

# GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS NOS MERCADOS EMERGENTES\*

Roberto Frenkel\*\*

Qualquer recomendação de política é influenciada por conjecturas de alguém sobre o futuro. Deixe-me, então, começar com as minhas próprias conjecturas sobre as perspectivas para as economias dos mercados emergentes.

Parece claro que a atual onda de fluxos de capitais para os mercados emergentes é influenciada pelos altos retornos que os ativos desses países oferecem em comparação com os dos países desenvolvidos. As baixas taxas de crescimento e de juros nos países avançados são, muito possivelmente, um fenômeno transitório. Provavelmente, os rendimentos reais e financeiros nessas economias irão aumentar em um futuro próximo. Por outro lado, penso que o elevado crescimento que os mercados emergentes têm experimentado desde o início de 2000 irá se manter por mais tempo. Esse parece ser um fenômeno mais duradouro. Embora as taxas de crescimento das economias emergentes e dos países avançados tenham exibido uma alta correlação a partir dos anos de 1980, elas começaram a divergir nos anos de 2000, isto pela primeira vez no período da globalização financeira (WEO, outubro de 2010). Esta tendência se manteve durante e após a crise financeira global de 2007-2008.

Além dos diferenciais de rendimentos, as atuais entradas de capitais são determinadas pela menor percepção de risco em relação aos mercados emergentes. Sobre esse ponto, mudanças importantes têm sido observadas na forma como essas economias participam nos mercados financeiros internacionais desde a crise asiática e russa de 1997-1998. Uma mudança-chave foi a substituição dos déficits em conta-corrente por excedentes na balança de pagamentos em muitos mercados emergentes, o que também envolveu uma mudança na direção dos fluxos líquidos de capitais entre os países desenvolvidos e esses mercados. Outras alterações relevantes estão atreladas ao acúmulo substancial de reservas cambiais e à implementação de regimes de taxa de câmbio mais flexíveis. Essas mudanças ajudaram a reduzir a segmentação dos ativos de mercados emergentes e também os riscos de contágio, além do comportamento de manada dentro desta classe de ativos. Como resultado, essa redução na percepção dos riscos também se espalhou para as economias emergentes que ainda mantinham déficits em conta-corrente ou que não haviam avançado para regimes cambiais mais flexíveis.

---

\* Artigo apresentado por Roberto Frenkel na Conferência de Alto Nível conjunta entre o Ministério da Fazenda do Brasil e o Fundo Monetário Internacional (FMI) realizada na cidade do Rio de Janeiro, Brasil, nos dias 26 e 27 de maio de 2011. O autor agradece o Ministro Guido Mantega e as autoridades do FMI pelo convite para participar desta conferência.

\*\* Pesquisador Senior do Centro de Estudos do Estado e Sociedade (Centro de Estudios de Estado y Sociedad – CEDES) e professor da Universidade de Buenos Aires.

A crise financeira global foi um teste de estresse para os mercados emergentes. Com exceção de alguns países europeus, nenhum deles sofreu crises externas ou financeiras e não houve inadimplência na dívida soberana. Além disso, o mesmo padrão de integração financeira internacional persistiu após a crise. O aumento dos recursos financeiros do FMI e a flexibilização de seus programas também desempenharam um papel importante na prevenção da crise naqueles mercados. Esses novos recursos parecem constituir um fenômeno permanente. De forma geral, os resultados *do stress test* na ocasião da crise e as mudanças no FMI reforçaram a percepção anterior sobre os mercados emergentes. Assim, vejo que os baixos riscos associados a essas economias continuarão no futuro próximo.

Deixe-me agora concentrar nos países da América Latina. Entre 2003 e 2007, a região como um todo perseguiu o superávit em conta-corrente. Em 2008, no entanto, este se transformou num déficit que aumentou até 2010, quando atingiu o ponto máximo. Na verdade, México, Colômbia e a maior parte da América Central e do Caribe apresentaram déficits em conta-corrente ao longo da década de 2000, sendo a dinâmica descrita antes o resultado, em grande parte, do comportamento dos demais países sul-americanos. Sem mudanças na política econômica atual, as previsões – inclusive as do FMI (WEO, abril de 2011) – indicam que o déficit em conta-corrente nessas economias tende a aumentar.

Será que essa tendência de aumento nos déficits em conta-corrente pode configurar uma ameaça de crise, como ocorreu no passado? Eu acredito que não; pelo menos não no futuro próximo. Minha suposição se baseia nas mudanças experimentadas na composição das contas-correntes durante a década de 2000. A dívida externa desses países tendeu a diminuir substancialmente nesse período. Assim, ao contrário dos 30 anos anteriores de globalização financeira, a parcela do pagamento de juros na conta de rendas de serviços fatores é significativamente menor, e a maior parte do déficit é explicada pelos dividendos do investimento estrangeiro direto. Assim, para um dado déficit em conta-corrente, a fragilidade externa da atual composição é substancialmente menor do que no passado. Déficits em conta-corrente são agora financiados por investimento estrangeiro direto, com uma alta proporção de lucros reinvestidos.

A partir das minhas conjecturas, alguém poderia concluir que sou mais otimista do que o IMF Regional Economic Outlook of the Western Hemisphere – Perspectiva Econômica Regional do FMI: Hemisfério Ocidental – (REO, abril de 2011) que alertou sobre o crescente déficit em conta-corrente e os potenciais riscos de uma reversão dos ingressos de capital – e que me oponho à implementação de políticas que reduzam a entrada de capitais ou que compensem ou atenuem seus efeitos. Essa interpretação estaria equivocada. Eu acredito que a adoção dessas políticas é fundamental e urgente. A principal razão pela qual defendo o emprego dessas medidas são os efeitos que os fluxos de capitais exercem sobre a taxa de câmbio real, os quais representam uma ameaça para a atividade econômica, para o emprego e, mais amplamente, para o desenvolvimento econômico desses países. Esses efeitos reais levam tempo para se tornarem visíveis e são, em grande parte, irreversíveis. Em poucas palavras, estou preocupado com a atual onda de ingresso de capital para a América

Latina, um vez que seus efeitos são mais propensos a desencadear um fenômeno de doença holandesa do que crises externas e financeiras. Além disso, acredito que essas políticas devam ser abertamente fomentadas, justamente porque os governos não interpretam a ameaça de uma crise como um incentivo para implementá-las.

O futuro, por sua própria natureza, é incerto. Conjecturas sobre o futuro – as minhas e todas as outras – têm necessariamente de lidar com essa incerteza. Será que os atuais termos de troca favoráveis irão persistir? E as atuais condições financeiras externas permanecerão? Não podemos responder com exatidão. As autoridades econômicas devem ser especialmente cautelosas frente à incerteza. Nesse sentido, acredito que o desenho da política econômica deve observar dois princípios. Primeiro, deve incluir todos os elementos de modo a assegurar que o objetivo proposto seja alcançado em todos os cenários previsíveis. Segundo, ela deve minimizar os potenciais danos que uma política econômica pode provocar caso as conjecturas na qual se baseiam estejam definitivamente erradas.

Seguindo esses princípios, uma atitude prudente seria a implementação de medidas para contrabalançar ou atenuar os efeitos das entradas de capitais. Essas medidas devem ser adotadas não apenas para evitar a formação de bolhas de ativos domésticos e controlar a inflação, mas também porque não adotá-las pode levar a crises externas e financeiras e, conseqüentemente, a um dano enorme, caso os termos de troca se deteriorem ou as condições financeiras se alterem. Em relação a essa questão, concordo plenamente com a posição recente do FMI sobre a adoção de uma abordagem prudente no tocante aos fluxos de capitais.

Não obstante, um projeto de política econômica prudente deve ampliar o exame dos potenciais efeitos negativos dos ingressos de capitais, incluindo aqueles relacionados com a doença holandesa. Esses efeitos devem ser levados tão a sério quanto aqueles associados aos riscos de crises externas e financeiras, pela razão de que são em grande parte irreversíveis. Encontra-se bem documentado tanto teórica quanto empiricamente que uma valorização transitória da taxa de câmbio real (TCR) pode ter efeitos duradouros sobre o setor de manufaturas, na forma de uma destruição permanente do capital físico, organizacional e humano. Além disso, uma gestão prudente da TCR parece ser uma estratégia assertiva mesmo no caso em que os termos favoráveis de troca e as condições financeiras internacionais persistam *ex post*, visto que as conjecturas sobre os efeitos futuros da doença holandesa também são incertas.

Vamos aceitar, por conta da discussão, as conclusões de um trabalho recente realizado por dois pesquisadores do FMI (MAGUD; SOSA, 2010), citado pelo Regional Economic Outlook of Western Hemisphere, em abril de 2011, indicando que os estudos sobre os efeitos da doença holandesa (ou seja, uma valorização da taxa de câmbio real de equilíbrio) sobre o crescimento econômico são inconclusivos. A mesma pesquisa aponta, ao contrário, a existência de substanciais evidências de que a doença holandesa leva a uma contração do emprego e dos níveis de atividade no setor de manufaturas. Além disso, o artigo sugere a existência de provas robustas apontando que a supervalorização da TCR, qualquer que seja o modo como esta é definida, prejudica o crescimento. Com base nessas evidências, deveríamos aconselhar um país com um setor industrial em desenvolvimento a assumir o risco de aceitar

passivamente os efeitos da doença holandesa, dismantelar o setor industrial e esperar pela realocação do trabalho liberado nos setores de serviço, agricultura e extrativista? Deve o governo de um país em desenvolvimento seguir essa estratégia, mesmo que as autoridades estejam convencidas de que as condições favoráveis externas permanecerão por longo período? Uma abordagem prudente seria contra essa estratégia, não apenas porque a evidência empírica é fraca, mas também por estarmos diante de um contexto mundial inovador que ainda tentamos compreender.

Quanto à abordagem sobre os efeitos da doença holandesa, discordo da posição que o FMI tem defendido recentemente. Operacionalmente, a divergência gira em torno dos critérios que deveriam orientar o tipo de medida e o grau de intervenção almejado para compensar ou atenuar as entradas de capitais e seus efeitos. Quais indicadores devem ser usados para calibrar as intervenções no mercado cambial, a postura da política fiscal, o nível da taxa de juros e o emprego de controles na conta de capital? A maioria dos documentos recentes do FMI foca em indicadores sobre o sistema financeiro e de tendência do saldo em conta-corrente, deixando em segundo plano, ou mesmo ignorando, a evolução da TCR. Essa orientação prioriza a redução dos riscos de crises externas e financeiras, mas negligencia os riscos da doença holandesa.

Na minha opinião, os argumentos que apoiam a orientação do FMI não são fortes. Primeiro, seus documentos e artigos se referem frequentemente ao “equilíbrio” da TCR, sem uma definição precisa do termo. A definição de taxa de câmbio real de equilíbrio (TCRE) sempre foi uma questão controversa na economia. Num contexto de alta mobilidade de capitais como vemos hoje, superávits e déficits significativos em conta-corrente podem durar por períodos muito longos, enfraquecendo assim a relevância empírica e política da noção de TCRE. Além disso, a TCR envolve várias moedas. Logo, se as taxas de algumas economias estiverem desalinhadas (como os documentos do FMI enfatizam insistentemente), as do restante do mundo também devem estar. Referências recentes à TCRE não vão além da ideia imprecisa de que as taxas atuais devem ser mais apreciadas que as do passado porque os termos de troca, as condições financeiras internacionais e outros fundamentos melhoraram para os mercados emergentes.

Além das dificuldades teóricas para definir TCRE, há outras associadas ao seu cálculo e as divergências com as taxas observadas. Um estudo recente do FMI (BERG; MIAO, 2010) estimou as taxas de câmbio reais de equilíbrio utilizando um Modelo de Equilíbrio Fundamental da Taxa de Câmbio em um painel de 181 países para o período de 1950-2004, com a renda *per capita* e outras variáveis usuais (termos de troca, o grau de abertura, investimento e gastos públicos) como regressores. O resíduo das regressões é a estimativa do grau de desalinhamento (desvalorização ou supervalorização em relação ao equilíbrio). Os autores comparam essas estimativas com as obtidas utilizando a mesma amostra em um modelo de TCRE, definidas como a paridade de poder de compra ajustada pela renda *per capita*, como uma medida do efeito Balassa-Samuelson (RODRIK, 2008). O coeficiente de correlação entre as duas estimativas é de 0,96. Como o grau de supervalorização e desvalorização é calculado a partir dos resíduos das regressões, os períodos e graus da desvalorização e supervalorização tendem a ser muito semelhantes para diferentes metodologias. Para mim,

há uma explicação empírica clara para este resultado: independentemente das variáveis particulares incluídas no Modelo de Equilíbrio Fundamental da Taxa de Câmbio, a maior parte do poder explicativo das regressões repousa sobre a variável renda *per capita*. Dado que a renda *per capita* é mais uma variável de tendência temporal, as séries estimadas de taxas de câmbio reais de equilíbrio se movem suavemente em torno da tendência temporal das séries de taxas de câmbio reais observadas. Como resultado, as supervalorizações e desvalorizações estimadas são essencialmente desvios da tendência temporal da série observada. Com base nisso, minha hipótese é que, para qualquer modelo econométrico, os valores estimados para todos os países da América do Sul são muito próximos das tendências temporais da série, implicando que os níveis observados das taxas de câmbio reais para quase todos eles estejam supervalorizados em 2010. Será que essa informação seria suficiente para enunciar as políticas cambiais desses países? Provavelmente não, pois o que nos interessa realmente é identificar os níveis mais adequados de TCR para os diversos objetivos de política econômica.

As observações passadas da economia analisadas a partir dos diferentes modelos econométricos fornecem apenas uma indicação aproximada do grau de supervalorização. Sabemos, por exemplo, que as atuais taxas de câmbio reais na maioria dos países latino-americanos estão próximas dos níveis mais valorizados dos últimos 30 anos. Para avaliar se estes níveis são ou não adequados para os diversos objetivos políticos, precisamos complementar essa informação com outros indicadores, como os documentos recentes do FMI sugerem fazer com indicadores financeiros e as tendências dos saldos de conta-corrente para aferir a probabilidade de futuras crises externas e financeiras.

Avaliar se certo grau de valorização da TCR é suficientemente tolerável para evitar a doença holandesa é mais complicado. Os efeitos negativos da valorização da taxa de câmbio real sobre a economia real se manifestam gradualmente ao longo do tempo, e, quando eles se tornam aparentes, podem ser difíceis de reverter. Para começar, os efeitos de curto prazo da valorização sobre a demanda agregada são normalmente expansivos. Ao mesmo tempo, os efeitos de substituição gradual reduzem a demanda pela produção industrial doméstica. No âmbito das empresas, há incentivos para substituir o trabalho e o valor doméstico adicionado para proteger a competitividade. A redução do emprego industrial ocorre devido ao fechamento de empresas – principalmente as pequenas e médias empresas (PME) – e à redução de pessoal naquelas sobreviventes. Todos esses efeitos geralmente levam tempo para se tornar aparentes. Vários estudos sobre as valorizações persistentes da TCR na América Latina têm mostrado que os efeitos negativos sobre o emprego ficam evidentes com uma defasagem de dois anos.

Por essas razões, as autoridades de um país que pretende compensar ou atenuar os efeitos da doença holandesa devem antecipar as suas manifestações. Para isso, elas devem ter informações detalhadas sobre a competitividade do setor industrial a fim de avaliar a adequação do patamar da TCR. Na minha opinião, este é, um papel fundamental e insubstituível do governo.

Deixe-me dedicar o último comentário aos instrumentos para contrabalancear ou mitigar os efeitos dos ingressos de capitais. A grande magnitude desses fluxos *vis-à-vis* o tamanho dos mercados financeiros de divisas e domésticos nas economias emergentes limita a

capacidade da política monetária de conduzir intervenções cambiais esterilizantes. Da mesma forma, o volume de entradas de capitais é tipicamente muito grande em comparação com o espaço fiscal dos governos para influenciar o rumo da taxa de câmbio por meio da política fiscal. Por outro lado, a regulação desses fluxos não é totalmente eficaz, especialmente nas economias que abriram completamente suas contas de capital.

Dadas essas limitações, parece razoável implementar políticas fiscais, monetárias e de controle de capitais de forma simultânea e coordenada. Em particular, a coordenação entre as autoridades econômicas e os bancos centrais (ausente em muitas economias latino-americanas) parece fundamental para tornar essas políticas mais eficazes.

Documentos recentes do FMI são céticos quanto aos efeitos das intervenções de compra no mercado de câmbio realizadas pelos bancos centrais. Eles rejeitam as “intervenções antecipadas” e sugerem a intervenção apenas quando a taxa de câmbio sofre uma valorização substancial, de modo a dissipar as expectativas de uma nova valorização. Acredito que o *gremlin* da TCRE também concorde com essas opiniões. A lógica subjacente parece ser que os agentes “conhecem” a TCRE e acreditam que os mercados conduzirão a taxa de câmbio nessa direção. Essa é uma concepção curiosa. Documentos recentes do FMI alertam sobre a possibilidade de bolhas de ativos domésticos, sendo a moeda nacional um deles. Então, por que devemos ignorar a possibilidade de que a valorização cambial seja o resultado de uma bolha no mercado de câmbio?

A observada falta de eficácia das recentes intervenções oficiais no mercado de câmbio pode ser o resultado da incapacidade de alterar a expectativa dos agentes sobre a evolução futura da taxa de câmbio. Fortes intervenções do banco central, deixando claras as intenções das autoridades de gerenciar a tendência da taxa de câmbio poderiam, pelo contrário, influenciar as expectativas do setor privado e, assim, reduzir as posições vendidas e os ingressos de capitais. Assim, um objetivo-chave das intervenções dos bancos centrais nos mercados cambiais deve ser o de alterar as expectativas dos mercados. As intervenções devem deixar claro o poder dos bancos centrais e o seu intuito de orientar a tendência de médio prazo da taxa de câmbio.

#### REFERÊNCIAS

BERG, A.; MIAO, Y. **The real exchange rate and growth revisited: the Washington Consensus strikes back?** Washington: International Monetary Fund, 2010 (IMF Working Paper, n. 10/58).

MAGUD, N.; SOSA, S. **When and why worry about real exchange rate appreciations? The missing link between dutch disease and growth.** Washington: International Monetary Fund, 2010 (IMF Working Papers, n. 10/27).

RODRIK, D. **The real exchange rate and economic growth.** Brookings. 2008 (Papers on Economic Activity, n. 2).

REO. *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere*, Apr. 2011.

WEO. *World Economic Outlook*, Oct. 2010.

\_\_\_\_\_. *World Economic Outlook*, Apr. 2011.