

**Globalização e  
inconvertibilidade monetária**

**Ricardo Carneiro**

Texto para Discussão. IE/UNICAMP  
n. 120, abr. 2006.

ISSN 0103-9466

# Globalização e inconvertibilidade monetária

Ricardo Carneiro

## Resumo

A hipótese central do artigo é a de que, no contexto da globalização, a inconvertibilidade monetária constitui-se no principal problema dos países periféricos. Parte-se da reconstituição dos debates, entre as posições antagônicas, para a explicação da inconvertibilidade, a do pecado original (*original sin*), e da intolerância ao endividamento (*debt intolerance*). Apesar de estar de acordo com a primeira posição, o artigo vai além e procura explicar as razões para a fragilidade monetária e financeira doméstica, dos países periféricos. Para tanto, critica a tese do risco jurisdicional e propõe que esta fraqueza decorre, da transmissão, para o plano interno, dos riscos inerente à inconvertibilidade.

**Palavras-chave:** Globalização; Inconvertibilidade monetária; Endividamento externo; Pecado original; Risco jurisdicional.

## Abstract

The central hypothesis of this article is that in the context of globalization, monetary inconvertibility is the main problem of peripheral countries. It begins with a brief review of contemporary debate covering the two opposite thesis on the fragility of financial system from emerging countries: the *original sin* and the *debt intolerance* hypothesis. Despite of supporting the first one, the article goes further and explore the domestic implication of inconvertibility. It criticizes the *jurisdictional uncertainty* proposition showing that an inherent flaw in the store of value of emerging market currencies, derived from original sin is the main reason for *de facto* inconvertibility and underdevelopment of domestic financial system of these countries.

**Key words:** Globalization; Monetary inconvertibility; Original sin, Debt intolerance; Jurisdictional uncertainty.

## Introdução

Diz-se que uma moeda é inconvertível quando não possui aceitação no âmbito internacional ou mais propriamente quando não desempenha nesse plano nenhuma das funções clássicas da moeda – unidade de conta, reserva de valor ou meio de pagamento. Assim, por exemplo não há cotações internacionais de mercadorias em moedas inconvertíveis, nem estas servem de moeda de denominação de contratos. Muito menos denominam ativos financeiros de reserva; privados ou de bancos centrais. A inconvertibilidade tem sido, em graus variáveis um atributo das moedas dos países periféricos. Nas versões mais brandas elas perdem suas funções no plano internacional mas as mantêm, integral ou

parcialmente no âmbito doméstico. Nos casos mais radicais ocorre a substituição monetária no plano nacional, extinguindo-se a moeda local.

A literatura do *mainstream* tem, recentemente tratado do assunto da inconversibilidade considerando sua principal implicação para os países periféricos: o *currency mismatch*, ou seja o desequilíbrio patrimonial decorrente de estruturas ativas e passivas denominadas em moedas distintas oriundas de flutuações, recorrentes, das taxas de câmbio. Esse artigo procura debater o assunto, iniciando por recuperar, nos termos do *mainstream*, a controvérsia sobre os determinantes do descasamento de moedas, confrontando a hipótese do *original sin* com a do *debt intolerance*.

Porém, o artigo não se restringe aos termos desse debate. Embora alinhando-se com a hipótese do *original sin* procura ir além e aponta para conseqüências mais profundas da inconversibilidade monetária num contexto de abertura financeira, tais como, as restrições ao aprofundamento financeiro e a não constituição de um sistema de financiamento de longo prazo e, o impedimento ao desenvolvimento de formas superiores de organização capitalista em razão da incapacidade da moeda local em desempenhar a função de instrumento de centralização de capitais na esfera financeira. Em suma, propugna-se um aprofundamento da noção de inconversibilidade monetária que transcende as implicações decorrentes do efeito riqueza e caminha na direção de considerá-la como atributo essencial do subdesenvolvimento.

## **1 O debate contemporâneo.**

A questão da inconversibilidade monetária embora indissolúvelmente associada à constituição da economia internacional ganha destaque com o aprofundamento das relações econômicas entre as nações sobretudo, no ambiente crescentemente liberalizado no qual as transações mercantis são largamente sobrepujadas pelas financeiras. Tomando como referência o marco histórico da globalização, Cohen (1998) sugere uma crescente desterritorialização do dinheiro com a contrapartida da perda de relevância do dinheiro nacional ou, pelo menos da maioria das moedas, que passam a obedecer no plano internacional a uma rígida hierarquia.

A partir dessas idéias, Cohen (1998) sugere que subjacente à desterritorialização forma-se uma dinâmica de concorrência e não de cooperação ou convivência dando origem a uma rígida pirâmide monetária na qual a tendência das moedas do topo é terem reforçadas sua prerrogativas internacionais enquanto as da

base correm o risco permanente de serem substituídas, mesmo nas suas funções domésticas.

A necessidade de uma ou mais moeda internacional decorreria das economias de escala e das reduções de custos de transação daí decorrente. As candidatas a exercerem essas funções seriam aquelas capazes de reunir três condições distintas: estabilidade, definida por taxa de inflação recorrentemente baixa; pequeno risco de perda de capital associado a liquidez e profundidade dos mercados financeiros-; rede de relações (*networks*) disseminada em razão do tamanho da economia e de suas relações comerciais.

O destaque na argumentação de Cohen (1998) é a relação dialética estabelecida entre a internacionalização monetária (*currency internationalization*), prerrogativa de algumas poucas moedas e a substituição monetária (*currency substitution*) atributo das moedas frágeis. Assim o avanço de algumas moedas no plano internacional e sobretudo a consolidação do topo da pirâmide tem como contrapartida um outro processo de substituição monetária parcial ou total, na sua base.

Uma variante do *mainstream*, como por exemplo, Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), Eichengreen e Hausmann (2005), trata a questão da inconvertibilidade por meio do assim chamado pecado original (*original sin*). Este é definido como a incapacidade de um país em endividar-se no mercado internacional, na sua própria moeda. Inicialmente, o conceito dizia respeito à ausência de endividamento ou emissão de títulos de longo prazo, na própria moeda do país, no seu espaço nacional. Isto é, a questão essencial era a da instabilidade ou incerteza quanto ao valor da moeda concedendo-se importância central à inflação. Assim, na ausência de estabilidade inflacionária era impossível emitir obrigações de longo prazo numa moeda qualquer no espaço nacional e, muito menos, se endividar nessa moeda no plano internacional.

De acordo com os autores, a experiência histórica demonstrou o caráter parcialmente equivocado dessa tese. Isso porque, a estabilidade inflacionária conseguida por muitos países periféricos após os anos 1990 tornou viável a emissão de obrigações de longo prazo nos mercados domésticos. Essa mudança, contudo, não se traduziu na possibilidade de endividar-se na própria moeda nos mercados internacionais. Evidenciou-se, assim, a existência de uma dimensão particular da inconvertibilidade monetária não atinente à dimensão doméstica, ou à estabilidade do valor interno da moeda, mas ao seu valor externo, vinculada a fatores intrínsecos ao sistema monetário internacional e à sua organização. Dessa perspectiva, a

inconvertibilidade seria uma característica permanente dos países periféricos, passando as várias ordens monetário-financeiras internacionais e assumindo maior ou menor importância de acordo com o grau de liberalização dos fluxos de capitais.

Segundo os autores citados, a explicação para a existência de moedas inconvertíveis, portadoras do pecado original, funda-se na presença de uma hierarquia de moedas no sistema monetário internacional. Essa hierarquia tem por base, em primeiro lugar, o tamanho ou o peso de cada economia no âmbito internacional. Utilizando a ideia dos custos de transação e das externalidades, os autores afirmam ser mais vantajoso para os países menores diversificarem portfólios em direção às moedas de maior peso do que o contrário.

Do ponto de vista dos portfólios privados, os incentivos para diversificação em termos de moeda são assimétricos pois há custos de transação que serão tão maiores quanto menor for o peso da moeda em questão nos vários tipos de transações internacionais. Ao mesmo tempo, sair das moedas mais fortes em direção as mais fracas implicaria perda de externalidades. Essas características traçariam uma linha divisória entre moedas convertíveis e inconvertíveis.

Na argumentação desenvolvida por Eichengreen e Hausmann (2005), a definição da linha divisória entre moedas convertíveis e inconvertíveis tem no tamanho dos mercados financeiros um critério crucial. Daí a presença dos centros financeiros internacionais, além dos grandes países, como emissores de obrigações e haveres nas suas respectivas moedas. Como se sabe vários desses centros possuem economias diminutas e relações comerciais pouco expressivas. Assim, em países com mercados financeiros mais profundos os investidores globais podem ampliar o grau de diversificação dos portfólios e reduzir riscos. O mesmo não ocorre com países de mercados financeiros menos profundos pois nesse caso o ganho inicial de diversificação em termo de moeda é anulado pela pouca profundidade e possibilidade de autocorrelação de preços de ativos.

Apesar de admitirem a existência da inconvertibilidade, autores como Bordo e Flandreau (2001) defendem ponto de vista distinto para a sua explicação pois segundo eles é a instabilidade do valor interno que se transmite ao valor externo, retirando dessas moedas o estatuto de reserva de valor no plano internacional. A questão essencial seria a da existência, nas economias centrais, de aprofundamento financeiro expresso na presença significativa da poupança financeira. Isto implicaria num compromisso da política econômica com a baixa inflação, vale dizer com a estabilidade do valor interno da moeda, que por sua vez

se transmitiria à taxa de câmbio ou valor externo da moeda, conferindo-lhe credibilidade. Como consequência, a incapacidade de emitir dívida no plano internacional nas moedas inconvertíveis teria origem doméstica e não internacional.

No âmbito das interpretações fundadas na idéia das falhas domésticas como elementos explicativos da fragilidade das moedas periféricas destacam-se duas outras vertentes.. A primeira delas está expressa no conceito de *debt intolerance* desenvolvido por Reinhart; Rogoff e Savastano (2003). Segundo os autores a excelência das políticas e instituições domésticas e o histórico de *default* no plano internacional definiriam a qualidade da moeda do país periférico. Como regra geral, as classificações de risco e os limites ao endividamento estariam associados tanto ao histórico de *default*, como ao de inflação, definindo os limites de endividamento, o *debt intolerance*. A linha de argumentação é bastante clara pois procura negar integralmente a noção do *original sin*. Assim, tanto o *default* no plano externo quanto a inflação, no interno, seriam responsáveis pela baixa credibilidade da moeda como reserva de valor. Nos casos extremos, a função reserva de valor da moeda seria inteiramente suprimida, inviabilizando a sua utilização no plano local.

O argumento do *debt intolerance* como hipótese para a fragilidade das moedas periféricas é claramente insuficiente. Ele constitui uma boa aproximação para as distinções quantitativas mas não para as de maior relevância, as qualitativas. Assim, por exemplo, moedas de países periféricos de elevada classificações de risco são semelhantes àquelas de países centrais. Isto todavia não constitui condição suficiente para emissão de dívida denominadas nessas moedas nos mercados globais. De modo semelhante, apesar de haver uma discrepância significativa entre as classificações de risco das moedas periféricas, todas sem exceção partilham do pecado original.

A tentativa de classificar as moedas periféricas de acordo com o seu histórico de *default*, interno e externo, constitui uma tentativa de inverter o problema central dessas moedas. É muito mais razoável admitir que o *default* resulte da combinação entre pecado original e caráter procíclico dos mercados financeiros internacionais que induzem as economias periféricas a níveis de endividamento e de *currency mismatch* insustentáveis. O plano interno seria no mais das vezes subordinado a essa dinâmica global.

Uma segunda vertente atribuída a Goldstein e Turner (2004) centra-se na discussão dos efeitos do *original sin*, tomando-o como um dado pois reconhece a sua existência, mas nega que o *currency mismatch* seja uma decorrência inevitável, podendo ser atenuado ou eliminado por políticas locais. Para esses autores, as

implicações da incapacidade dos países periféricos em emitir dívida em suas moedas nos mercados internacionais são exacerbadas pela qualidade das políticas e instituições locais. Essas deveriam preocupar-se mais decisivamente em desenvolver internamente as pré-condições para a superação do problema, vale dizer, evitar a formação, em escala significativa, das posições descasadas. Isso incluiria políticas macroeconômicas críveis que assegurassem patamares recorrentemente baixos de inflação indutoras do desenvolvimento financeiro doméstico, políticas regulatórias e prudenciais para evitar exposição excessiva em moeda estrangeira e aquelas destinadas a desenvolver o mercado de capitais locais, reduzindo de maneira mais profunda a dependência de poupança externa.

A rigor a disputa dessa concepção com a hipótese do *original sin* se dá no plano da negação da primeira enquanto restrição incontornável. Não desconhece o problema nem os seus efeitos, o *currency mismatch*, apenas advoga a centralidade das dimensões domésticas e das políticas necessárias para a determinação do volume de posições descasadas e seu gerenciamento. É curioso que, apesar da referência a relevância das dimensões domésticas, as teses de Goldstein e Turner (2004) não vão à raiz do problema, ou seja, não negam a existência do *original sin*. Assim, as políticas sugeridas não vão na direção de superar os problemas mas de minimizá-lo, pois ao que tudo indica ele é irremovível ou tomado como constitutivo do sistema monetário internacional.

Em resumo, as abordagens do *mainstream* dividem-se quanto às razões, distintas e opostas, para a inconversibilidade, numa vertente tem-se a tese para a qual a explicação estaria na hierarquia de moedas no sistema monetário internacional. Noutro pólo, as teses que enfatizam razões domésticas incluindo o histórico de *default*; a não credibilidade da âncora nominal ou o pouco aprofundamento financeiro nessas economias. Para várias dessas abordagens seria a qualidade das políticas e instituições domésticas que ao tornar instável o valor interno das moedas terminaria por transmiti-lo ao valor externo tornando-as pouco crível como reserva de valor.

A questão essencial tratada nas duas abordagens é, portanto, a das razões que impedem as moedas inconversíveis em transformarem-se em reservas de valor. A tese do pecado original parece ser uma explicação mais robusta ao apontar um elemento de bloqueio ao desenvolvimento dessa função nas moedas periféricas oriunda da ordenação do sistema monetário internacional, atribuindo à hierarquia de moedas o caráter determinante, em última instância, dessa atrofia. As demais interpretações fazem em maior ou menor grau o percurso inverso.

## 1.1 A variante brasileira

Ao criticar a posição de Arida (2003a; 2003b) que advoga ser a inconvertibilidade da moeda em países periféricos, como o Brasil, resultado da inconvertibilidade de direito (*de jure*), ou seja, da ausência de um marco legal estável capaz de assegurar de maneira permanente essa convertibilidade, Belluzzo e Carneiro (2004), assinalam que “a remoção de fato ou de direito das restrições à convertibilidade no plano doméstico, não torna a moeda nacional uma referência ou uma reserva de valor no plano internacional. Num horizonte de tempo previsível, a nossa moeda não passará a denominar contratos, constituir-se em referência de preços e muito menos será demandada como ativo de reserva por terceiros países”.

A rigor, a tese de Arida (2003a; 2003b) pretende reduzir a questão da inconvertibilidade de uma moeda qualquer, à ausência de restrições legais aos fluxos de capitais, seja no plano do acesso de não residentes (*inward transactions*) seja no da saída de residentes (*outward transactions*). A convertibilidade irrestrita terminaria por converter a moeda em reserva de valor. O autor despreza o argumento da qualidade diferenciada ou da hierarquia de moedas e, portanto, a idéia de que há elementos dificilmente superáveis no estabelecimento da convertibilidade, não associados a seus aspectos legais.

Na caracterização da inconvertibilidade, a partir de uma perspectiva crítica, um ponto a ser destacado é a existência de uma fratura entre o valor interno da moeda (medido pelo valor monetário de uma cesta representativa de bens e serviços e a sua variação) e o seu valor externo (medido por uma taxa de câmbio com uma divisa-chave, ou o ouro e a sua respectiva variação).

Assim, se no plano internacional uma moeda inconvertível não desempenha nenhuma das funções monetárias essenciais, no plano nacional a inconvertibilidade se manifesta sobretudo pela cisão da unidade de suas funções, mediante a perda parcial do caráter de reserva de valor. Nesse aspecto, vale dizer, enquanto veículo de expressão do valor de ativos e passivos, a moeda doméstica é substituída parcialmente por uma divisa estrangeira. Na América Latina, essa dimensão da inconvertibilidade assumiu em vários países e em graus variáveis, a forma de dolarização de preços e contratos, em alguns casos com a completa substituição da moeda local.

Quando as moedas locais mantêm ao menos parcialmente as suas funções há duas manifestações principais da sua insuficiência enquanto de reserva de valor no âmbito doméstico: as altas taxas de juros a ela associadas, reflexo da



desconfiança sobre essa moeda, e a ausência de financiamento de longo prazo, por meio de crédito ou títulos, nela denominado. Isso traduz a indisposição dos agentes econômicos em aceitar posições mais ilíquidas nessas moedas, certamente uma manifestação da incerteza quanto ao valor futuro de débitos ou créditos. A forma pela qual esse problema foi enfrentado nas economias periféricas não seguiu um padrão único. Nos casos de maior êxito, a estabilidade inflacionária permitiu o desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo. Como regra geral, envolveu algum tipo de repressão do sistema financeiro doméstico.

Na discussão do caso brasileiro contrapõem-se duas teses distintas acerca da atrofia da função de reserva de valor da moeda local e da sua incapacidade em fundar relações financeiras de longo prazo. Autores como Arida; Bacha e Lara-Rezende (2004) atribuem-na ao risco jurisdicional, ou seja, deslocam o diagnóstico ortodoxo, da ausência de um mercado de financiamento de longo prazo dos aspectos macroeconômicos tradicionais, como o *crowding out*, e a instabilidade inflacionária, para determinantes microeconômicos. O risco jurisdicional seria resultante da discriminação contra os credores em geral. Ele se expressaria por exemplo, nas medidas práticas contra a poupança financeira, tais como subindexação, confisco parcial e mudanças *ad hoc* do marco regulatório. No plano bancário sua manifestação seria a baixa eficácia da legislação para a recuperação dos créditos em *default* cujo efeito prático seria o estímulo à inadimplência.

As conseqüências do risco jurisdicional seriam, uma ampliação da preferência pela liquidez com a concentração da poupança financeira nas formas mais líquidas, o aumento da preferência pelo consumo em detrimento da poupança, a transferência de poupança para o exterior para moedas de maior credibilidade, ou a sua canalização para os ativos reais.

O argumento, portanto, é que o risco jurisdicional seria o principal determinante da perda da função de reserva de valor na moeda nacional. Segundo Arida; Bacha e Lara-Rezende (2004), uma evidência dessa tese seria o contraste entre a inexistência de um mercado de financiamento de longo prazo no âmbito doméstico e a sua existência no âmbito internacional cujo funcionamento se ateria a outro marco jurídico sem os vícios do mercado local. A rigor, essa concepção é um desdobramento daquela desenvolvida por Arida (2003a; 2003b) relativa à inconversibilidade a qual decorreria sobretudo da incerteza jurídica.

Com outra abordagem teórica, Hermann (2004) enfatiza a elevada preferência pela liquidez associada a aspectos estruturais e institucionais do sistema financeiro doméstico. Destaca a idéia de que o problema não residiria no montante

da poupança mas na sua concentração nas formas mais líquidas. Seu argumento principal é o de que a baixa atratividade dos ativos de longo prazo deve-se sobretudo à concorrência dos ativos de curto prazo em particular os títulos públicos de elevada remuneração. Assim, o elevado piso de juros do sistema, definido pelos títulos públicos com alta liquidez, torna o custo do financiamento de longo prazo, tanto para o setor privado como público, proibitivo. Nessas circunstâncias, a ausência de um sistema de financiamento de longo prazo decorreria da impossibilidade de formação de uma curva de rendimentos (*yield curve*) em razão da alta liquidez e rentabilidade dos títulos públicos de curto prazo.

## 2 Uma abordagem alternativa

O diagnóstico mais preciso sobre as razões da inconvertibilidade exige uma discussão aprofundada sobre a incapacidade das moedas periféricas em se constituírem como reserva de valor tanto no plano internacional como doméstico. Assim, cabe examinar os motivos pelos quais, num regime internacional de ampla mobilidade de capitais, um ativo de emissão de país periférico tanto denominado na sua moeda como na moeda reserva internacional, seja em mercados locais seja nos internacionais, constitui uma frágil reserva de valor. Uma dupla hipótese pode se aqui formulada. A primeira delas é que a estabilidade inflacionária obtida no plano doméstico não se traduz necessariamente em estabilidade monetária, ou seja, do valor externo da moeda, expresso na sua taxa de câmbio com as divisas centrais. A segunda, complementar à primeira, propõe que para uma parcela expressiva das moedas periféricas é exatamente a instabilidade do valor externo da moeda, a razão essencial para a instabilidade inflacionária no plano doméstico.

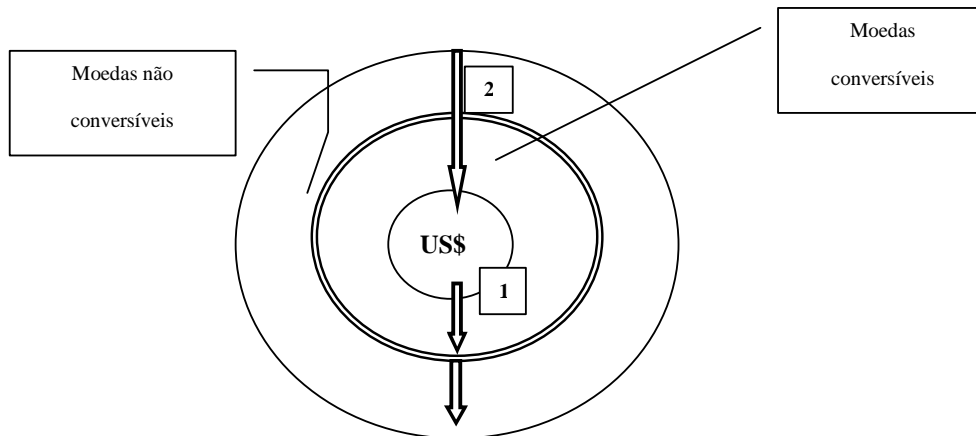
Para desenvolver o argumento deve-se partir dos riscos (de crédito, de mercado e de preço) inerentes à posse de ativos emitidos por um determinado país periférico.

Para ilustrar o problema observe-se inicialmente a formação da taxa de juros para esses países a partir da hierarquia de moedas. De acordo com Belluzzo e Carneiro (2004): “Num mundo marcado pela mobilidade de capitais e taxas de câmbio flutuantes, as (n-1) moedas do sistema podem ser hierarquizadas conforme seus riscos e prêmios de liquidez em relação à moeda reserva”. Assim, o sistema internacional tem uma moeda global ou reserva, no caso o dólar, que por ser a moeda do sistema não tem prêmio de liquidez ou dito mais rigorosamente não possui risco de preço ante si própria. As demais moedas têm riscos de preço

variável cuja magnitude depende da avaliação dos agentes a propósito das condições da sua conversão na moeda reserva.

A passagem anterior é essencial para caracterizar a noção de hierarquia de moedas. Há na ordenação dessas últimas um componente essencial relativo a confiança diferenciada nelas depositadas. Essa se traduz na existência de um ativo sem risco de preço e que por isso mesmo exerce a função de moeda-reserva. Além dos diferentes riscos de preço, a hierarquia de moedas se expressa por meio dos prêmios de risco adicionais, tais como os riscos de crédito e de mercado. Assim, olhado o sistema internacional a partir da moeda reserva, cada moeda particular, para atrair fluxos de capitais ou para mantê-los, paga sobre essa moeda reserva, um prêmio de risco cujos componentes foram especificados acima. As moedas inconversíveis assim o são não somente por possuírem prêmios de risco mais elevados, mas sobretudo por serem vítimas do pecado original o que confere ao risco de preço uma dimensão particular. (Figura 1)

Figura 1



Por meio do Quadro 1 pode-se detalhar a análise da inconversibilidade monetária mediante os prêmios de risco tomando em conta os diferentes mercados e moedas de denominação dos ativos financeiros e seus vários prazos. As posições III e VIII têm como *locus* os mercados internacionais e títulos emitidos ou empréstimos concedidos a país de moeda inconversível denominado em moeda conversível. De acordo com Arida; Bacha e Lara-Rezende (2004), no caso brasileiro, a existência desse mercado, em particular do segmento de longo prazo,

contraposto à inexistência do mercado local (posição V e VI) expressaria a centralidade do risco jurisdicional.

Um aspecto de grande relevância omitido pelos autores refere-se ao fato de que os mercados internacionais para títulos de países de moeda inconvertível pertencem, na sua maioria, ao segmento de *high yield*. Poucos são os que possuem prêmios de risco semelhantes aos países desenvolvidos. De acordo com as agências de classificação de risco há uma forte correlação entre as classificações e a inconvertibilidade monetária, bem como a presença expressiva desses países no segmento sem classificação de risco (*sub-investment graded*). Os investidores são atraídos para esse segmento de mercado por conta dos altos rendimentos. Em contrapartida, os investimentos possuem risco mais elevado. Disto decorre que a função de reserva de valor dessas moedas é de fato menos relevante.

Quadro 1  
Dimensões da inconvertibilidade

| Mercado \ Prazo     | Curto prazo |               | Longo prazo |               |
|---------------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
|                     | Doméstico   | Internacional | Doméstico   | Internacional |
| Denominação         |             |               |             |               |
| Moeda conversível   | I           | III           | V           | VII           |
| Moeda inconvertível | II          | IV            | VI          | VIII          |

Pode-se contra-argumentar a partir das exceções, ou seja, que há diversos países cujas moedas são inconvertíveis mas cujos títulos soberanos não pertencem ao segmento de *high yield*. Essas moedas, sobretudo dos países asiáticos em desenvolvimento, obtêm por diversos expedientes uma convertibilidade virtual. O primeiro expediente é o lastreamento em moeda – reserva visível, por exemplo, nos elevados montantes de reservas líquidas, em dólar, de propriedade dos bancos centrais, o que na prática reduz o risco de preço dessas moedas ao estabilizar a taxa de câmbio. O segundo, os altos montantes dos superávits em conta corrente que asseguram a manutenção desses elevados estoques de ativos em moedas-chave e cujo significado maior é a redução dos riscos de crédito. Convertibilidade virtual e menor risco de crédito tiram os títulos emitidos nessas moedas do segmento de alto rendimento mas não lhe redimem do pecado original.

A agregação dos três riscos define inequivocamente o pertencimento dos ativos emitidos por esses países no mercado internacional ao segmento de *high yield*, com as exceções referidas. Mas há, um mecanismo circular de reforço a esse estado. Isso ocorre porque o fraco apelo desses ativos como reserva de valor em

contraste com os seus altos rendimentos lhe confere o caráter de investimento especulativo. A implicação é que os capitais alocados para a aquisição dos títulos emitidos por países periféricos têm comportamento mais volátil. Ademais, exatamente por estarem denominados em moeda de menor qualidade, o valor e rendimento desses títulos são mais sensíveis ao ciclo de liquidez internacional, sujeitando-se com mais intensidade aos *sudden stops* típicos desses ciclos ou ao seu padrão de *feast and famine*.

A argumentação anterior pode ser contestada à luz da crescente emissão de títulos pelos países emergentes, denominados nas suas moedas, nos mercados globais em 2005. O ponto central a ressaltar é que esta ocorrência não constitui, a rigor, uma novidade no mercado internacional de capitais. Ela tem sido aliás bastante comum nos auges dos ciclos de liquidez como por exemplo em 1996/1997. O duvidoso é a sua permanência como atesta a experiência histórica, dos “mares do sul” às “tulipas holandesas”.

No âmbito doméstico, o primeiro passo para analisar a razão da atrofia da dimensão reserva de valor da moeda nacional refere-se à formação da taxa de juros. Nos mercados globalizados, a regra de formação é a adição do risco-país ao risco-zero do sistema, no caso a taxa de juros de títulos do Tesouro americano de maturidade correspondente. Para se chegar à taxa de juros doméstica, de acordo com o teorema da paridade descoberta da taxa de juros adiciona-se a estes termos a expectativa de desvalorização cambial.

Assim tem-se:

$$i = i^* + RS + VC, (1) \text{ onde}$$

$i$  = taxa de juros em moeda local

$i^*$  = taxa de juros básica ou risco zero

RS = risco soberano

VC = variação esperada da taxa de câmbio

Define-se pelo procedimento acima uma taxa de juros básica do sistema doméstico, a os títulos públicos. Na maioria dos países de risco elevado e, particularmente no Brasil, essa taxa de juros tem um patamar bastante alto. Conforme assinalado por Hermann (2004) o valor elevado da taxa de juros de curto prazo inviabiliza o desdobramento de prazos nos sistema financeiro em razão do risco excessivo implícito nessa operação. Mas, é necessário ir além e assinalar que o problema não está só no alto patamar da taxa de juros mas na sua volatilidade.

Em contraposição à tese de Arida; Bacha e Lara-Resende (2004) para os quais tanto o alto patamar da taxa de juros como a inexistência de um sistema de financiamento de longo prazo deve-se ao elevado risco jurisdicional propõe-se que essas características do sistema financeiro brasileiro estejam associadas a inconvertibilidade da moeda e, partindo daí, aos elevados riscos implícitos para a operação desse sistema.

Dada a alta taxa de retorno dos títulos públicos de curto prazo e a sua volatilidade, uma operação de desdobramento de prazo, seja via empréstimo bancário seja via emissão de títulos trás implícito um risco elevado. A partir das taxas iniciais a agregação de um *spread* definirá taxas de juros ainda mais altas, implicando maior risco em razão da *seleção adversa*. Esse argumento está restrito ao curto prazo, pois não haveria viabilidade prática de formação das taxas de juros de longo prazo com esse patamar inicial, argumento já assinalado por Hermann (2004).

Na operação de financiamento de curto prazo em moeda inconvertível há também um risco de preço expressivo, em razão da volatilidade da taxa de juros. No caso brasileiro, a possibilidade de descasamento entre o retorno das aplicações e o custo das captações deu ensejo ao aparecimento dos títulos públicos remunerado a taxas de juros repactuadas diariamente por meio da taxa do *overnight*, eliminando o risco de descasamento no carregamento de títulos públicos. No caso das operações de crédito bancário a relevância desse risco fica evidente quando se considera o *spread* muito alto da taxa de juros ativa ante a passiva. Não é sem razão que esses *spreads* apresentam valores mais reduzidos exatamente nas operações ativas pós-fixada.

Diante das características assinaladas acima é possível entender por que não se desenvolve no país o financiamento de longo prazo em razão da pouca efetividade da função reserva de valor da moeda local decorrente do pecado original e exacerbado por um passivo externo elevado e pelo baixo montante de reservas que exacerbam o patamar e volatilidade das taxas de juros. A transmissão das características inerentes à inconvertibilidade aos mercados locais via taxa de juros elevadas e voláteis exacerba o risco da atividade financeira por excelência, o desdobramento de prazo, levando a uma alta preferência pela liquidez. Ante os riscos decorrentes dessa configuração, o risco jurisdicional tem caráter secundário. Diante disso, pode-se também inferir que em economias com essas características, somente é possível desenvolver um sistema de financiamento de longo prazo por meio de mecanismos de repressão do sistema financeiro doméstico.

A substituição da moeda local por uma moeda conversível na denominação das operações domésticas não elimina os riscos referidos anteriormente. As taxas de juros até podem ser menores, pois para os investidores externos elimina-se o risco de preço implícito na variação cambial. Mas como as operações têm um lado doméstico, os demais riscos são exacerbados. Isso vale, por exemplo, para qualquer agente doméstico que emite dívida na moeda conversível mas cuja receita está em moeda local. Ou seja, amplia-se o *currency mismatch*.

Por fim, mas não por último, destaque-se que o atributo da inconversibilidade embora intrínseco às moedas dos países periféricos ganhou maior relevo na economia contemporânea em decorrência da crescente mobilidade de capitais. O ponto central é que a abertura financeira desses países não só explicita a inconversibilidade como acentua a instabilidade monetária, “de fora para dentro”, com conseqüências significativas sobre o financiamento de longo prazo na moeda local.

Uma das conseqüências da inconversibilidade da moeda, entendida como a atrofia da sua função de reserva de valor, determinada pela volatilidade de seu valor externo, foi o não desenvolvimento nas economias periféricas de formas superiores de organização do capital em particular, a sua etapa financeira. Em várias dessas economias, o processo de centralização de capitais, como apontado por Singh (1995) foi realizado por vias político-administrativas. Ao discutir o caso brasileiro, Tavares (1998) afirma que das três funções clássicas do sistema financeiro, a criação de crédito, a intermediação financeira e a centralização do capital, as duas primeiras tiveram de um ou outro modo desenvolvimento satisfatória, enquanto a última permaneceu atrofiada.

Referindo-se aos anos 1960 e 1970 durante a fase de restrições à abertura financeira e de repressão do sistema, a autora defende que foi possível realizar a tarefa de mobilização de recursos para financiar o desenvolvimento, em parte pelas instituições públicas e direcionamento do crédito, mas não foi viável alcançar o objetivo de, na esfera da propriedade da riqueza, concentrá-la e orientá-la para a esfera produtiva. Assim, essa função foi realizada virtualmente ou passivamente pelo Estado que criou formas particulares de mobilização de recursos de longo prazo. Mas essas formas possuíam limitação intrínseca pois mobiliza-se capital de uma forma passiva sem modificar a estrutura de propriedade preexistente.

## Conclusões

O debate da inconvertibilidade monetária numa economia globalizada olhado de um ponto de vista da periferia realizado neste texto sugere implicações cruciais para os países periféricos. A primeira constatação é a de que a inconvertibilidade tem uma dimensão internacional irreduzível, oriunda da constituição do sistema monetário internacional, o denominado *original sin*. Mas, isso não é tudo. Na ausência de políticas deliberadas para lidar com o problema pode-se desenvolver um mecanismo de transmissão capaz de enfraquecer as moedas locais suprimindo suas prerrogativas no âmbito doméstico.

As políticas postas em prática por um conjunto de países asiáticos para evitar os efeitos deletérios da inconvertibilidade são conhecidas: acumulação de reservas na moeda-chave, produção sistemática de superávits em transações correntes, ambas com custos significativos em termos de potencial de crescimento ou de consumo desses países.

Para além dos problemas decorrentes do efeito riqueza (*currency mismatch*) poderão também ocorrer dificuldades para o desenvolvimento ou aprofundamento do sistema financeiro doméstico sugerindo a necessidade das “velhas” políticas de direcionamento do crédito. Ao fim e ao cabo, o que não parece estar no horizonte é a formação de uma moeda capaz de dar suporte a etapas superiores do desenvolvimento capitalista.

## Referências bibliográficas

ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), p. 151-154, jul./set. 2003a.

\_\_\_\_\_. Ainda sobre conversibilidade. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), p.135-142, jul./set. 2003b.

\_\_\_\_\_; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. *High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*. Rio de Janeiro: Casa das Garças, 2004. Mimeografado.

BELLUZZO, L.G. de M.; CARNEIRO, R. O mito da conversibilidade. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, p. 218-222, abr./jun. 2004.

BORDO, M.; FLANDREAU, B. *Core, periphery, exchange rate regimes, and globalization*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Nov. 2001. (NBER Working Paper, n. 8584).

COHEN, B. J. *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press, 1998.



EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (Ed.). *Other people's money – debt denomination and financial instability in emerging market countries*. Chicago: The University of Chicago Press, 2005.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; PANIZZA, U. *Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters*. 2003. (NBER Working Paper, n. 10036).

HERMANN, J. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e uma proposta para o Brasil. In: AGENDA Brasil – Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços / Organizado por João Sicsú, José Luís Oreiro, Luiz Fernando de Paula. Rio de Janeiro: Editora Manole, 2004.

GOLDSTEIN, M.; TURNER, P. *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004.

REINHART, C.; ROGOFF, K.; SAVASTANO, M. Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, 2003.

SINGH, A. *How did East Asia grow so fast? Slow progress towards an analytical consensus*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, Feb. 1995. (Unctad Discussion Papers, n. 97).

TAVARES, M. C. (1978). *Ciclo e crise*. Campinas: IE/Unicamp, 1998. (30 Anos de Economia – Unicamp, 8).