juros.

A partir da trindade impossível identificamos os padrões monetários internacionais que vigoraram historicamente a partir da classificação proposta, a qual deixa livre a taxa de câmbio e mantém a autonomia da política econômica com a mobilidade de capitais.

A teoria da trindade impossível demonstra que não é possível se ter ao mesmo tempo elevada mobilidade de capitais internacionais, taxa fixa de câmbio e política monetária independente. Ou seja: uma das três coisas tem de ser modificada - ou se reduz a mobilidade do capital, ou se flexibiliza a taxa cambial, ou se abandona o controle monetário.

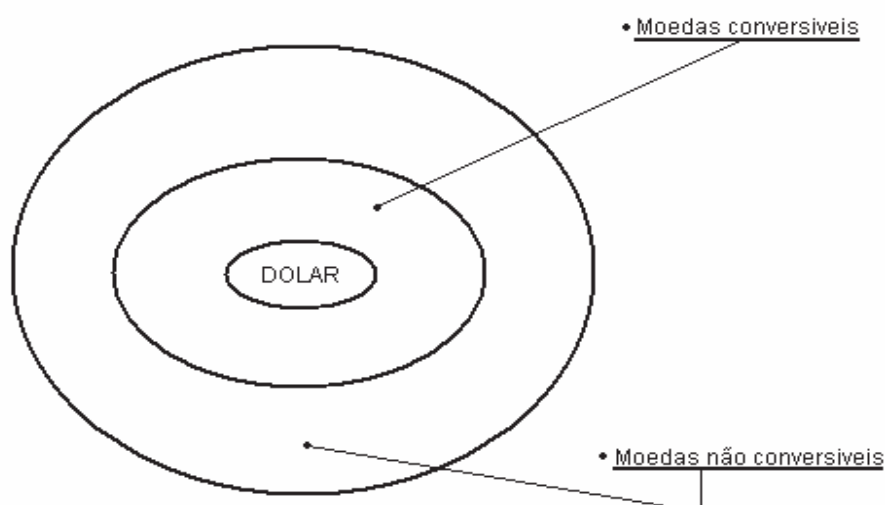
## **CAPITULO – 2. A Hierarquia da Moeda e a crítica à trindade impossível – uma visão alternativa**

Segundo Carneiro (1999) o sistema financeiro internacional constitui-se como um sistema hierarquizado, no qual o dólar é o núcleo. A partir dele é dada a existência de livre mobilidade de capitais, formam-se as demais taxas de juros e cambio do sistema.

Em um sistema internacional globalizado definimos três categorias principais de moeda. Em primeiro temos a moeda principal, que chamamos de moeda reserva, no sistema atual essa moeda é o dólar, em seguida definimos as moedas conversíveis que são as moedas dos países centrais e por último as moedas não conversíveis, são as dos países periféricos. A partir da moeda central define-se a taxa de juros básica, que é a menor de todas, pois trata se da economia mais forte e, portanto com menos risco.

Quanto mais distante deste núcleo, estiver determinada moeda, a taxa de juros vai aumentando em função do aumento do risco que a economia representa.

Podemos concluir que a taxa de juros paga pelos países de periferia é a taxa básica de juros dos países centrais acrescida do risco-país.



**Figura 2 - Representação da hierarquia das moedas**

Em virtude da livre mobilidade de capitais em um sistema globalizado como o atual, não há como um país periférico não aceitar essa regra de determinação da taxa de juros, pois caso diminuíssem os juros, ocorreria uma grande fuga de capitais do país periférico para os países do centro desse sistema.

Sobre as fortes elevação na taxa de juros nos anos 80 e 90, estão relacionadas as incertezas e falta de confiança na trajetória futura da economia. A preferência dos investidores por liquidez representa o temor à perda, que aumenta em função da especulação. Mesmo que esse temor não tenha fundamento, ele pode levar a uma reação em cascata, fazendo com que seja necessário ao país elevar as taxas de juros, porém, se não há mobilidade, entretanto, essa necessidade é menor.

Outro fator que pode influenciar na manutenção da elevada taxa de juros de um país periférico é a taxa de juros da moeda reserva, no caso o dólar. A taxa de juros dos EUA é definida em função de sua economia interna, mas quando há uma variação, altera as taxas de países periféricos, pois eles utilizam o dólar como moeda de reserva, por isso a relação restrita com o desempenho da variável doméstica da economia americana.

Quando falamos da hierarquia das moedas, a moeda principal, que no caso é uma moeda internacional, deve desempenhar a função de moeda nacional. Essa hierarquia é definida a partir de uma relação de poder entre os países, estabelecendo-se então, uma moeda chave. Como moeda chave, no caso o dólar, que é a moeda da maior econômica mundial, ele passou a desempenhar o papel de moeda financeira de origem pública americana, de forma a consolidar sua posição como refugio seguro nos momentos de perturbação na confiança dos investidores globais.

A progressiva liberalização dos fluxos de capitais foi produzindo um mercado unificado de dinheiro e ativos financeiros em escala global, sob o comando do sistema financeiro americano.

O sistema financeiro americano fornece a liquidez do sistema monetário internacional. Atuando como “banco múltiplo”, esse sistema atrai, amplia e redistribui capitais pelo mundo. Através das contas financeiras dos países que sediam os principais mercados financeiros pode-se observar que o sistema financeiro americano realizou a intermediação de grande parte do fluxo bruto global de entrada de capitais e dos fluxos de saída.

Porém, a partir de 1982, a conta corrente do BP dos EUA passou a estar constantemente deficitária, sendo então financiada mediante a atração de capitais estrangeiros. As entradas de curto e longo prazo tem sido capaz de financiar o déficit em conta corrente e a saída de capitais americanos. Porém, quando começa a passar por uma situação difícil, com grandes déficits no BP da economia americana, os mercados passam a selecionar de maneira mais criteriosa seus fluxos de capitais, o que diminui o fluxo de capital para os países devedores de maior risco. A partir da crise Asiática de 1997, por exemplo, os bancos e os investidores de títulos e ações passam a reduzir suas exposições aos mercados emergentes. Com essa crise de desconfiança, os países emergentes, que estão afastados do núcleo dessa hierarquia de moedas, passam a ter dificuldades em financiar seu BP, tendo que aumentar seus juros para consegui-lo.

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento e ativos de reserva no sistema financeiro internacional.

Existem diferentes graus de conversibilidade. Na hierarquia de moedas somente o dólar, enquanto moeda chave desempenha integralmente essa função, ou seja, possui maior grau de conversibilidade.

As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional e são demandadas, de forma secundária, como ativos de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros. Já as moedas dos países

periféricos participantes do sistema são inconvertíveis. Ao contrário dos países centrais, os periféricos, de forma geral, não são capazes de emitir dívida denominada na própria moeda.

## **2.1 – Abertura financeira em um país periférico de moeda não conversível**

No que concerne à Globalização, o fluxo de capitais em função da abertura econômica é uma via de mão dupla, tanto residentes como não residentes podem internalizar ou exteriorizar recursos, e o resultado dessas operações podem ser tanto negativas como positivas. Outra característica da globalização é o sistema de taxa de câmbio flexível e juros flutuantes, com isso, torna-se possível o ganho de curto prazo por meio da especulação da moeda e taxa de juros. Esse sistema exacerbou o peso dos fluxos de capitais, igualmente especulativo e de curto prazo.

Uma avaliação dos fluxos de capitais nos anos 80 segundo TUNER (1991) revela uma hierarquia, que por ordem de importância classifica os fluxos de capitais mais utilizados na seguinte ordem: portfólio IDE, empréstimos bancários e setor público. Essa mesma hierarquia permanece praticamente à mesma nos anos 90, mostrando tratar-se de uma característica da globalização.

O aumento do investimento em portfólio por outros países significa que os atores estão procurando diversificar seus investimentos para aumentar o lucro e diminuir os riscos. Essa diversificação permite que os ganhos de uns cubram as perdas de outros, sempre procurando a maior margem de lucro e trabalhando com a especulação.

O IDE assumiu o segundo nessa hierarquia porque possui retornos menores e uma menor liquidez, porém possui vantagens principalmente em momentos econômicos, nos quais a moeda de um determinado país se encontra desvalorizada, dessa forma o IDE pode

conseguir melhores aquisições e maiores retornos. O IDE assume basicamente a forma de fusões, aquisições e aliança estratégica.

Nos anos 90 em função da globalização, um dos aspectos mais importantes foi a reintegração dos países ditos emergentes aos mercados de capitais, outro aspecto importante foram as crises ocorridas no México, na Ásia, Rússia, América Latina e a possibilidade de sua generalização em uma crise global.

A maior participação do IDE nas varias economias traduz o movimento de diversificação de investimentos causados pela globalização. Investidores diversificam para diminuir os riscos de perda. Um dos problemas é que quanto maior for o investimento externo, maior perigo corre a economia que recebeu o investimento, pois basta um boato para que um dos investidores sintam-se em perigo e retire seu investimento, isso poderia causar uma reação em cadeia, com conseqüente retirada em grandes quantidades dos capitais investidos. CARNEIRO (1999) afirma que o investimento crescente estrangeiro e a taxa de retorno sobre estes criam divisas que podem ser exigidas em qualquer momento, e em geral são feitas em momentos de dificuldade do balanço de pagamento. A instabilidade do fluxo de capitais é uma característica marcante da globalização.

### **2.1.1 - Os anos 90 e a integração da periferia**

A partir dos anos 90 há uma retomada do investimento nos países emergentes, esse investimento é realizado principalmente através de portfólio. Apesar dessa inclusão dos países emergentes esse é um movimento bastante volátil e depende muito das crises, apesar de que, temos que considerar que as crises também agiram de forma a conscientizar os países desenvolvidos de que eles precisam buscar novos mercados, novos parceiros para manterem

sua hegemonia, o que levou a maior participação dos países periféricos nos fluxos de capitais internacionais.

**Tabela 1 – Fluxo de capitais para países emergentes, valores líquidos em US\$ bilhões**

<b>Fluxo de capitais privados para países emergentes (US\$ bi), 1990-2000 (Valores Líquidos)</b>											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Fluxos Privados Totais	45,80	139,80	116,90	124,30	141,30	189,00	224,20	126,20	45,20	71,50	32,00
Investimento Direto Estrangeiro	32,20	32,50	56,70	80,90	96,90	120,40	144,90	148,70	153,40	146,00	146,00
Investimento de Portfólio	39,70	53,00	81,60	109,90	42,60	85,00	43,30	23,80	53,70	58,30	58,00
Outros Investimentos	67,90	28,50	-14,00	-49,50	49,50	18,70	-62,10	-127,20	135,60	-172,10	-172,00
Memo: Créditos Oficiais	18,70	22,40	24,60	9,70	39,10	-9,70	29,00	n.d	n.d	n.d	n.d

Fonte: IMF (2000)

Fatores importantes que levaram a inserção dos países periféricos foram: as mudanças estruturais, relativa à poupança financeira e a diversificação do portfólio e mudanças cíclicas, que são relativas as quedas dos níveis de atividade e rendimento dos países centrais. Essa ultima em especial, levou aos investidores a diversificarem seus investimentos, incluindo os países periféricos em sua lista de investimentos.

### **2.1.2 - Abertura financeira, balanço de pagamento e financiamento**

Com a abertura econômica a captação de recursos das grandes empresas e bancos passou a ser feita no exterior. Uma das principais formas de captação das empresas nos anos



90 foi através de RDs, recibos de depósitos, esse tipo de operação aumenta a volatilidade do capital, pois eles podem ser resgatados a qualquer momento. As empresas que trabalham com RDs são principalmente as estatais de energia e telecomunicação. Para tentar regularizar e diminuir a volatilidade foram instituídas cobranças de imposto sobre as operações financeiras, o IOF.

Segundo CARNEIRO (1999), além das privatizações houve outro fator que favoreceu muito as empresas estrangeiras, estamos falando da equiparação das empresas estrangeiras com as nacionais, esse fato permitiu, por exemplo, o acesso a linhas de crédito nacionais e influenciou no aumento das aquisições de empresas nacionais por estrangeiras, “estatização”.

O fluxo de capitais brasileiro mostra ao longo do tempo uma evolução semelhante aos outros países em desenvolvimento, iniciando em 91 com os empréstimos de curto prazo, seguida pela utilização de portfólio e sucedida pelo financiamento de longo prazo, por último, a partir de 96 até os dias atuais a principal fonte de capitais são os IDE's. Com esse tipo de capital os fluxos se tornaram menos voláteis em função de sua característica de longo prazo.

Em referência ao IDE vemos que não acompanha as crises, ou seja, permanece constante mesmo em tempos de crise. Isso nos leva a pensar que esse tipo de investimento tem perspectivas de longo prazo e também que podem estar ligados a outros fatores como as fusões e aquisições.

Outro fator importante é que o IDE remete seus lucros para o exterior ou os utiliza para aquisições no próprio país, por exemplo, as privatizações. Como esse tipo de investimento não segue o ciclo econômico do país explorado, mas sim de seu país sede, ele pode aproveitar momentos de crise interna para fazer aquisições a preço baixo, realizando ótimos negócios.

Se abatermos os capitais do IDE utilizados nas aquisições, fusões e privatizações veremos que não há muitos outros tipos de investimentos feitos por ele, por isso entendemos que sua participação na economia doméstica é muito restrita.

Os créditos de longo prazo também se mostram voláteis e muito sensíveis à flutuação cambial. Em geral, quando as condições externas são favoráveis o Brasil adquire financiamento externo, porém, quando ocorrem problemas com a flutuação do câmbio, essa dívida se torna muito pesada. Quando as condições de crédito externas tornam-se favoráveis, algumas empresas preferem pegar empréstimos externos, porém, quando ocorrerem problemas cambiais eles acabam deixando de pagar suas dívidas, tornando-se frágeis.

### **2.1.3 - Desnacionalização do Setor Bancário**

Na Segunda metade da década de 1990, vimos uma desnacionalização de grande parte dos bancos, isso ocorreu em função do melhor desempenho dos bancos internacionais e também em função das perdas sofridas pelos bancos nacionais quando houve a estabilização da moeda e eles deixaram de ganhar muito dinheiro com a estabilidade dos juros e com o fim da intermediação da moeda indexada. Isso fez com que os bancos públicos e privados fossem vendidos à bancos internacionais. Como consequência dessa grande desnacionalização houve deterioração dos serviços prestados, além de que, os bancos privatizados passaram a obter mais participação dos fundos estrangeiros, aumentando a desigualdade na balança comercial. Outro fator observado é que essa maior participação de capitais estrangeiros não melhorou os serviços muito menos aumentou o crédito nacional.

#### **2.1.4 - Substituição Monetária**

A substituição monetária não representou um aprofundamento da economia nacional, impulsionada pela globalização, ela apenas fez com que algumas operações financeiras passassem a ser realizadas com moedas estrangeiras, ampliando a posse de ativos financeiros no exterior por parte de residentes.

São três as principais formas de substituição monetária no Brasil:

1. Emissão de dívida pública indexada a variação cambial,
2. Permissão concedida a algumas empresas para fazer depósitos de moeda estrangeira em instituições bancárias domésticas,
3. Contratos futuros de câmbio da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F.

Dessas três a mais importante e significativa é a emissão de dívidas públicas indexadas a variação cambial, dessa forma, a expansão da dívida foi muito mais rápida e alcançou patamares muito elevados.

#### **2.1.5 - Abertura comercial, desnacionalização e dinâmica do crescimento**

A desnacionalização e a abertura comercial foram formas utilizadas para promover o crescimento econômico de forma diferente das políticas de estímulo industrial utilizado no desenvolvimentismo. A concorrência seria o motor principal desse processo. A abertura comercial trouxe a valorização cambial que influenciou as privatizações. A valorização

cambial permitiu entrada de novos produtos no mercado aumentando a concorrência e obrigando as empresas nacionais a se tornarem competitivas. As privatizações levaram as empresas a uma gestão mais eficiente além de eliminar vários monopólios estatais.

Esse novo modelo econômico se mostrou como uma via de mão dupla, ao mesmo tempo trouxe benefícios também trouxe novos problemas. Com a abertura econômica as indústrias também se tornaram globalizadas, em função disso, tiveram que concorrer e impor concorrência ao mercado externo.

O processo de abertura comercial brasileira foi extremamente rápido, a estrutura herdada dos anos 50 foi totalmente modificada nos anos 90. As tarifas de importação que eram usadas como proteção ao mercado interno foram diminuídas rapidamente, ficando em torno de 20%. O anexo C, que constituía uma lista de aproximadamente 1300 itens que não podiam ser importados foi suspenso, além disso, outro fator que influenciou muito nesse processo de abertura foi a valorização cambial, pois deixou as importações mais baratas. Em função disso, a proteção industrial em 1994 chegou a alcançar patamares acordados no âmbito do Mercosul.

#### **2.1.6 - Reestruturação Produtiva e Inserção Externa**

A abertura comercial representou um salto de 6% para 20% das importações, o que deveria ter sido acompanhado pelo crescimento das exportações, porém não foi isso o que ocorreu, as exportações passaram de 8% para 15%, isso representa uma inversão dos excedentes do fluxo de capitais, esse fator se agravou em 1994 com a redução das tarifas para importação e valorização cambial, piorando ainda mais a balança comercial.

O que percebemos a partir de 1994 é que houve uma invasão de produtos elaborados com alto grau de especialização. Existe uma relação entre grau de especialização e grau de substituição, o que ocorre no Brasil é que os produtos de maior especialização também são os de maior substituição, isso faz com que as remessas de lucros para o exterior sejam muito grandes, em contra partida a grande maioria dos produtos exportados pelo Brasil são de baixa especialização. Essa diferença entre produtos exportados e importados pelo Brasil representa uma perda da economia nacional, o que nos leva a questionar as vantagens da globalização para o país.

Usando o coeficiente de importação como indicador da especialização, percebemos um aumento muito grande dos bens de capital importados, pois passaram de 20% da produção doméstica em 1990 para 100% em 1998. Na indústria de bens duráveis, material de transporte e bens intermediários elaborados, a substituição também foi significativa, nos intermediários não elaborados a substituição foi pouco expressiva.

Essa substituição mostra que a economia está dependente das importações, o que se traduz em um movimento contrário ao dos anos 80, quando a trajetória de crescimento era de diversificação e redução da dependência das importações.

Esses fatores mostram que a globalização não trouxe tantos benefícios para a economia Brasileira como se esperava, ao contrário, criou uma dependência internacional muito grande, dependência essa que inclui fluxos de capitais, fluxos de tecnologia; dependemos também das exportações, que em geral são de produtos de baixo valor agregado. Além do que, somos submetidos a um modelo econômico internacional, que aumenta nossa submissão e impede o crescimento do país.

## 2.2 - Crítica à Trindade Impossível

Vimos a partir do caso brasileiro, que em um modelo financeiro globalizado, com alta volatilidade de capitais e moeda não conversível a teoria da trindade impossível torna-se mais improvável, sobretudo agora nesse século XXI, quando realmente aumentou intensamente a mobilidade de capitais, aumentando conseqüentemente os riscos de evasão do capital em montantes expressivos. Com isso estamos descobrindo uma nova trindade impossível: com alta mobilidade de capitais, qualquer que seja o regime cambial, não é possível se ter uma política monetária independente.

O que ocorre é que a taxa de juros afeta a taxa de câmbio de longo prazo, invalidando a idéia inicial que permitia a variação da taxa de juros sem afetar a parte externa. Além disso, como os fluxos de capitais são voláteis, principalmente na periferia, isso exige mudanças constantes dos juros (LAVOIE, 2000).

O que queremos dizer, com essa visão das trindades impossíveis, é que - mesmo com taxas flutuantes de câmbio - quando há grande mobilidade de capitais, perde-se o controle da política monetária. A taxa de juros nominal que seria a melhor para a política de metas antiinflacionárias passa a ser a pior taxa de juros nominal para o crescimento econômico e para a taxa de câmbio real efetiva. A atuação do Banco Central sobre a taxa de juros influencia a entrada (ou saída) de capitais internacionais, com taxas fixas ou taxas flutuantes de câmbio.

A teoria da independência da política monetária num regime de flutuação cambial cai por terra, na medida em que a atuação sobre a taxa de juros passa a exercer efeito imediato sobre a própria taxa de câmbio. O Banco Central vai influenciar a inflação via taxa de juros pelos canais lentos de transmissão da política monetária, mas influencia também a taxa de câmbio, e de forma mais imediata.

### 3. Conclusão

Verificou-se no primeiro capítulo, através do modelo referencial teórico, que em uma economia com livre mobilidade de capitais e taxa de juros flutuante a curva BP representa o equilíbrio entre a taxa de juros interna e externa, além disso, em função da mobilidade perfeita de capitais, a curva é representada horizontalmente. Porém, quando a mobilidade de capitais se mostra imperfeita, ou seja, quando for necessário pagar maiores taxas de juros para financiar as contas do balanço de pagamento, a curva BP inclina-se positivamente.

Sob a ótica do modelo IS-LM-BP a política monetária mostrou-se ineficaz, pois o BACEN precisou dispor de suas reservas para suprir a demanda interna de moeda internacional e manter a taxa de juros em equilíbrio, porém, a política fiscal expansionista teve resultado muito mais eficaz, pois atraiu investimento e aumentou a renda causando superávit no BP e para manter a taxa de juros em equilíbrio o BACEN compra o excesso de moeda internacional ampliando assim a política monetária, deslocando LM para direita, de forma a manter o equilíbrio do BP.

O modelo Mundell – Fleming mostra uma alternativa de controle da taxa de juros a partir de uma situação de livre mobilidade de capitais e câmbio flutuante, o resultado é que quando se utiliza uma política monetária expansionista a taxa de juros é controlada através da redução da taxa de câmbio, que resulta na diminuição gradativa da exportação, levando a economia novamente ao equilíbrio. No caso de políticas fiscais a taxa de juros é controlada por meio da elevação do câmbio, pois ele inibe a demanda externa até que a economia volte ao seu equilíbrio.

O modelo referencial ortodoxo, que tem como hipótese a atração infinita de capitais para uma economia pequena, propõe uma trindade impossível, na qual são colocadas duas hipóteses: mobilidade de capital e câmbio fixo, sendo que, neste caso o único ajuste a ser feito é na taxa de juros; e mobilidade de capital e câmbio flutuante, mantendo-se a autonomia dos juros em curto prazo. Isso significa que a teoria da trindade impossível apresenta, de maneira diferente e simplificada, as opções colocadas pelo modelo teórico.

Entretanto a experiência histórica de abertura da economia brasileira mostrou um elevado grau de instabilidade e crescimento da importância dos fluxos de capitais externos, nos tornando reféns desse capital, que se apresenta como uma via de mão dupla, pois ao mesmo tempo trouxe benefícios e também trouxe novos problemas.

A integração das economias periféricas à globalização, através da diversificação dos investimentos, principalmente na forma de portfólio e IDE, dá suporte à teoria da hierarquia das moedas ao mesmo tempo em que mostra incorreta a teoria da trindade impossível (que afirma ser a dualidade possível), mostrando que na globalização há uma menor autonomia para a política monetária se os fluxos de capitais são deixados sem controle para uma economia pequena e de moeda inconvertível.



#### 4 - Bibliografia

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora UNESP, IE – UNICAMP, 2002.

CARNEIRO, R. **Globalização e inconvertibilidade monetária**, Texto para discussão IE – UNICAMP, n 120, abr.m 2006.

FREITAS, A.L. **Uma interpretação heterodoxa para as relações de taxa de juros, câmbio e inflação no Brasil, 1999-2006**. (Dissertação de Mestrado). Rio de Janeiro, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro – IE/UFRJ, 2006.

LAVOIE, M. (2000) **A Post Keynesian View of interest Parity Theorems**, Journal of Post Keynesian Economics, 2000.

LOPES, L.M.; VASCONCELLOS, M.A.S. **Manual de macroeconomia: Básico e intermediário**. 2ª edição. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2000. cap. 5, 6 e 7. p 149-248.

PAULA, F. R. **Uma alternativa de política econômica para o Brasil**, Cadernos Adenauer, ano IV, n 2, 2002, p. 59-92. Rio de Janeiro, Fundação Adenauer.

PIRES, M. C. **Regimes cambiais: Um modelo alternativo para o Brasil**, Revista de economia política, vol. 25, n2 (98), pp. 101 – 114.

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS. Globalização e integração perversa, in **Política Económica em Foco**: Boletim de conjuntura do instituto de economia da UNICAMP, Campinas, n. 1, p. 01-25, maio/agosto 2003.