

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB  
MESTRADO EM ECONOMIA

**A Fragilidade Externa da Economia Brasileira na  
Segunda Fase do Plano Real (1999-2006): uma  
abordagem minskiana**

Paulo Rodrigo de Santana e Caruso

*Dissertação apresentada à Universidade  
de Brasília como parte dos requisitos para  
a obtenção do título de Mestre em  
Economia*

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Adriana Moreira Amado

Brasília, agosto de 2007

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB  
MESTRADO EM ECONOMIA

## **A Fragilidade Externa da Economia Brasileira na Segunda Fase do Plano Real (1999-2006): uma abordagem minskiana**

Paulo Rodrigo de Santana e Caruso

Banca Examinadora:

Titulares:

- Prof<sup>a</sup>. Adriana Moreira Amado (Orientadora)
- Prof<sup>a</sup>. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo
- Prof. Luiz Carlos Delorme Prado

Suplente:

- Prof. Roberto Ellery

Brasília, agosto de 2007

## **Agradecimentos**

Terminar esse mestrado em economia na Universidade de Brasília certamente não seria possível sem o apoio e incentivo de diversas pessoas. Gostaria neste momento de prestar meus agradecimentos, desde já lhes reservando completa isenção em relação às possíveis falhas e imperfeições.

Agradeço à minha família pelo apoio e compreensão dispensados, mesmo nos momentos mais difíceis. Em especial à Miriam, por jamais ter desistido de me incentivar e à Isabela, pelo conforto que me propiciou com sua ternura.

Presto meu reconhecimento ao apoio do Banco Central do Brasil, que por meio de seu Programa de Pós-Graduação acredita no e incentiva o permanente desenvolvimento de seu quadro de servidores.

Também gostaria de agradecer a todos os professores do Departamento de Economia da UnB com os quais tive contato neste período pelo conhecimento transmitido. Em especial, destaco o inestimável suporte dado pela Prof<sup>a</sup> Adriana Amado na condição de orientadora, além dos decisivos conselhos da Prof<sup>a</sup> Maria de Lourdes Rollemberg Mollo e do Prof. Luiz Carlos Prado.

Aos colegas amigos da UnB e do Banco Central, que não nomino para não cometer a injustiça de algum esquecimento, meus agradecimentos por também terem sido decisivos para eu chegar ao fim de mais uma conquista.

## Resumo

Desde o colapso do acordo de Bretton Woods e a subsequente livre flutuação do dólar, a economia mundial tem experimentado períodos de maior volatilidade e passado por um crescente processo de financeirização, onde a conta de capitais vem ganhando terreno sobre as transações correntes e provocando ciclos de elevação e contração da liquidez internacional. Nesse contexto, busca-se avaliar como se tem comportado a vulnerabilidade externa da economia brasileira nesta segunda fase do Plano Real, o período de câmbio flutuante, que se inicia em janeiro de 1999. Para tanto, é feita uma análise econômica à luz da hipótese de fragilidade financeira de Hyman Minsky.

Palavras-chave: fragilidade financeira, liquidez internacional, mobilidade de capitais, oferta de moeda endógena

Classificação *JEL*: E12, E44 e F32

## **Abstract**

Since the collapse of the Bretton Woods agreement and the subsequent free floatation of the dollar, the world economy has been experiencing times of greater volatility amid an escalating financing process, where capital account movements have prevailed over trade account, fostering cycles of expansion and contraction of international liquidity. Under such scenario, our aim is to evaluate how the external vulnerability of the Brazilian economy has behaved during this second stage of the Real Plan, the period of free floatation of the exchange rate, which began early in 1999. This analysis is done in light of Minsky's Financial Instability Hypothesis.

Key words: financial fragility, international liquidity, capital mobility, endogenous money supply.

*JEL* Classification: E12, E44 and F32.

## SUMÁRIO

Introdução	1
Capítulo 1 – Incerteza e Não-Neutralidade da Moeda	5
1.1 – Tempo histórico e incerteza	5
1.2 – Moeda e preferência pela liquidez	9
1.3 – Sistema financeiro como criador de liquidez	16
1.4 – Investimento, <i>finance</i> e <i>funding</i>	19
Capítulo 2 – Liberalização Financeira e Instabilidade Econômica	21
2.1 – Minsky e a hipótese de fragilidade financeira	21
2.2 – A visão neoclássica	28
2.3 – A vertente crítica à plena conversibilidade	34
2.4 – Estudos empíricos	42
Capítulo 3 – Vulnerabilidade Externa nos Países da Periferia	44
3.1 – Vulnerabilidade na periferia e o resgate do sistema Bretton Woods no leste asiático	44
3.2 – As crises financeiras na periferia	52
3.3 – A economia brasileira e o índice de fragilidade externa	56
3.4 – Uma extensão do EFI para a segunda fase do Plano Real	63
Capítulo 4 – Componentes Reais e Implicações para Política Econômica	74
4.1 – Um breve retrospecto	74
4.2 – Impactos no lado real da economia	76

4.3 – Conjuntura econômica internacional e a economia chinesa	79
4.4 – Distorções na balança comercial	81
4.5 – Considerações sobre controles de capitais	86
Conclusão	94
Anexo I – Dados do EFI	97
Anexo II – Balanço de Pagamentos	98
Referências Bibliográficas	106

## Introdução

A questão da fragilidade externa dos países em desenvolvimento tem sido tema recorrente na literatura econômica (Arestis e Glickman, 2002; López, 1997; Sicsú, 2006 e Paula e Alves Jr., 2000, entre outros), mormente após a seqüência de crises financeiras que assolou a periferia do capitalismo ao final da década de 1990 (leste asiático, Rússia, Brasil e Argentina). No âmbito duma economia monetária de produção, caracterizada pela coexistência de tempo histórico, incerteza e moeda, esta última é percebida como não-neutra, fazendo com que o limite ao crescimento seja dado pela esfera monetária da economia. Nesse sentido, amplifica-se a importância do sistema financeiro enquanto criador de liquidez, dada sua capacidade de criar ou destruir meios de pagamentos de acordo com seu grau de expectativa acerca do futuro da economia, tornando a oferta de moeda endógena. Isso gera um potencial desestabilizador, fazendo com que o processo econômico caminhe a reboque dos ciclos de liquidez, por seu turno determinados pelo grau de otimismo dos provedores de *finance* e *funding*.

Seguindo essa linha de raciocínio, a hipótese de fragilidade financeira de Hyman Minsky retrata como uma economia inicialmente sólida e estável pode caminhar num sentido de desestabilização em função da elevação do grau de otimismo e expansão geral da liquidez, tornando as práticas financeiras menos conservadoras e, portanto, mais arriscadas. Ou seja, em Minsky os períodos de otimismo excessivo conduzem a uma expansão da liquidez em paralelo ao relaxamento nos controles, movimento esse que termina por ser revertido com o estourar da bolha especulativa e o reinício de uma nova fase de contração dos financiamentos, delineando o caráter cíclico que injeta fragilidade na economia minskiana.

Assim sendo, este trabalho visa a tentar responder como tem sido o comportamento da vulnerabilidade externa da economia brasileira nesta segunda fase do Plano Real, o período de câmbio flutuante que se inicia em 1999 e



persiste até os dias atuais. A análise tem como pano de fundo a hipótese de fragilidade financeira, de Hyman Minsky, tendo em vista a relevância das contribuições deste teórico no que tange à economia monetária de produção e à importância da moeda no sistema financeiro. Muito embora as observações de Minsky tenham sido feitas em grande medida no espectro de uma economia fechada, suas observações se mostram não menos válidas para o contexto da economia aberta. Na década de 90 houve um fortalecimento de iniciativas teóricas que procuravam trazer para a esfera da dinâmica financeira internacional as principais observações daquele autor, mostrando que os princípios básicos que definiam aquela abordagem não somente eram válidos para sistemas abertos, como, em grande medida, tinham suas conclusões reforçadas e ampliadas nos mesmos.

No bojo dessa discussão sobre fragilidade externa, torna-se crucial retratar as abordagens antagônicas encampadas pelas duas vertentes de pensamento econômico no que tange à livre mobilidade de capitais. Por um lado a ortodoxia, com o entendimento de que a plena conversibilidade da conta de capitais propicia um nível mais elevado de bem-estar, conduzindo a economia como um todo a uma situação mais favorável. Em contraponto, a heterodoxia, vertente à qual se encaixa Minsky, principal influência desta pesquisa, tem o entendimento de que a plena conversibilidade da conta de capitais injeta maior vulnerabilidade na economia, em especial nas periféricas, ocasionando desajustes indesejáveis e evitáveis.

Trazendo esse debate sobre a vulnerabilidade externa exclusivamente para os países da periferia, é interessante ilustrar como nas crises financeiras recorrentes vivenciadas por essas economias nesses últimos quinze anos, em geral, percebe-se o mesmo comportamento cíclico minskiano. Num primeiro momento há a fase *hedge*, com estrutura financeira mais sólida e práticas mais conservadoras. Posteriormente, com a elevação da liquidez internacional e o predomínio do otimismo excessivo, conduzindo à euforia, verifica-se relaxamento

nos controles e gradual condução da economia a posições financeiras *speculative* e, no limite, *Ponzi*. Diversos autores fizeram esta associação entre a teoria de Minsky e as crises periféricas e demonstraram que esse receituário minskiano, extrapolado para a economia aberta, foi de fato verificado no leste asiático (Arestis e Glickman, 2002), México (López, 1997) e Brasil na primeira fase do Plano Real (Paula e Alves Jr., 2000). A principal contribuição desta pesquisa é justamente mostrar que este comportamento cíclico vem se repetindo também nesta segunda fase do Plano Real, o período de câmbio flutuante. Atualmente, motivado pelo momento de alta liquidez internacional, a economia brasileira passa pela fase *speculative*, nos termos de Minsky, onde ganham força crescente no contexto do Balanço de Pagamentos os movimentos de capitais em portfólio e de curto prazo, sujeitos à reversão ao sabor da mudança de humor do mercado financeiro internacional. Essa leitura minskiana da vulnerabilidade externa da economia brasileira neste segundo período do Plano Real é feita com o auxílio do índice de fragilidade externa, proposto por Paula e Alves Jr. (2000).

Por derradeiro, os efeitos da prolongada continuidade da fase *speculative* se fazem sentir também no lado real da economia, tema do último capítulo. Com a sobrevalorização da moeda doméstica, decorrente entre outros fatores do influxo excessivo de capitais de curto prazo, percebe-se gradual e contínua alteração da composição da pauta de exportações brasileira, com os produtos básicos, de menor valor agregado, ganhando terreno em detrimento dos manufaturados, de maior valor agregado. Esta constatação é de certa forma mascarada, não acarretando em maiores desajustes na balança comercial, dado o atual momento de alta nos preços das *commodities*, impulsionada pela demanda aquecida da economia chinesa por produtos básicos.

Posto isso, o capítulo 1 faz um resumo teórico dos aspectos que permeiam a corrente de pensamento pós-keynesiana e a diferenciam da ortodoxia. Em seguida, o capítulo 2 inicia trazendo a hipótese de fragilidade financeira de Minsky para em seguida abordar a questão da liberalização financeira correlacionada com

a instabilidade econômica. O capítulo 3 traz essa questão da fragilidade externa para os países da periferia e faz a análise do caso específico da economia brasileira neste período de câmbio flutuante, tendo como alicerce o índice de fragilidade externa de Paula e Alves Jr. (2000). Concluindo, o capítulo 4 tenta fazer essa ponte entre a fragilidade financeira e o lado real da economia, com os desdobramentos daí decorrentes.

## Capítulo 1: Incerteza e Não-Neutralidade da Moeda

Posto que este trabalho tem como alicerce a hipótese de fragilidade financeira de Hyman Minsky, o qual possui orientação pós-keynesiana, este primeiro capítulo se propõe a revisar os principais aspectos que norteiam essa corrente de pensamento econômico e a diferenciam da ortodoxia. Será abordado o enfoque da economia monetária de produção e seu principal resultado, qual seja, a não-neutralidade da moeda.

### 1.1 – Tempo histórico e incerteza

A incerteza em relação ao futuro é um fator de extrema relevância na análise econômica. Davidson (1992), ao abordar as características que diferenciam o pensamento pós-keynesiano do neoclássico, enfatiza a noção de que o sistema econômico é um processo dinâmico movendo-se irreversivelmente ao longo do tempo. Segundo o autor, ao se identificar padrões de comportamento ocorridos no passado, isso significa conhecimento histórico. Todavia, em muitas dimensões, o futuro é incerto e os acontecimentos passados não necessariamente perfazem uma base confiável para a projeção de eventos futuros. As decisões econômicas requerem ações que são tomadas no presente e que geram resultado apenas num momento adiante. Momento esse que não é necessariamente próximo e, devido à irreversibilidade do tempo, as expectativas vigentes quando da tomada de decisão podem ou não se confirmar. Na visão de Shackle (1958), o processo decisório desenvolve-se sobre bases bastante frágeis, uma vez que ele se baseia apenas em expectativas, as quais estão sujeitas ao desapontamento. Essa é a noção de tempo histórico, defendida pela corrente de pensamento pós-keynesiana, em contraponto ao conceito de tempo mecânico, defendido pelos neoclássicos<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Amado (2000) e Dow (1985) fazem um relato dos diferentes conceitos de tempo e de como eles se relacionam com as diferentes correntes de pensamento econômico.

Na abordagem histórica do tempo, ele é percebido como realmente é, ou seja, move-se unidirecionalmente no sentido passado, presente, futuro. As decisões econômicas são tomadas a todo momento e, após serem tomadas, passam a ser irreversíveis no sentido de que não se pode mais voltar atrás. Visto que o resultado dessas decisões, por não ser imediato, leva certo lapso de tempo para se revelar, esse resultado pode ou não confirmar as expectativas vigentes quando da tomada de decisão. Todavia, o tempo sempre será irreversível e o melhor que se pode fazer é uma revisão das expectativas, deste momento em diante, sempre que ocorre uma frustração ou superação dos resultados econômicos esperados. Já no conceito mecânico de tempo, ele é tratado em seu caráter bidirecional, *i.e.*, ele pode fluir tanto do passado para o futuro quanto o inverso. Os eventos são datados no tempo, porém as decisões tomadas são sempre reversíveis.

No fulcro dessa análise de tempo histórico e incerteza reside o fato de ser a economia uma ciência não ergódica, em contraste com as ciências exatas. Um evento ergódico é aquele em que a distribuição de probabilidades passada é mantida imutável tanto no presente quanto no futuro. De tal sorte, existem bases sólidas sobre as quais futuras decisões podem ser tomadas. A economia, em contraste, por estar em permanente transformação e possuir um caráter criativo, está a todo momento alterando suas probabilidades de repetição de eventos. As inovações e os fatos econômicos relevantes, tais como um choque de produtividade (revolução tecnológica), um choque de oferta (choque do petróleo) ou mesmo uma guerra, têm o condão de alterar os parâmetros da economia, fazendo com que os eventos passem a se comportar de forma diferente a partir de então. Shackle (1979) fala no caráter crucial ou autodestrutivo da economia, no sentido de que as condições em que um evento teve lugar são destruídas pela própria realização do mesmo. Em sua feliz analogia, ele compara o evento econômico ao efeito causado sobre um leigo após a leitura de um livro:

“Se eu desejo saber o efeito sobre mim da leitura de uma determinada obra literária, eu tenho de ler. Ao fazer isso, eu não posso retornar à minha ignorância da mesma”. (Shackle, 1979, p. 135).

Ou seja, os eventos econômicos, ao ocorrerem, alteram doravante os parâmetros da economia, até que um novo evento ocorra e provoque nova alteração, e assim sucessivamente. De tal sorte, a ergodicidade não pode ser sustentada, visto que não mais se trata de eventos puramente probabilísticos com distribuição conhecida *a priori*.

Nesse contexto, Keynes aborda a questão da incerteza tendo em mente o conceito de tempo histórico e sua irreversibilidade. Sendo a incerteza uma das características fundamentais da economia monetária de produção, ela está sempre presente na atividade econômica, porém nem sempre com a mesma intensidade. Naqueles processos produtivos em que os resultados se verificam num horizonte de tempo mais curto após a tomada das decisões, a incerteza, embora presente, é menos intensa do que nos projetos de longa maturação, visto que no primeiro caso a revisão das expectativas, quando elas não se confirmam, é possível de ser feita em intervalos menores de tempo. Keynes trata da incerteza não mensurável, qual seja, aquela que não pode ser reduzida a cálculos probabilísticos. Em suas palavras:

“Por conhecimento ‘incerto’, deixe-me explicar, eu não quero apenas distinguir o que é conhecido com certeza do que é apenas provável. O jogo de roleta não está sujeito à incerteza, nesse sentido. A expectativa de vida está levemente sujeita à incerteza. Até o tempo é moderadamente sujeito à incerteza. O sentido em que estou usando o termo incerteza é o da perspectiva de uma Guerra Européia, ou do preço do cobre ou da taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários de riqueza no sistema social de 1970. Sobre essas questões, não há base científica sobre a qual possam ser calculadas probabilidades” (Keynes, 1937, pp. 213,214).

Os partidários do pensamento neoclássico assumem que a incerteza pode ser representada por eventos probabilísticos em um mundo econômico que está

sujeito ao controle estatístico. Assim sendo, todas as variáveis futuras podem ser trazidas para valores presentes por cálculo atuarial e, no longo prazo, a fim de que o equilíbrio seja alcançado, as expectativas devem ser realizadas por eventos. Surpresas e frustrações são incompatíveis com a lógica do equilíbrio geral.

Os pós-keynesianos, em contrastante oposição a essa abordagem neoclássica, sustentam o fato de que o futuro é incerto e os agentes econômicos, ao tomarem suas decisões, sabem que eles não sabem ao certo o que ocorrerá no futuro. Dentro dessa perspectiva, os agentes têm que tomar decisões de investimento baseadas apenas em suas expectativas, e Keynes destaca duas formas para a formação dessas decisões<sup>2</sup>: o comportamento convencional e o *animal spirits*. Pelo primeiro, os empresários não estão apenas preocupados com seu comportamento individual, pois na visão deles tem crucial relevância o comportamento coletivo. Ao tomarem suas decisões individuais de investimento, cada um tenta adivinhar qual é o pensamento da maioria e seguir essa tendência. Entretanto, o presente tende a ter um peso muito forte em relação à formação das expectativas, suplantando o exame das experiências passadas. Dado o estado de incerteza, tende-se a ignorar a perspectiva de mudanças futuras em relação ao presente, que forma uma base mais sólida para a formação de opiniões<sup>3</sup>.

Já pelo lado do *animal spirits*, este caracteriza uma postura mais agressiva por parte do agente econômico. É a razão pela qual ele prefere a ação à inação. Sob um estado de incerteza, existe uma força espontânea que faz o empresário tomar uma decisão de investimento, dado que face ao caráter não ergódico da economia, essa decisão certamente não está alicerçada em precisos cálculos probabilísticos de risco e retorno. Face ao estado de volatilidade dos investimentos, o caminho natural é o da inação, levando a uma elevação da

---

<sup>2</sup> Para uma compreensão mais abrangente acerca do estado de expectativa de longo prazo, ver Keynes (1985, cap.12).

<sup>3</sup> Nas palavras de Keynes: “os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, podemos julgar desproporcional na formação de nossas expectativas a longo prazo sendo que o nosso método habitual consiste em considerar a situação atual e depois projeta-la no futuro, modificando-a apenas à medida que tenhamos razões mais ou menos definidas para esperarmos uma mudança.” (Keynes, 1985, p.110).

preferência pela liquidez numa economia monetária de produção. Não obstante, esse *animal spirits* faz com que o homem de negócios opte por arriscar sua sorte. Não fosse esse espírito empreendedor, provavelmente não haveria muitos investimentos.

“Os homens de negócios fazem um jogo que é uma mescla de habilidade e sorte, cujos resultados médios são desconhecidos pelos jogadores que dele participam. Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar a sorte, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.” (Keynes, 1985, p.111).

Essa compreensão da incerteza keynesiana é crucial para justificar o aumento da demanda por moeda, enquanto ativo mais líquido da economia, caracterizando dessa forma a preferência pela liquidez, tópico esse a ser abordado na próxima seção.

## **1.2 – Moeda e preferência pela liquidez**

No espectro da abordagem neoclássica, a moeda é apenas um facilitador de trocas, não causando impactos no lado real da economia. Subjacente a essa análise, está a Teoria Quantitativa da Moeda, TQM, que postula que  $MV = PY$ , onde M= quantidade de moeda, V= velocidade de circulação da moeda, P= nível geral de preços e Y= produto real. Como V é suposto constante, e Y não é influenciado por M, dado a suposição de neutralidade da moeda, todo aumento de M se reflete em aumento de P. Mais ainda, supondo que a autoridade monetária pode controlar M, pela hipótese de oferta de moeda exógena, ela assim deve agir, no intuito de controlar a inflação.

Por outro lado, no contexto da abordagem heterodoxa, quando se verifica um cenário de forte desconfiança quanto aos desdobramentos futuros da economia, os agentes econômicos tendem a tomar uma postura mais



conservadora, optando pela retenção de moeda. Essa situação, que Keynes denomina de preferência pela liquidez, por seu turno, causa impactos no lado real da economia, levando a um vazamento no lado da produção, com redução do emprego, da renda e do crescimento econômico. Isso se verifica devido ao fato de que nesses momentos de ampliação da preferência pela liquidez, os agentes econômicos detentores de riqueza se afastam das atividades que apresentam retorno mais demorado e incerto, quais sejam, os investimentos no lado real da economia. Em contrapartida, eles optam por reter o ativo de máxima liquidez, a moeda, ou então, como ocorre no caso brasileiro, nesses momentos também é grande a demanda por títulos públicos de alta liquidez e prazo curto, que rendem juros e funcionam como um substituto quase perfeito da moeda. Na análise de Carvalho (1993), Keynes e os pós-keynesianos defendem a teoria da preferência pela liquidez, em oposição à teoria quantitativa, pois a primeira, ao reconhecer outros papéis para a moeda, concebe demandas por ela que vão além da mera necessidade de realização de transações com bens e serviços.

Não obstante, ao se elevar a preferência pela liquidez, esse vazamento resultante no lado real da economia, em termos de emprego e renda, ocorre devido a duas particularidades que somente a moeda, na função de ativo de máxima liquidez, apresenta: elasticidades de produção e substituição negligenciáveis. Davidson (1992) apresenta uma descrição bastante elucidativa para essas duas características. A primeira significa que se, por exemplo, as famílias decidem comprar menos carros e, em troca, reter mais moeda, o nível de emprego, *ceteris paribus*, irá sofrer uma retração na indústria automobilística. Todavia, esse desemprego resultante não pode ser realocado e aproveitado na produção de moeda, visto que sua elasticidade de produção é insignificante. Mais ainda, visto que esses trabalhadores desempregados irão dispor de poder de compra reduzido e, em função disso, irão demandar menos bens, logo ocorrerá desemprego secundário em outras indústrias que originalmente vendiam aos empregados da indústria automobilística. Já o atributo da ínfima elasticidade de substituição, ainda de acordo com Davidson, implica que ao aumentar a demanda

por moeda os agentes não irão gradativamente trocá-la por substitutos próximos, como ocorre com os demais bens de consumo. Por exemplo, no caso de um alimento como a carne, quando sua demanda aumenta ocorre simultâneo aumento no preço. Esse aumento, por seu turno, vai gradativamente afastando a demanda desse bem de consumo e deslocando-a para substitutos próximos, ainda que imperfeitos, tal como qualquer outro alimento que possa substituir a carne em suas qualidades nutricionais. Com a moeda esse fenômeno não se verifica. Ao aumentar a preferência pela liquidez, aumentará o desejo de se reter moeda e mais ainda os agentes irão demandá-la. Em outras palavras, a demanda por liquidez é um poço sem fundo e quando a demanda por moeda aumenta, ao custo da redução de demanda por outros bens, não existe um preço limite a partir do qual a demanda por moeda será redirecionada para esses bens originais. Nas palavras de Keynes:

“...não apenas é impossível empregar mais mão-de-obra na produção de moeda quando seu preço em relação à mão-de-obra sobe, como também a moeda constitui um poço sem fundo para o poder de compra quando a sua demanda cresce, visto não haver – como no caso de outros fatores de renda – um valor acima do qual essa demanda é desviada para outras coisas.” (Keynes, 1985, p.162).

Mollo e Amado (2006) falam de formas diversas para se tentar reduzir essa preferência pela liquidez face à incerteza, muito embora nem todas sejam capazes de solucionar o problema de crescimento do emprego e da renda, bem como o subjacente aumento da instabilidade econômica.

Face ao exposto, isso implica dizer que o equilíbrio abaixo do pleno-emprego é sempre uma possibilidade numa economia onde a preferência pela liquidez assume tal relevância e, em consequência, a poupança pode ser deslocada para outros setores, que não o setor produtivo da economia. Assim é caracterizada uma economia monetária de produção<sup>4</sup> e essa distinção se torna possível exatamente pela coexistência dos três fatores previamente abordados:

---

<sup>4</sup> Carvalho (1992) faz uma descrição abrangente de uma economia monetária de produção.

tempo histórico, incerteza e moeda. Esses são os requisitos que garantem a não-neutralidade da moeda, numa perspectiva pós-keynesiana<sup>5</sup>. Numa economia monetária de produção, em que há recursos ociosos, o limite ao crescimento é dado pela esfera monetária da economia.

Com visão oposta, a ortodoxia sempre encarou a moeda como um elemento neutro que apenas tem a função de facilitar as trocas na economia. Certamente essa corrente não leva em consideração o conceito de tempo histórico e incerteza, com a preferência pela liquidez daí decorrente. Keynes, ao caracterizar essa abordagem clássica, denomina-a como uma economia de troca direta, em contraste com a economia monetária de produção:

“Uma economia que usa moeda, mas o faz apenas como um elo neutro entre transações com elementos reais e ativos reais e não permite que ela entre em motivos e decisões, deve ser chamada – por falta de um nome melhor, uma economia de troca direta” (Keynes, 1973, p.408).

Retornando à abordagem pós-keynesiana, nela a moeda desempenha papel de suma importância ao servir de base para os contratos e assim permitir que ocorra redução da incerteza absoluta e da instabilidade que essa gera, porém jamais sua eliminação. Os contratos, para serem eficazes ao longo do tempo em que vigem, exigem a presença de algum elemento que seja capaz fazer a conexão entre passado, presente e futuro, permitindo aos agentes uma relativa estabilidade em suas transações econômicas projetadas para o tempo futuro que, por princípio, é incerto. Esse elemento é justamente a moeda em sua função de unidade de conta. Keynes percebe essa função como sendo a principal da moeda numa economia monetária de produção. As demais funções, meio de troca e reserva de valor, são derivadas da primeira. No entendimento de Carvalho (1993), a operação regular de uma economia monetária é *conditio sine qua non* para que a moeda desempenhe sua função principal e sirva de lastro para os contratos firmados. Na ausência dessa regularidade, como por exemplo uma inflação

---

<sup>5</sup> Amado (2000) faz uma análise bastante ampla acerca deste tópico ora abordado.

persistente, ocorre incompatibilidade com o funcionamento eficaz dessa economia. A moeda é um ativo, uma forma de manutenção da riqueza frente à incerteza, porque os agentes acreditam na manutenção de seu valor ao longo do tempo. Essa crença se estabelece alicerçada na existência de um sistema de contratos futuros que preestabelecem o valor da moeda para o período abrangido pelo contrato. Se essa confiança é verificada, então os agentes reterão moeda por tempo indeterminado<sup>6</sup>, caracterizando a preferência pela liquidez postulada por Keynes, e é justamente isso que acarretará em quebra da proporcionalidade entre moeda e renda nominal, proposta pela TQM, desembocando em alterações na renda real. Se, em movimento oposto, as expectativas quanto à manutenção do poder de compra da moeda ao longo do tempo se deteriorarem, ela perderá seu atributo de liquidez e se transformará apenas em meio de pagamento. Na visão de Chick (1992), a moeda será mais que um meio de pagamento se e enquanto os agentes acreditarem que sua quantidade não será excessiva a ponto de ameaçar sua estabilidade de poder de compra. Se essa confiança for quebrada, verifica-se fuga da moeda, cenário esse recorrente no Brasil da década de 1980, um período notadamente marcado pela hiperinflação.

A capacidade de um ativo funcionar como reserva de valor numa economia monetária de produção está diretamente relacionada com o grau de liquidez que se atribui a esse ativo. A moeda usufrui da particularidade de ser, por excelência, o ativo de liquidez máxima na economia. Dito de outra forma, ela é o único ativo que não sofre perda em seu valor, *i.e.*, deságio, ao ser trocado por outro bem. Essa característica resulta em boa medida do fato de o insumo mais abundante da economia – a força de trabalho – ser remunerado em termos monetários e ter por base contratos que são também monetários. Chick (1983) observa um caráter de circularidade na liquidez da moeda:

---

<sup>6</sup> É essa indefinição no plano de gastos que distingue a percepção keynesiana de moeda como ativo da percepção quantitativista, que enxerga a moeda apenas como mera conveniência que facilita as trocas, visto que os recebimentos são concentrados em algumas datas e os pagamentos costumam ser mais diferidos ao longo do tempo.

“Para ser moeda, um ativo deve ser amplamente aceito. Um ativo se torna amplamente aceito, porque é líquido. Ele é líquido precisamente porque é amplamente aceito. O fato de o argumento ser circular não o torna menos verdadeiro” (Chick, 1983, p.306).

Conforme Keynes descreve em sua *Teoria Geral*<sup>7</sup>, a quantidade de moeda em circulação na economia, **M**, é igual à preferência pela liquidez, **L**, e a equação pode ser desdobrada em duas partes, tal que:

$$\mathbf{M} = \mathbf{M}_1 + \mathbf{M}_2 = \mathbf{L}_1(\mathbf{Y}) + \mathbf{L}_2(\mathbf{r}). \quad (1)$$

Essa igualdade indica que há basicamente dois motivos que levam o indivíduo a demandar moeda e, conseqüentemente, elevar sua preferência pela liquidez: o uso da moeda para transações comerciais e o uso como reserva de riqueza mediante a existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. Os motivos transação e precaução para a demanda por moeda resultam do primeiro, variando diretamente com o nível de renda, **Y**, ao passo que o motivo especulação resulta do último e tem variação inversa com a taxa de juros, **r**. Em qualquer estado de expectativa há certa tendência por parte do público de reter moeda em quantidade superior ao que requer **L<sub>1</sub>(Y)**, ou seja, os motivos transação e precaução. Quando não há incerteza futura em relação a **r**, então **L<sub>2</sub> = 0** e **M<sub>2</sub> = 0**. Neste caso específico **M = M<sub>1</sub>** e este é o pressuposto clássico da Teoria Quantitativa da Moeda – TQM, defendida pelos clássicos.

Nesse contexto, em momentos de elevação da incerteza verifica-se um aumento *pari passu* da preferência pela liquidez derivado do motivo especulação, explicitado no segundo termo da equação 1. Essa preferência pela liquidez de caráter especulativo tem relação inversa com a taxa de juros justamente pelo fato de ser essa última o incentivo para os agentes abrirem mão de reter o ativo mais líquido da economia – a moeda – em momentos de incerteza. Para dirimir

---

<sup>7</sup> No capítulo 15 da Teoria Geral é feita uma digressão sobre os motivos psicológicos e empresariais para a liquidez.

qualquer dúvida em relação a este conceito de demanda especulativa por moeda, vale recorrer a um exemplo bastante elucidativo proposto por Pellegrini (1997):

“Suponha que os agentes econômicos só tenham moeda e títulos públicos como ativos financeiros. Os títulos rendem um pagamento fixo de juros, por exemplo, um título de valor 100, que é emitido quando a taxa de juros é de 10%, paga 10 de juros por determinado período de tempo. Se a taxa de juros sobe para 20%, o preço deste título no mercado cai para 50, pois, assim, os 10 pagos de juros correspondem a uma taxa de juros de 20% e este papel pode competir com os títulos emitidos com a taxa de juros de 20%.” (Pellegrini, 1997 , p.38)

A especulação ocorre justamente ao se tentar adivinhar o que ocorrerá com a taxa de juros e, conseqüentemente, com o preço dos títulos. Os que acham que a taxa de juros irá aumentar, demandam moeda para especulação, esperando o preço dos títulos cair para comprá-los. Já os que esperam que a taxa de juros caia, permanecem em títulos. Ora, quanto maior a taxa de juros, maior é o contingente daqueles que consideram que ela já subiu o bastante e, portanto, menor é a demanda de moeda para especulação. Quanto menor a taxa de juros, maior é o contingente daqueles que acreditam que ela já recuou o suficiente e, doravante, irá subir. Assim sendo, maior é a demanda especulativa de moeda, com a finalidade de comprar títulos após a queda esperada nos preços.

Keynes (1985) ressalta que é justamente por meio de sua influência sobre o motivo-especulação que a autoridade monetária faz sentir seus efeitos sobre a economia<sup>8</sup>. Ademais, ainda no âmbito de sua *Teoria Geral*, o aludido autor entende a taxa de juros como sendo o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível na economia. De tal sorte, partindo de uma situação de equilíbrio, se a taxa de juros fosse menor, *i.e.*, se a recompensa pela renúncia à liquidez diminuísse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível. Em movimento oposto, se ocorresse elevação na taxa de juros,

---

<sup>8</sup> Isso ocorre devido ao fato de que a demanda por moeda para satisfazer os demais motivos estão atrelados a variações efetivas na atividade econômica e no nível de renda, porém não a alterações repentinas na taxa de juros.

haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter. Sendo assim, a quantidade de moeda disponível é outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, afeta a taxa de juros corrente<sup>9</sup>.

### **1.3 – Sistema financeiro como criador de liquidez**

A ortodoxia<sup>10</sup> trabalha sob o espectro de oferta de moeda exógena. Por trás desse conceito reside a crença de que o efeito multiplicador sobre a base monetária é estável e, assim sendo, a autoridade monetária – Banco Central – tem o poder de determinar a quantidade de moeda em circulação na economia. Isso implica que, ao decidir sobre a taxa de juros, o nível de reservas compulsórias do sistema bancário e as operações de mercado aberto, o Bacen consegue calibrar o volume de liquidez na economia.

Entretanto, essa vertente de pensamento desconsidera o fato de que o próprio sistema financeiro igualmente atua sob um ambiente de incerteza (porque para eles isso não existe), de modo que esse também possui sua função de preferência pela liquidez. Por exemplo, num momento de elevação das incertezas futuras e conseqüente aumento da preferência pela liquidez, é esperado que as instituições financeiras passem a ter mais prudência quando da concessão de novos empréstimos. Essa escassez de crédito, por seu turno, inevitavelmente ocasionará uma elevação na taxa de juros de mercado, o que terá efeito negativo sobre a formação de expectativas dos agentes. Nesse cenário, as firmas que necessitam de refinanciamento passam a se deparar com maiores dificuldades na administração de sua dívida, podendo, no limite, inclusive inviabilizar certos ramos de atividade, resultando em impacto no lado real da economia.

Em realidade, o grau de controle da autoridade monetária sobre o sistema bancário é impreciso. Conforme observa Minsky (1986), a atividade bancária é

---

<sup>9</sup> Para uma explicação mais pormenorizada, ver Keynes (1985), capítulos 13-15.

<sup>10</sup> Incluído aí estão todas as escolas que assumem a Lei de Say e que consideram a moeda como não neutra no longo prazo.

um negócio dinâmico e inovador em busca de oportunidades de obtenção de lucro. Esse ativismo por parte do setor bancário afeta não somente o volume e a distribuição de *finance*, como também o comportamento cíclico dos preços, da renda e do emprego.

“Money, banking, and finance cannot be understood unless allowance is made for financial evolution and innovation: money, in truth, is an endogenously determined variable – the supply is responsive to demand and not something mechanically controlled by the Federal Reserve.” (Minsky, 1986:226).

Nesse contexto, moeda é criada pelo setor bancário na medida em que transcorre sua atividade fim, qual seja, de viabilizar o financiamento das atividades de comércio, de investimento e de aquisição de bens de capital. O funcionamento normal de uma economia capitalista depende de um sistema gerador de renda que obtenha lucro em quantidade suficiente para honrar o serviço da dívida contraída com o setor bancário. Bem assim, depende igualmente de um setor bancário que conceda financiamentos que acarretem em novos investimentos e, por derradeiro, em obtenção de lucro de tal magnitude que compense esse financiamento. O setor bancário está criando moeda ao atender ao pedido de empréstimo/financiamento e abrir um depósito em nome do tomador. Sobre esse montante, em dado momento futuro, incidirá a reserva compulsória que deve ser recolhida junto à autoridade monetária. Em contrapartida, quando o empréstimo/financiamento é quitado, essa liquidez criada retorna à esfera bancária e, nesse sentido, moeda é destruída.

Mais ainda, Minsky entende ser a abrangência do financiamento levado a cabo no sistema capitalista diretamente correlacionado com o estado de expectativa dos agentes financeiros. Nos momentos de otimismo, quando ao menos as incertezas mais imediatas são de certa forma dissipadas, é prática comum no setor financeiro a tendência de expansão do crédito ao custo de redução das margens de garantia. Durante essa fase de calma, os bancos costumam inovar em suas práticas e instrumentos financeiros utilizados, buscando



assim explorar novas oportunidades que se mostrem lucrativas. Em movimento oposto, nos períodos de nervosismo e elevação das incertezas, verifica-se retorno à prática bancária mais conservadora, com incremento das exigências de margens de garantia para a concessão de novos financiamentos e subsequente contração do crédito. Esse movimento pendular faz sentir seus efeitos no lado real da economia, ao criar e destruir liquidez, a despeito da pronta atuação por parte da autoridade monetária. Já em seu *Tratado sobre a Moeda*<sup>11</sup>, de 1930, Keynes salientava para o fato de que o setor bancário tenta conciliar lucratividade com liquidez em sua atuação rotineira, da qual depende a criação de novos depósitos e, em decorrência, a expansão dos meios de pagamentos. Os riscos inerentes a esse processo serão objeto de análise no capítulo seguinte.

Ainda no tocante à efetividade da política monetária desempenhada pela autoridade competente, Resende e Amado salientam que o Banco Central tem o poder de afetar as condições de oferta de crédito e a disponibilidade de reservas por parte do sistema bancário. Não obstante, os bancos ampliam ou reduzem sua oferta de crédito de acordo com o andamento de suas expectativas de longo prazo, fato este que torna a oferta de moeda endógena. Entre o Banco Central e o setor produtivo da economia encontra-se o setor bancário, que pode atuar de forma a corroborar ou se contrapor à política monetária levada a cabo pela autoridade monetária. Isso implica em dizer que os bancos geram a crise ao mudarem subitamente de opinião e passarem contrair a concessão de *finance*. Neste ponto, quando a incerteza se eleva, a política monetária ganha importância como instrumento de atenuação desta crise que acaba de se instalar. Nessa linha de pensamento, Minsky ressalta que a eficácia da autoridade monetária em seu poder de atuação embute uma assimetria: ela é mais segura quando se trata de ampliar a liquidez do sistema do que quando o objetivo é enxugá-la. Dados os instrumentos de política monetária disponíveis, aliado à função de prestador de última instância, o Banco Central pode sempre atuar no sentido de tentar ampliar a liquidez de economia nos momentos de pessimismo e elevação das incertezas.

---

<sup>11</sup> Para essa abordagem, ver Keynes (1971), cap. 25.

Todavia, nos períodos de otimismo excessivo, a eficácia dessa mesma política monetária para contrair a liquidez é limitada, tendo em vista a já citada capacidade inovadora do setor bancário no sentido de contornar as eventuais dificuldades impostas pela autoridade monetária.

#### **1.4 – Investimento, *finance* e *funding***

O investimento é a causa fundamental das flutuações econômicas. Analisando a economia dum ponto de vista contábil, percebe-se um encadeamento de desembolsos financeiros ao longo do tempo. No mundo dos negócios, troca-se dinheiro hoje por compromissos futuros e vice-versa. Todo esse “mundo de papel”, na interpretação de Minsky (1982), está alicerçado nos fluxos de caixa que os empreendedores, famílias e governo apresentam como resultado de um processo gerador de renda.

Nesse sentido, Minsky entende ser o *business debt* uma característica fundamental da economia capitalista. Esse endividamento empresarial será viabilizado enquanto a expectativa de geração de excedente por parte dos empreendedores for suficiente para cobrir a dívida anterior ou induzir um refinanciamento. Posto que as firmas investem em bens de capital a fim de expandirem sua produção e que esse investimento excepcionalmente é feito com capital próprio, via de regra esse processo transcorre por meio de *finance* concedido por uma instituição financeira, para tanto tendo papel de suma importância o estado de expectativas vigente por parte tanto do banqueiro quanto empreendedor. Davidson (1992), ao analisar esse processo de financiamento da atividade econômica, faz a distinção entre duas etapas, que se diferenciam pelo prazo. Primeiramente, a indústria de bens de capital necessita de financiamento de capital de giro para levar sua atividade adiante. Essa é a etapa de *construction finance*, que se caracteriza por financiamento de prazo mais curto junto ao sistema financeiro e costuma perdurar o período necessário para cobrir as etapas de produção dos bens de capital. Quando termina a produção desses bens, eles são

vendidos aos empreendedores que deles se utilizam para expandirem sua produção. Por se tratar de um investimento que requer uma elevada monta de capital que será imobilizado e perdurará por vários ciclos de produção, raramente esse investimento é feito diretamente com recurso próprio, *i.e.*, capital do fluxo de caixa do empreendedor. Logo, no entender de Davidson, essa é a segunda fase, a do *investment funding*, onde os empreendedores buscam financiamento de longo prazo junto aos bancos a fim de financiarem seus investimentos em bens de capital. É inclusive comum esse *funding* perdurar por grande parte senão toda a vida útil desse bem de capital financiado, de tal forma que os pagamentos e amortizações sejam feitos com os recursos gerados pelo bem que está sendo financiado para expandir a produção.

O ponto crucial a ser destacado é a importância das expectativas nesse ciclo de *finance*, produção, *funding*, investimento e expansão da atividade econômica. Enquanto elas forem otimistas toda essa cadeia de expansão será sustentada e haverá financiamento e refinanciamento para viabilizar a atividade econômica. Ao investimento cabe o papel de principal determinante da trajetória de uma economia capitalista. Como resultante, as condições em que o *finance/funding* que viabiliza esse investimento são oferecidas afetam diretamente o preço dos bens de capital, a demanda por novos investimentos e conseqüentemente o ritmo de expansão da produção.

São justamente esses elementos acima descritos que injetam fragilidade e vulnerabilidade no sistema, tema esse que será abordado no próximo capítulo. Em suma, dentro da perspectiva pós-keynesiana, considerando a moeda como não neutra e sua oferta endógena, tendo o sistema financeiro como criador de liquidez, as alterações dos estados de expectativa, *funding* e investimento contribuem para as crises cíclicas recorrentes no âmbito de uma economia monetária de produção, como se verá adiante.

## **Capítulo 2: Liberalização Financeira e Instabilidade Econômica**

No âmbito da economia monetária de produção, percorrida no capítulo anterior, o tema da fragilidade financeira ganha relevância, em especial quando associado à questão da instabilidade econômica correlacionada com a abertura da conta de capitais. Nesse quesito, serão apresentados dois pontos de vista divergentes a respeito da liberalização financeira: o ortodoxo, com o entendimento de que a abertura financeira propicia ganhos de bem-estar, e o heterodoxo, com a visão de que esse mesmo processo de abertura acarreta em vulnerabilidade econômica indesejada.

### **2.1 – Minsky e a hipótese de fragilidade financeira**

Para iniciar a discussão acerca de liberalização e instabilidade, será abordada a hipótese de fragilidade financeira, originalmente proposta por Hyman Minsky. Vale ressaltar que esta análise foi feita levando-se em consideração o arcabouço de uma economia fechada. Todavia, seus resultados não são menos válidos para uma economia aberta, pelo contrário, são até agravados, como será discutido oportunamente nesta seção.

Na visão de Minsky (1986), as forças capazes de gerar fragilidade financeira são gestadas dentro do próprio sistema capitalista. O sistema financeiro é endogenamente instável e a desregulamentação excessiva contribui para agravar esse problema.

“In a world of uncertainty, given capital assets with a long gestation period, the successful functioning of an economy within an initially robust financial structure will lead to a structure that becomes more fragile as time elapses. Endogenous forces make a situation dominated by hedge finance unstable...” (Minsky, 1986, p.213).

Essa tendência desestabilizadora tem por princípio o fato de que existe um movimento em direção às inovações financeiras que reside na raiz do sistema

capitalista. Dado que a intermediação bancária é uma atividade como qualquer outra e os empreendedores, dentro da lógica capitalista, abominam qualquer nicho de oportunidade inexplorado para a obtenção de lucro, os banqueiros, via de regra, atuam no sentido de inovarem suas práticas a fim de amealharem novos clientes. Nos momentos de otimismo econômico, novos produtos e canais de financiamento são lançados, sempre com a finalidade de se potencializar a geração de lucro da atividade econômica, no caso, atividade financeira<sup>12</sup>. Já quando ocorre uma reversão nas expectativas, com o cenário econômico trasladando do otimismo para o pessimismo, as práticas do setor financeiro se tornam mais conservadoras e a concessão de crédito passa a ser mais restritiva. Nesse contexto, Minsky caracteriza as unidades econômicas como sendo de três tipos: *hedge*, *speculative* e *Ponzi*.

No primeiro caso, ele se refere às unidades cujo fluxo esperado de receitas é superior aos desembolsos para pagamento de serviço da dívida contraída e amortização de principal, ao longo de toda a trajetória do financiamento. Em outras palavras, esta firma em nenhum momento apresenta problemas de fluxo de caixa. Esta é a forma de gestão financeira mais segura e também a que deveria servir de modelo para todo o sistema, ou seja, tanto para quem concede quanto para quem contrai o financiamento. Um clássico exemplo de firmas que praticam *hedge finance* são aquelas que financiam sua atividade por meio de lançamento primário de ações ou até mesmo por dívida de longo prazo a juros fixos e administráveis.

Não obstante, com relativa freqüência se verifica o caso de unidades em que o fluxo de caixa das operações não seja suficiente, em determinados períodos, para honrar todos os compromissos financeiros, muito embora o valor presente desse fluxo de recebimentos seja superior ao valor presente do fluxo de desembolsos financeiros. Este é o caso do *speculative finance* e, nessa situação,

---

<sup>12</sup> A título de exemplo dessa visão minskiana, no Brasil recente, onde tem prevalecido um cenário econômico otimista, não por acaso tem-se verificado inovações no setor financeiro, tais como o crédito consignado com desconto em folha e a expansão do micro-crédito.

as firmas são obrigadas a recorrer a novo financiamento com o intuito de fazer a rolagem da dívida. Minsky (1986, p. 209) atenta para o impacto de alterações nas condições do mercado financeiro sobre as unidades que atuam sob a forma de *speculative finance*. Por exemplo, uma elevação da taxa de juros praticada no mercado irá elevar os compromissos financeiros dessas unidades sem que se verifique a contrapartida da elevação do fluxo de recebimentos oriundo da atividade empresarial. Ou seja, se a firma já se encontrava numa posição especulativa, a ponto de necessitar fazer a rolagem de sua dívida, ao fazê-la encontrará uma situação ainda mais adversa, visto que assumirá um novo financiamento com taxa de juros mais elevada em relação à anterior. Portanto, uma posição que já era vulnerável se torna mais vulnerável ainda, devido a um fator externo e alheio a qualquer procedimento de gestão operacional da firma, qual seja, uma elevação da taxa de juros imposta pelas condições do mercado financeiro.

No limite, chega-se à situação na qual o fluxo de recebimentos não é suficiente sequer para honrar o serviço da dívida anteriormente contraída, desconsiderando-se qualquer tipo de amortização. Esta é a situação *Ponzi*, quando se faz necessário a obtenção de novo empréstimo para que se possa pagar os juros do anterior<sup>13</sup>. Obviamente, esta é uma situação já extremada, que não pode ser sustentada por muito tempo, visto que neste caso a firma, nas palavras de Minsky<sup>14</sup>, necessita “*increase debt to pay debt*”. Da forma como exposto, percebe-se que a situação *speculative* é crítica no sentido de que ela pode forçar a unidade a ser rebaixada para uma situação *Ponzi*. Esse cenário pode ocorrer simplesmente devido a forças conjunturais do mercado, tais como uma queda na previsão do fluxo de receitas da firma ou uma elevação da taxa de juros.

---

<sup>13</sup> Ver Minsky, 1982, p. 67, para uma descrição formal das unidades *hedge*, *speculative* e *Ponzi*.

<sup>14</sup> Minsky, 1986, p.203

Feito esse resumo das três estruturas financeiras de Minsky, vale agora retratar o comportamento da economia nos períodos de otimismo. Uma firma que financia um projeto de longa maturação, para operar numa perspectiva de *hedge finance*, necessita obter financiamento também de longo prazo, com certo período de carência, de tal forma que não ocorra descasamento entre recebimentos e pagamentos. Essa é a forma de gestão financeira mais prudente e enquanto perdurar o otimismo os horizontes de financiamento se alongam, viabilizando os projetos de investimento dos empreendedores. O cenário somente se altera quando muda a percepção das expectativas por parte dos bancos, que reduzem a oferta de financiamento ou pioram as condições em que ele é ofertado aos empreendedores. Neste ponto ocorre o descasamento financeiro e a firma passa de uma posição *hedge* para *speculative*. Minsky ressalta que essa força inerente ao sistema que induz a uma estrutura composta por passivos de curto prazo e ativos de longo prazo é o principal fator que injeta fragilidade na estrutura financeira, sendo para tanto um fenômeno endógeno.

Mais ainda, soma-se a isso o fato de que no cenário otimista as instituições financeiras costumam ser mais permissivas quando da concessão de novos financiamentos. Ao inovarem em suas práticas e criarem novos canais de financiamento, os banqueiros estão ao mesmo tempo elevando a exposição ao risco ao financiarem projetos que, na margem, apresentam fluxo de retorno tanto mais incerto quanto mais se expande o financiamento. Nesse particular, Minsky destaca que um período de sucesso econômico contribui para a diminuição das barreiras financeiras ao passo que um período de falências estimula a retomada do conservadorismo financeiro. Assim sendo, o período de prosperidade econômica paradoxalmente contribui para a fragilização financeira, dado que estará estimulando a economia como um todo a se deslocar de uma situação *hedge* para *speculative* e, no limite, *Ponzi*. O efeito final é a deterioração de toda uma estrutura financeira que, em princípio, era sólida: as sementes da fragilização do capitalismo se encontram dentro do próprio sistema. Ou seja, o sistema é naturalmente instável e tende a se fragilizar à medida que a economia se

desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política econômica, mas resulta do funcionamento normal da economia.

“...success breeds a disregard of the possibility of failure: the absence of serious financial difficulties over a substantial period leads to the development of a euphoric economy in which increasing short-term financing of long term positions become a normal way of life.” (Minsky, 1986, p.213)

Na fase ascendente do ciclo econômico, quando predomina a euforia, as experiências passadas reforçam as expectativas favoráveis, estimulando a contínua expansão do financiamento e a elevação da postura especulativa. Contudo, quando os bancos percebem que concederam financiamentos em demasia e que as expectativas quanto aos fluxos futuros de lucros não são mais compatíveis com a estrutura do passivo, inicia-se uma nova fase de restrição do crédito, com elevação da taxa de juros. Porém, esse aperto monetário terá efeito direto no valor presente do fluxo de caixa das empresas, reduzindo a margem de lucro e forçando uma queda nos investimentos. Esses fatores reforçam ainda mais a percepção de incerteza por parte dos bancos, acarretando em ainda maior restrição ao crédito: está iniciado um círculo vicioso. Neste momento os empresários iniciam a venda de seus ativos, cujos preços caem. Nohara (1997) destaca que a elevação da taxa de juros por parte dos bancos reflete em elevação do custo operacional por parte das empresas, o que pode levar à inflação de custos. Verificada essa inflação, as autoridades monetárias, via de regra, respondem com política monetária mais contracionista, fato este que agrava ainda mais o problema.

No âmbito de uma economia fechada, para a qual Minsky desenvolve sua teoria, o banco comercial seria o clássico exemplo de uma atividade *speculative* enquanto que a firma que se financia por emissão primária de ações ou por dívida de longo prazo a juros fixos seria o exemplo de atividade *hedge*. Entretanto, ao se expandir essa análise para uma economia aberta esses dois exemplos já não mais necessariamente se sustentam. Dado que agora existe a possibilidade de



financiamento externo, mesmo que se adote a prática financeira mais prudente, financiando ativos de longa maturação com crédito de longo prazo a juros fixos, ainda assim persiste o risco cambial. Nesse sentido, uma unidade que no contexto da economia fechada mantinha uma postura de *hedge* passa agora para uma posição *speculative* pelo simples fato de, sendo a economia aberta, ela poder se financiar externamente, correndo para tanto o risco da variação cambial.

Arestis e Glickman (2002) fazem essa extensão da análise minskiana para a economia aberta e ressaltam o caso de uma economia emergente em período de otimismo. Os resultados muito se assemelham à situação presenciada pelo Brasil atualmente, outubro de 2006, muito embora esse artigo tenha sido escrito há mais de quatro anos e não tenha como foco a economia brasileira, mas sim a do leste asiático. Os aludidos autores enfatizam que para uma economia de tal tipo, em que inicialmente predomina o *hedge financing*, no que a lucratividade for aumentando em relação ao custo do capital, a confiança também irá aumentar, levando a posições mais arriscadas tanto no setor financeiro quanto no real da economia. Sendo a economia aberta, essa onda de euforia logo ultrapassará as fronteiras do país em questão. Na ausência de controles de capital, os investidores internacionais de portfólio passarão a enxergar com bons olhos essa economia, principalmente se as taxas de juros estiverem baixas nos principais centros financeiros e a liquidez internacional alta. Isso estimulará ganhos de arbitragem de curto prazo e alimentará a tendência para valorização da moeda local bem como da bolsa de valores. Essa abertura ao mercado externo estimulará as inovações financeiras propostas por Minsky e inevitavelmente a economia recairá num estado de fragilidade financeira internacionalizado e potencializado, visto que agora está vulnerável a crises que podem ser domésticas na origem mas que afetem a situação externa ou externa na origem mas que afetem a situação interna da economia.

No primeiro caso, uma crise doméstica clássica nos termos originalmente propostos por Minsky (1986) levará várias unidades especulativas a encontrarem

dificuldade para renovarem seus financiamentos, ocasionando *default*, falências e corrida para a liquidez por parte do sistema financeiro. Considerável parte dos investidores de portfólio irá migrar para outras moedas, acarretando em venda de elevada monta da moeda local, gerando uma espiral de desvalorização e precipitando uma crise cambial. Neste cenário, vale ressaltar, até mesmo as firmas que atuam com prudência, adotando uma postura *hedge*, irão sentir os desdobramentos econômicos, pois, quando do pagamento dos financiamentos externos, estarão expostas ao risco inerente à desvalorização cambial.

Em se tratando de uma crise externa na origem, dada uma economia aberta para os fluxos financeiros internacionais, o Banco Central atua como uma unidade que garante o valor externo da moeda local. Por um lado, os residentes dessa economia acumulam financiamentos externos denominados em moeda estrangeira. Por outro, o Banco Central acumula reservas internacionais e, enquanto essas reservas forem de um valor significativo em relação à dívida externa acumulada, o país permanece numa posição equivalente a um financiamento *hedge*, nos termos de Minsky. Os pagamentos externos são viáveis *a priori*, entretanto, ao passo que as forças endógenas forem elevando o passivo externo, mormente em dívidas de curto prazo com juros menores, elevará também a razão dívida/reserva e aumentará a desconfiança quanto à capacidade da autoridade monetária de sustentar o valor da moeda local. Nesse contexto, o Estado, na figura do Banco Central, se tornará uma unidade financeira *speculative* e, em último caso, *Ponzi*, aos olhos dos credores internacionais. Ainda que a situação doméstica seja estável, com uma situação *hedge* predominante, essa desconfiança por parte dos investidores externos quanto à sustentação da moeda local tem o poder de gerar uma crise que, externa na origem, faz sentir seus efeitos também na economia doméstica.

Em linha de pensamento semelhante, Paula e Alves Jr. (2000) também fazem a extensão da análise minskiana para a economia aberta. Eles chegam igualmente à conclusão de que a fragilidade financeira é agravada, dado que

agora as unidades estão vulneráveis tanto a alterações na taxa de juros quanto na taxa de câmbio. Mais ainda, a dependência do financiamento externo representa um risco cambial maior nos países da periferia, posto que a vulnerabilidade é amplificada no mesmo sentido da proporção que o fluxo de capital alcança em relação ao tamanho dessas economias.

Dessa forma, analisando uma economia aberta à luz da teoria de Minsky, tem-se que a livre mobilidade de capitais aumenta os incentivos em direção à inovação financeira. Como resultante, aumentam-se os caminhos pelos quais as unidades econômicas, incluindo aí o Estado na posição de autoridade monetária, são induzidas de uma situação inicial *hedge* para outra *speculative* e, em última instância, *Ponzi*. A economia como um todo é endogenamente conduzida a um processo de agravamento da fragilização financeira que, se for doméstico na origem, terá seus efeitos amplificados pela atuação externa. Caso a crise seja eminentemente externa, inevitavelmente terá repercussões no plano interno.

## **2.2 – A visão neoclássica**

Essa vertente do pensamento, seguindo a lógica do livre mercado como o mais eficiente regulador econômico, defende a plena liberalização financeira como receituário a ser adotado a fim de que a economia possa atingir um mais elevado nível de bem-estar. Isso significa adotar um modelo de plena conversibilidade da conta capital, o que, no limite, permite que agentes residentes e não-residentes negociem ativos financeiros sem qualquer restrição qualitativa ou quantitativa. O Brasil, desde o final dos anos 1980, vem passando por reformas que caminham nesse sentido, muito embora a conversibilidade plena ainda não tenha sido oficialmente implementada, visto que o BC ainda mantém a prerrogativa de

discricionariamente adotar medidas que visem a restringir a livre mobilidade de capitais<sup>15</sup>.

As propostas tendentes à plena liberalização dos movimentos de capitais podem ser compreendidas no espírito das políticas econômicas sugeridas em 1989 por John Williamson<sup>16</sup> para que os países endividados da América Latina seguissem, medidas essas que ficaram conhecidas pela alcunha de Consenso de Washington. Tratava-se de uma série de medidas econômicas que pregava o ajuste fiscal e reformas orientadas para o mercado visando à reestruturação das economias latino-americanas, então em processo de reestruturação de sua dívida externa no âmbito do Plano Brady. O consenso foi chancelado pelas três ressonantes instituições sediadas em Washington, EUA (FMI, Banco Mundial e Tesouro Norte-Americano), daí a origem de seu nome. Naquele momento as propostas sugeridas apresentavam compreensivelmente um viés pró-mercado, dado o estatismo e protecionismo que haviam caracterizado o período anterior, que culminou na crise da dívida externa da década de 1980. Não obstante, vale ressaltar que o consenso originalmente falava em liberalização da taxa de juros, sendo que a abertura financeira especificamente não estava expressamente relatada na proposta de Williamson, muito embora em debate com este, Stanley Fischer sugerira sua inclusão.

Fischer (1998) apóia-se na tese de que os ganhos da liberalização dos movimentos de capitais são da mesma natureza que os ganhos da liberalização comercial. Isso implica que criar obstáculos à livre movimentação de capitais distorce a alocação de recursos na economia, fazendo com que os capitais, especialmente nas economias em desenvolvimento, onde eles são escassos, sejam mal utilizados. Ou seja, a liberdade de movimentação permite aumentar a eficiência com que opera a economia, mesmo que se trate de capitais de curto

---

<sup>15</sup> Sicsú (2006) faz uma exposição detalhada da evolução desse processo de liberalização pelo qual vem passando a economia brasileira. Dentre as medidas destacadas, valem menção as remessas líquidas financeiras pela conta CC5, a unificação dos dois mercados cambiais (livre e flutuante) e a dilatação do prazo para cobertura cambial nas exportações.

<sup>16</sup> Ver Williamson (1990) para uma compreensão mais pormenorizada acerca do Consenso de Washington.

prazo, que circulam pelo mundo em busca de oportunidades de arbitragem de taxa de juros. Por isso, controles de capital distorcem a alocação e pioram a situação das economias que os aplicam. Ao permitir uma alocação mais eficiente, a plena liberalização seria particularmente benéfica para os países em desenvolvimento, partindo do princípio de que o capital fluiria das economias desenvolvidas, onde sua produtividade marginal é menor, para as em desenvolvimento, onde a escassez desse recurso permite alcançar maiores retornos. Isso conduziria a um aumento da poupança disponível para investimento nos países mais pobres, ativando um processo de aceleração do crescimento.

Assim sendo, para Fischer (1998) resta claro que os ganhos advindos da liberalização financeira são superiores aos custos. Todavia, ele próprio reconhece que esse processo de abertura financeira deve ser levado adiante com bastante cautela e parcimônia, pois os fluxos de capital são altamente sensíveis à política macroeconômica, à solidez do sistema bancário e aos acontecimentos políticos e econômicos. De tal forma, muito embora as forças de mercado tenham um poder disciplinador, no sentido de premiar a economia com fundamentos sólidos e punir a que desempenhe políticas econômicas irresponsáveis, por vezes essa reação do mercado se verifica de forma exacerbada. Essa reação excessiva pode ocorrer tanto no sentido de ingresso quanto no de remessa de capitais, gerando volatilidade cambial indesejada além do efeito contágio em outras economias. Por fim, ele admite que a liberalização da conta capital aumenta a vulnerabilidade da economia a alterações no sentimento do mercado, muito embora o mercado, em geral, esteja com a razão.

“In sum, liberalization of the capital account can bring significant benefits to countries. Residents and governments are able to borrow and lend in more favorable terms, and domestic financial markets become more efficient as a result of the introduction of advanced financial technologies, leading to a better allocation of both saving and investment. At the same time, capital-account liberalization increases the vulnerability of the economy to swings in sentiment. Usually these swings are rationally based, but they may on

occasion be excessive, and they may sometimes reflect contagion effects.”  
(Fischer, 1998, p. 3)

Em relação ao fluxo de capitais de curto prazo, Fischer diz que por vezes é difícil lidar com ingressos líquidos que ocorrem em decorrência de uma taxa de juros doméstica relativamente alta em comparação com o mercado externo. Esse é um problema comum a diversos países e, embora não exista uma saída fácil, uma primeira linha de defesa é um aperto da política fiscal. Uma segunda medida seria o aumento da flexibilização da taxa de câmbio. O que Fischer entretanto sugere é que a abertura da conta capital permite aos países emergentes captar recursos no mercado externo a um custo mais baixo em relação ao mercado doméstico. Isso se deve ao fato de que a produtividade marginal do capital é mais baixa nos países desenvolvidos, justamente por ser esse um fator mais abundante nessas economias. Isso explica, em parte, o fato de as taxas de juros serem mais baixas nas economias industrializadas quando comparadas com as em desenvolvimento.

Dornbusch (1998) aborda a questão do ponto de vista da eficiência da administração pública. Segundo ele, num cenário de plena liberalização dos movimentos de capitais, uma conduta irresponsável ou populista por parte dos formuladores da política econômica doméstica seria prontamente punida pelo livre-mercado, refletindo em saída líquida de capitais da economia. Em sentido oposto, as políticas econômicas prudentes e saudáveis seriam premiadas com ingresso líquido de capitais. Além desse fator, benefícios adicionais seriam sentidos em função da maior eficiência operacional do sistema financeiro doméstico, sob pressão dos competidores estrangeiros.

No contexto da economia brasileira, Arida (2003a e 2003b) defende a proposta de plena conversibilidade, o que, em sua opinião, resultaria em menores taxas de juros em dólares nos títulos de dívida externa brasileira, pública e privada. Essa redução, por conseqüência, faria cair também os juros da dívida

interna, pelo efeito da arbitragem entre títulos domésticos e internacionais, contribuindo para solidificar o tripé da política econômica em prática no Brasil atualmente: superávit fiscal, câmbio flutuante e taxa de juros balizada pela meta inflacionária. A argumentação de Arida é que a simples possibilidade de restrições administrativas às transações com moeda estrangeira eleva o prêmio de risco, o que acaba por acarretar em elevação da taxa de juros tanto externa quanto interna. De tal sorte, o aludido autor preconiza o regime de livre conversibilidade como estratégia complementar à obtenção de superávit primário com o objetivo final de reduzir o endividamento público como proporção do PIB. A lógica de seu raciocínio é que os juros menores alcançados em razão da livre conversibilidade permitiriam um superávit primário menor, o que abriria espaço para um nível de investimento maior e, portanto, maior crescimento econômico.

“...surge, aos olhos do credor em moeda estrangeira, um risco desnecessário. Quem empresta seus dólares a residentes no Brasil sabe que está correndo o risco do devedor não ser capaz de gerar os reais necessários para quitar a dívida à taxa de câmbio vigente quando do seu vencimento. A este risco de crédito, soma-se então outro, o risco da espada de Dâmocles do Banco Central ser posta em uso, suspendendo-se, seletiva ou generalizadamente, os pagamentos ao exterior e criando-se um racionamento de divisas por via administrativa. Cresce por conseguinte a taxa de juros em dólares requerida pelo credor e com ela a taxa de juros em reais.” (Arida, 2003b: 153).

De tal sorte, no plano externo o efeito da conversibilidade restrita sobre a taxa de juros se dá pela elevação do prêmio de risco, em função do risco de conversibilidade. Já no plano interno, esse efeito ocorre embasado na teoria da paridade descoberta da taxa de juros (Ferrari *et alli*, 2005). Essa teoria sustenta que a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual à soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa de desvalorização cambial:

$$(2) \quad i = i^* + (E_{t+1}^e - E_t) + RC + RP,$$

onde  $i$  = taxa de juros doméstica,  $i^*$  = taxa de juros internacional,  $E_{t+1}^e$  = taxa de câmbio esperada no mercado *spot* no período  $t+1$ ,  $E_t$  = taxa de câmbio no mercado *spot* no período  $t$ , **RC** = risco cambial e **RP** = risco-país. O risco cambial pode ser entendido como o retorno adicional exigido pelo investidor, estrangeiro ou doméstico, para cobrir o risco de desvalorização dos títulos domésticos em termos de uma moeda internacional de referência. Quanto mais volátil for a taxa de câmbio, maior será o risco cambial. Já o risco-país compreende o retorno adicional exigido pelo investidor para cobrir o risco de não-pagamento dos encargos financeiros que incidem sobre o título negociado no exterior. Esse não-pagamento pode advir tanto de uma retenção por parte da autoridade monetária dos recursos destinados ao pagamento no exterior quanto de um *default* por parte do devedor, tal que o termo **RP** em (2) pode ser aberto:

$$(3) \quad RP = RCONV + RDF ,$$

onde **RCONV** = risco de conversibilidade e **RDF** = risco de *default*. Segundo essa visão, a livre conversibilidade do real simplesmente eliminaria o termo **RCONV** de (3), restando apenas o risco de crédito, **RDF**, para explicar **RP**. Logo, percebe-se por (2) que a taxa de juros doméstica atingiria patamares mais reduzidos como resultado dessa supressão do risco de conversibilidade.

Já num artigo posterior, Arida (2004) acrescenta novos argumentos em favor da plena conversibilidade, complementando as idéias expostas nos anteriores. Ele sustenta que a abertura da conta capital, quando empreendida no bojo de políticas macroeconômicas sólidas e sustentáveis, traz ganhos de bem-estar. Isso ocorre pois essa medida possibilita a alocação do capital para projetos mais produtivos em outros países, dado que a produtividade marginal do capital é mais baixa nos países desenvolvidos do que nos emergentes. Logo, esse último pode se financiar a taxas de juros menores, captando financiamento externo do primeiro. Além desse, um outro argumento utilizado é o de que a livre mobilidade de capitais leva a um auto-equilíbrio do mercado de câmbio, sendo que os



excessos são corrigidos pelo próprio mercado. A idéia subjacente é que quando há uma saída excessiva de divisas por algum motivo, haverá simultaneamente um processo de desvalorização da moeda local. Essa desvalorização fará com que os ativos domésticos se tornem baratos e atrativos aos olhos do investidor estrangeiro e, portanto, a taxa de câmbio atingirá um ponto em que, mais cedo ou mais tarde, atrairá os capitais externos de volta ao país, agora interessado na compra desses ativos. Ou seja, o livre mercado sempre conduz ao equilíbrio e a imposição de restrições administrativas à livre mobilidade de capitais gera distorções que impedem a correção dos excessos e agravam os desajustes. Arida sustenta que a eliminação do risco de conversibilidade permitiria uma maior estabilização dos fluxos de entrada e saída de capitais, reduzindo a amplitude da flutuação cambial. Mais ainda, essa auto-regulação imposta pelo mercado eliminaria a necessidade do BC de manter reservas internacionais, dado que a taxa de câmbio é livremente determinada pelas forças de mercado. Em contraposição, sob conversibilidade restrita, existe a possibilidade de, em determinadas situações, os agentes entenderem que o BC não tem reservas em volume suficiente para sustentar a taxa de câmbio vigente, o que pode acelerar o movimento especulativo. Não obstante, Arida ressalva que enquanto a imposição de controles administrativos é tida como uma solução ineficiente, a solução ótima seria a livre conversibilidade com intervenções esporádicas do BC no mercado de câmbio (*dirty floating*), com o intuito de amainar a volatilidade excessiva gerada por movimentos de manada e bolhas especulativas.

### **2.3 A vertente crítica à plena conversibilidade**

Numa crítica direta ao pensamento de Arida, Belluzo e Carneiro (2004) enfatizam que a livre conversibilidade do real não eliminaria de vez as fraquezas genético-estruturais de nossa moeda. Isso significa que a supressão formal dos entraves à livre conversibilidade não faria do real uma moeda internacionalmente conversível e desejada pelos demais países como reserva de valor, assim como

são o euro e o dólar. Desse problema decorre, entre outros, o da assimetria entre oferta e demanda de divisas numa economia com moeda não conversível de fato, como a brasileira. Dada essa eliminação das restrições formais, os residentes dessa economia liberalizada irão procurar alocar parte de sua riqueza em moedas internacionalmente conversíveis, não por não confiarem na moeda local como reserva de valor, mas por verem nas moedas internacionalmente conversíveis um ativo de qualidade superior. Igualmente, os setores produtivos endividados em moeda estrangeira procuram fazer *hedge* cambial, como forma de proteção contra o descasamento de suas dívidas. Portanto, a assimetria existe no sentido de que enquanto a oferta de moeda estrangeira é dada pelos fluxos, a demanda é função dos estoques de dívida e riqueza, sendo que isto pode ser entendido como um elemento causador de volatilidade no mercado cambial. Visto que essa hierarquia entre as moedas continua vigendo no mercado internacional, a livre conversibilidade não é capaz de eliminar o prêmio de risco que é cobrado para se manter a riqueza em moedas mais fracas. Num momento de desvalorização da moeda local, os agentes irão correr para a moeda internacionalmente conversível, acentuando ainda mais esse processo.

Ainda rebatendo a análise de Arida, Oreiro *et alli* (2004) enfatizam que a literatura sobre liberalização financeira não traz testes empíricos que corroborem a tese de redução do prêmio de risco como benefício advindo da livre conversibilidade. Pelo contrário, a experiência histórica mostra que ao longo da década de 1990 o Brasil caminhou no sentido de crescente liberalização da conta capital<sup>17</sup>. Não obstante, não houve tendência de redução do risco-país e da taxa de juros doméstica. Houve, sim, momentos de forte instabilidade e saída líquida de capitais, como na crise asiática de 97 e brasileira de 99, quando o Copom foi forçado a elevar a taxa básica de juros – SELIC a níveis acima de 40% a.a.<sup>18</sup>. Esses autores entendem que, ao contrário do que sugere Arida, o alto grau de

---

<sup>17</sup> Ver Sicsú (2006) para uma completa abordagem desse tema.

<sup>18</sup> Em nov./97 a taxa Selic efetiva atingiu 43,3% a.a., fruto do efeito contágio causado pela crise asiática daquele ano. Já em mar./99, a mesma taxa efetiva alcançou 48,23% a.a., desta vez como desdobramento da desvalorização cambial verificada no início do ano, com a mudança de regime de câmbio fixo para flutuante. Fonte de pesquisa: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

abertura da conta capital brasileira possivelmente é um dos fatores que contribuem para que a taxa de juros no Brasil permaneça entre as mais altas do mundo. A *rationale* é que imaginando uma situação na qual o BC irá apertar os controles administrativos em caso de uma parada súbita nos fluxos de capitais, isso pode levar os agentes econômicos às seguintes convicções:

- a) a volatilidade cambial gerada por comportamento de manada será relativamente mais baixa, dado o controle exercido pela autoridade monetária;
- b) o BC não terá a necessidade de efetuar um aumento tão abrupto da taxa de juros quanto seria necessário caso houvesse livre mobilidade.

Em ambos cenários o prêmio de risco será mais baixo do que o verificado sob plena conversibilidade, refutando o argumento de Arida.

Outro ponto criticado em relação ao ponto de vista de Arida é quando este enfatiza que sob plena mobilidade o Brasil não necessitaria mais manter reservas, pois as forças de mercado ditariam o rumo da taxa de câmbio. Entretanto, ele enfatiza que quando o movimento altista ou baixista for extremado o BC pode sempre intervir, comprando ou vendendo divisas estrangeiras junto ao mercado, de forma a suavizar a volatilidade cambial. O equívoco dessa análise reside no fato de que se o BC for chamado a intervir sempre que houver sinal de volatilidade excessiva, então será imperativo para ele manter reservas internacionais em volume muito maior do que seria necessário caso houvesse controle administrativo dos fluxos de capital. Ademais, segue daí que uma grande reserva em moeda estrangeira é pré-requisito para a implementação de um regime de plena conversibilidade, resultado oposto ao preconizado por Arida.

Bresser-Pereira (2003), igualmente rebatendo o pensamento de Arida, faz uma crítica do modelo adotado na primeira fase do Plano Real. Segundo o autor, após o sucesso inicial no controle da inflação, em vez de definir o desequilíbrio externo como principal problema a ser enfrentado, o governo continuou a dar prioridade a um problema já basicamente equacionado - o da alta inflação. Com

isso, foi mantida uma política de alta taxa de juros e, dada a facilidade para a mobilidade de capitais, houve ingresso elevado de recursos que acabaram por sustentar um câmbio valorizado e financiar o consumo em detrimento do investimento. Ou seja, num cenário de relativa liberdade para o movimento de capitais e taxa de juros real consideravelmente acima da média praticada nos demais países em desenvolvimento, o fluxo de moedas acarreta em sobrevalorização cambial, o que por seu turno se traduz em grandes déficits em conta corrente. Não obstante, esse déficit é coberto pelos ingressos que se verifica na conta de capitais e aí reside o dilema: o capital que ingressa no país (seja na forma de empréstimos ou de investimento direto) na realidade está financiando o consumo, tapando o buraco da balança comercial deficitária, em vez de financiar o desenvolvimento. Essa situação conduziu a um agravamento da vulnerabilidade externa da economia brasileira quando, superada a fase inicial de controle inflacionário e desindexação da economia, a nova prioridade deveria ter sido o ajuste das contas externas. No entendimento de Bresser, a razão principal para o governo ter persistido nesse comportamento irracional foi o fato dele ter aceito de forma acrítica o Segundo Consenso de Washington, segundo o qual os países altamente endividados, como o Brasil, poderiam resolver seus problemas recorrendo à poupança externa, ou seja, mais endividamento.

Greenville (2000) atenta para o ponto de que problemas de volatilidade cambial são mais sérios quando se trata de países da periferia, uma vez que:

- a) eles não têm uma experiência histórica de taxas de câmbio determinadas pelo mercado;
- b) há poucos *players* num mercado que é caracterizado por exibir propensão ao *herd behavior* (comportamento de manada);
- c) essas economias apresentam fluxos de capitais muito maiores e mais voláteis em relação ao tamanho do mercado de capitais doméstico.

Complementando o pensamento de Greenville, Sicsú (2005, p. 103-104) enfatiza que: “todos os países emergentes que aderiram à onda liberalizante

chancelada pelo FMI sofreram crises de fuga de capitais e estão propensos a novas crises, tal como o Brasil, que assinou acordos com o Fundo em 1998, 1999, 2001, 2002 e 2003”. Mais ainda, Prates (2005) ressalta que os fluxos de capital para a periferia são determinados por uma dinâmica exógena a esses países, onde os fatores determinantes são o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais, bem como as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais.

No tocante à questão específica de controle de capitais, Carvalho e Sicsú (2006) lembram que essa não era uma prática adotada até a crise da década de 1930. A partir de então, o controle foi introduzido como forma de proteger as economias da volatilidade econômica internacional e levou décadas para ser removido. Os países desenvolvidos, com poucas exceções, somente vieram a abolir as barreiras formais à livre circulação de capital na década de 1990 (Wyplosz, 2001). A partir dos anos 90, contudo, fez-se enorme pressão sobre os países da periferia para que esses acompanhassem a tendência liberalizante em voga nos países de centro. O ápice dessa pressão foi a aprovação, na assembleia anual do FMI em 1997, da iniciativa de mudança de seu estatuto, no sentido de se remover o artigo VI. Tal artigo legitima a adoção de controles pelos países membros. A intenção é substituí-lo por um compromisso de conversibilidade da conta capital, tal como foi acordado em 1944 com respeito à conta corrente. Não obstante, após a deflagração da crise asiática essa iniciativa foi, ao menos temporariamente, congelada. Com o efeito contágio dessa crise e o subsequente desdobramento de seguidas crises financeiras nos países da periferia (Rússia, Brasil, Argentina), o discurso do FMI perdeu fôlego e eles se viram forçados a mudar de tom. Agora reconhecem que a liberalização deve ser perseguida com bastante cautela e admitem certos tipos de controle, de forma transitória, até que as reformas econômicas necessárias sejam promovidas para que o processo liberalizante possa ser retomado.

A justificativa teórica para a adoção de controles de capital segue a mesma linha que defende a utilização de instrumentos para regulação financeira doméstica: a existência de externalidades e ausência de mercados perfeitos e completos, que tornam a operação livre dos mercados ineficiente do ponto de vista social (Carvalho e Sicsú, 2006). Nesse particular, pode-se destacar duas correntes que se contrapõem à hipótese de mercados eficientes que fundamenta a proposta de plena liberalização. A primeira enfatiza as possíveis imperfeições do mercado financeiro, particularmente as derivadas da assimetria com que a informação se distribui entre as contrapartes de um contrato financeiro. Newbery (1989) entende que a incompletude dos mercados torna improvável que a operação livre dos mesmos possa levar aos resultados esperados pelos defensores da liberalização. Exceto se as expectativas forem racionais, essa incompletude levará a previsões incorretas de preços futuros e a decisões ineficientes. Já Stiglitz (2001) discorre pelo lado de que a assimetria de informação dá origem a fenômenos de risco moral e seleção adversa. Ademais, surgem problemas de representação (principal/agente) e dos incentivos necessários para que essa representação seja feita de forma eficaz<sup>19</sup>. Essa linha de argumentação é usada para recomendar bastante cautela em qualquer processo de liberalização, aí incluído o mercado financeiro internacional, e para Stiglitz isso implica que se veja a intervenção do Estado na economia com mais boa vontade do que a corrente liberal, que tomou conta do *mainstream* econômico, receitua. No que tange o movimento global de capitais, o referido autor postula que “fluxos rápidos de capital para dentro ou para fora de um país causam amplas perturbações; eles geram o que os economistas chamam ‘grandes externalidades’ – efeitos sobre outros, pessoas comuns, não envolvidos com esses fluxos de capital” (Stiglitz, 2001, p.124). Em outro trabalho, Stiglitz (2004) enfatiza que não existe um consenso sobre quais estratégias têm maior probabilidade de promover o desenvolvimento econômico dos países mais

---

<sup>19</sup> Honohan e Stiglitz (2001) falam das dificuldades envolvidas em se determinar as diversas relações principal/agente, quando se trata do mercado financeiro doméstico. Nessas situações, formas mais intervencionistas de regulação podem ser superiores aos instrumentos de livre mercado. Essa análise, em que pese ter sido feita levando-se em consideração o mercado financeiro doméstico, é ainda mais agravada ao se tratar do mercado financeiro internacional.

atrasados. O único consenso existente é o de que o Consenso de Washington não foi capaz de prover tais respostas<sup>20</sup>. Houve uma falha em entender as estruturas econômicas de um país em desenvolvimento, ao se crer cegamente no fundamentalismo de mercado. Nesse sentido, não posição fechada em torno pensamento de que a rápida liberalização, em especial nos países com alta taxa de desemprego, conduzirá a um mais acelerado crescimento econômico. Pelo contrário, tal situação poderá conduzir somente a mais desemprego.

Carvalho e Sicsú (2006) concluem que quando há entradas excessivas de capital, a moeda do país receptor tende a se valorizar e a redução de competitividade das empresas domésticas é geral, exercendo impacto até mesmo sobre aquelas empresas que não receberam capital externo. Por outro lado, quando há fugas de capital, a solvência das empresas que tomaram financiamento externo fica ameaçada, mesmo que as condições de operação não tenham mudado, visto que a solvência externa empresarial depende, no mais, do volume de reservas mantido pelo país.

Já a segunda corrente contrária à tese da liberalização segue os postulados de Keynes e vê na incerteza que permeia o mercado financeiro o elemento determinante para que haja um maior grau de intervenção e regulação. As ações econômicas são orientadas por estados de expectativas que apenas em parte refletem dados objetivos. O estado de confiança e o *animal spirits* são igualmente importantes quando da tomada de decisões. Nesse sentido, a alta volatilidade provocada pela atuação do livre mercado faz sentir seu efeito na medida em que causa corrosão das expectativas dos agentes econômicos, acarretando em retração dos investimentos e conseqüente impacto no lado real da economia. A precariedade do conhecimento sobre o futuro abre espaço para a influência de variáveis subjetivas, como o estado de confiança, e para comportamentos que

---

<sup>20</sup> Stiglitz (2003) entende por Consenso de Washington as recomendações emanadas das instituições financeiras internacionais e do Tesouro norte-americano, durante as décadas de 1980 e 1990. Os principais pontos dessas recomendações podem ser sintetizados em privatizações, liberalização e macro-estabilidade. Ver Williamson (2004) para um melhor entendimento acerca do Consenso de Washington.

seriam considerados irracionais em outras circunstâncias, tal como a preferência pela liquidez. Na visão de Kregel (1980), a incoerência e a crise são possibilidades sempre presentes e a intervenção extramercado se faz necessária para conter a tendência à desagregação, típica das economias de mercado e do mercado financeiro em particular. Já Davidson (1998) enfatiza que sob incerteza, um atributo primordial de qualquer ativo é seu prêmio pela liquidez, ou seja, sua capacidade de conversão em moeda sem perda substancial em seu valor. Um ativo é tanto mais líquido quanto mais firme for a expectativa de que esse poderá ser vendido em um mercado secundário, a um preço fixado dentro de um intervalo previsível. Para tanto, é necessário que esse mercado não esteja sujeito a variações bruscas e repentinas de oferta e demanda. Em mercados domésticos essa ordenação é garantida pela presença de *market-makers*, em número elevado, como forma de se tentar evitar o conluio. Já em transações internacionais, envolvendo diversas moedas, a ordenação é garantida pela imposição de controles de capital:

“O uso judicioso de controles de capital pode promover eficiência ao restringir qualquer mudança súbita na demanda por liquidez que afetasse adversamente a economia real. (...) A função dos controles de capital é impedir que mudanças no balanço entre ursos e touros atropelem os *market-makers* e induzam mudanças rápidas nas tendências de preços dos ativos, pois tal volatilidade pode ter conseqüências reais devastadoras.” (Davidson, 1998).

Keynes, ao propor a adoção de controles de capital, estava preocupado com a autonomia de um país para por em prática as políticas econômicas necessárias na medida em que as dificuldades surgissem. Mais especificamente, ele tinha em mente as políticas visando ao pleno-emprego, que passavam por redução da taxa de juros domésticas e expansão dos gastos públicos. Nesse sentido, controles de capital foram propostos por Keynes para dar a um país a autonomia para adotar a política de juros que julgasse necessária (Moggridge, 1980).



Em suma, isolar uma economia de choques externos e dar autonomia para a política econômica doméstica são as duas vantagens a serem obtidas por meio da imposição de controles de capital. Esse segundo ponto se contrapõe diretamente à visão dos defensores da plena conversibilidade, dado que esses entendem que as forças de mercado exercem um poder disciplinador sobre as economias com livre movimentação de capital. Entretanto, ambas vertentes de pensamento concordam que controles de capital dão autonomia à decisão política doméstica. A diferença reside justamente na desejabilidade dessa autonomia. Enquanto os partidários do controle a vêem como condição necessária, porém não suficiente, inserida num processo maior, desenvolvimentista, os adeptos do *laissez-faire*, especialmente quando analisando os países da periferia, vêem a remoção de todo e qualquer tipo de controle como salutar, visto que o poder disciplinador do mercado é capaz de conduzir a um patamar de bem-estar mais elevado. Isto se torna possível na medida em que se coíbe as aventuras econômicas propiciadas por um regime com controles de capital e, portanto, mais autonomia política. O quarto capítulo deste trabalho tecerá algumas considerações sobre controles de capital, abordando as formas de controles utilizados, as experiências práticas nos países e os resultados obtidos.

## **2.4 Estudos empíricos**

Alguns pesquisadores tentaram empiricamente verificar a existência de alguma relação entre liberalização financeira e crescimento econômico. Rodrik (1998) investiga essa relação valendo-se de levantamento feito pelo FMI. Ele parte de uma lista de 23 países em desenvolvimento que, de acordo com o FMI, mantiveram a conta de capitais plenamente liberalizada por pelo menos algum período entre os anos de 1973-1996. Somente quatro desses países mantiveram a plena liberalização por todo o período: Hong Kong, Indonésia, Panamá e Malásia. Sua primeira conclusão é que se existe alguma correlação entre abertura da conta de capitais e performance econômica exitosa, ela não aparece nessa análise. Em seguida, usando uma base de dados que abrange quase cem países,

entre desenvolvidos e em desenvolvimento, Rodrik analisa a correlação entre liberalização da conta de capitais e três indicadores de performance econômica: crescimento do PIB per capita, investimento (como percentual do PIB) e inflação. Neste caso, o período de abrangência é de 1975-1989 e para o indicador de liberalização financeira Rodrik considera para cada país a proporção desses anos em que a conta de capitais esteve livre de qualquer restrição, de acordo com o FMI. Considerando como variáveis de controle PIB *per capita*, matrículas em ensino secundário e *dummies* regionais, ele chega à seguinte conclusão em sua pesquisa:

"There is no evidence in the data that countries without capital controls have grown faster, invested more, or experienced lower inflation. Capital controls are essentially uncorrelated with long-term economic performance once other determinants are controlled for." (Rodrik, 1998, p. 9)

Um dos primeiros testes a verificar se a liberalização da conta de capitais promove o crescimento, utilizando um *cross-section* de países, foi feito por Grilli e Milesi-Feretti (1995). Este estudo considera o crescimento médio da renda per capita para cinco períodos distintos de cinco anos cada, entre 1966 e 1989. A amostra abrange 61 países e eles regridem taxas de crescimento quinquênis contra *Share*<sup>21</sup> e medidas comparáveis que capturam a presença de controles em conta corrente, além de variáveis tais como renda inicial e nível de escolaridade. Seus resultados não suportam a hipótese de que liberalização da conta de capitais promove o crescimento.

Por fim, Kraay (1998) igualmente não encontra relação significativa entre liberalização e crescimento econômico, utilizando uma variedade de medidas de abertura de capitais, incluindo *Share*, *Quinn*<sup>22</sup> e uma medida baseada nos fluxos líquidos de capital. Sua regressão é do tipo *cross-section*, com uma observação

---

<sup>21</sup> *Share*, tal como no estudo de Rodrik, indica a proporção dos anos em relação ao total da amostra em que o país em questão manteve a conta de capitais liberalizada, de acordo com o FMI.

<sup>22</sup> *Quinn* é o indicador criado por este autor que mensura o grau de abertura da conta de capitais de um país, variando de 0 a 4. Para maiores detalhes, ver Quinn (1997).

por país, onde a variável dependente é o crescimento do produto entre 1985 e 1997.

## **Capítulo 3: Vulnerabilidade Externa nos Países da Periferia**

Dentro do espectro de instabilidade financeira *à la* Minsky estudado no capítulo anterior, alguns autores trouxeram esse debate para o contexto dos países da periferia (Prates, 2005, Arestis e Glickman, 2002, Cunha, 2006 e López, 1997). Este capítulo se propõe a revisar essa discussão e, em seguida, focalizar o caso referente à economia brasileira. Mais concretamente, será abordado o índice de fragilidade externa, de Paula e Alves (2000), e feita uma extensão para a segunda fase do Plano Real, com as conclusões subjacentes.

### **3.1– Vulnerabilidade na periferia e o resgate do sistema Bretton Woods no leste asiático**

Para iniciar a discussão sobre fragilidade externa na periferia, Minsky (1994), de uma forma mais geral, aborda a questão da crescente integração financeira em nível mundial desembocando em aumento da instabilidade econômica. De acordo com o autor, as revoluções verificadas na comunicação e na computação não apenas contribuíram para o incremento do comércio internacional, bem como removeram barreiras à movimentação e diversificação internacional de portfólios. Paralelo a esse aumento das posições assumidas em moeda estrangeira, surge também a demanda por instrumentos capazes de limitar as perdas em caso de variações bruscas nas taxas de câmbio, *e.g.*, instrumentos derivativos tais como *swaps* e futuros. Essa demanda por proteção contra flutuações cambiais era desnecessária na época do padrão-ouro e mesmo no período do pós-guerra, quando o acordo de Bretton Woods ainda conseguia manter as taxas de câmbio amplamente estabilizadas, visto que as demais moedas eram cotadas perante o dólar norte-americano e este último garantia uma paridade fixa com o ouro. Todavia, a partir de 1971, com o rompimento desse

acordo e a posterior vigência da livre flutuação cambial, o cenário muda substancialmente<sup>23</sup>.

Minsky (1994) interpreta o balanço de pagamentos como sendo composto por quatro tipos distintos de fluxos de fundos: (1) os compromissos de pagamentos de dívidas, (2) a balança comercial, (3) os movimentos de capital de longo prazo e (4) os movimentos de capital de curto prazo. O primeiro grupo é uma herança do passado, o segundo é o resultado do comércio de bens e serviços, o terceiro é resultante do comportamento do mercado de capitais e o quarto resulta dos mercados monetários internacionais, sendo este último o elemento responsável pelo equilíbrio do balanço. Colocado de outra forma, os movimentos de capital de curto prazo se ajustam de tal maneira que o balanço feche. Não obstante, sob um regime de livre flutuação cambial, esses movimentos de curto prazo podem acarretar em maior volatilidade na taxa de câmbio. Como tentativa de amenizar esse problema, Minsky sugere que a denominação de dívidas externas na moeda do país devedor ao menos força a percepção por parte de alguns setores do país credor de que qualquer depreciação do câmbio pode induzir perdas aos financiadores do país endividado<sup>24</sup>. Com efeito, visto que, regra geral, as dívidas externas são denominadas na moeda dos prestamistas ou em outra moeda conversível, isso implica que um déficit crônico na soma das rubricas 1 e 2 coloca sob pressão a taxa de câmbio do país endividado. Nesse sentido, a condição para um sistema internacional de pagamentos sustentável é que o déficit resultante do somatório das rubricas 1 e 2 seja financiado por entradas consistentes de capital nas rubricas 3 e 4. Para tanto, torna-se

---

<sup>23</sup> Com a intensificação das pressões sobre a moeda norte-americana, em agosto de 1971 Nixon unilateralmente suspendeu a conversibilidade do dólar em ouro a uma taxa fixa, rompendo o compromisso assumido em 1944, quando da assinatura do acordo de Bretton Woods. Esforços tendentes a restaurar o equilíbrio com base em novas paridades fracassaram e, desde 1973, o sistema de flutuações fixas, mas ajustáveis, foi substituído por um de flutuação suja (Belluzo, 1995).

<sup>24</sup> Neste quesito, vale destacar o fato de que, em setembro de 2005, o governo federal concluiu a primeira emissão de títulos da dívida externa denominados em reais. Na ocasião, o Tesouro captou R\$ 3,4 bilhões, ou o equivalente a US\$ 1,5 bilhão, oferecendo rendimento de 12,75% a.a., com prazo de 10 anos. Para maiores detalhes, ver Garcia (2005). Não obstante, Prates (2005) defende que essas emissões são marginais e foram absorvidas, sobretudo, por investidores de perfil mais especulativo que apostavam na continuidade da tendência de desvalorização do dólar e na conseqüente valorização de algumas moedas.

necessário um fluxo de fundos dos países estruturalmente credores em direção aos devedores a fim de que esses últimos possam honrar os serviços de seus passivos externos sem que ocorra pressão descendente sobre os termos de troca (Minsky, 1994).

Belluzo (1995) defende que o câmbio flutuante e a livre mobilidade de capitais que emergiram após o colapso do sistema de Bretton Woods não implicaram em maior estabilidade das taxas de câmbio e supressão dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, como preconizavam os monetaristas ao final da década de 1960. Pelo contrário, iniciou-se um período de imprevisibilidade na evolução das taxas de câmbio e maior estímulo aos movimentos especulativos. Corroborando o pensamento de Minsky, essa incerteza em relação ao comportamento futuro dos preços-chave, câmbio e juros, está na origem do mercado de derivativos financeiros.

Ao trazer essa análise do novo cenário surgido após o colapso de Bretton Woods para o contexto das economias periféricas, Prates (2005) aborda a questão da vulnerabilidade verificada nessas economias decorrente das assimetrias monetária e financeira inerentes ao novo paradigma de livre flutuação cambial e maior flexibilização nos movimentos de capitais.

A assimetria monetária diz respeito à hierarquia das moedas, que prevalece no mercado internacional. Ao dólar cabe o papel de moeda-chave, vindo em seguida as demais moedas conversíveis. Somente após essas, seguindo a escala de hierarquia, vêm as moedas inconversíveis das economias periféricas. Tendo em vista que essas moedas periféricas não desempenham a função de reserva de valor em nível internacional, elas não são capazes de atuar como porto-seguro nos momentos de elevação das incertezas e conseqüente fuga para qualidade. Esse papel cabe à moeda-chave em primeira instância e às demais moedas conversíveis em segundo plano. Pelo contrário, nos períodos de elevação da preferência pela liquidez, a moeda inconversível é o primeiro alvo dessa fuga para

qualidade por parte dos investidores globais. Somado a isso, a periferia, regra geral, não consegue emitir dívida externa denominada em sua própria moeda, constituindo o que na literatura econômica ficou conhecido como pecado original<sup>25</sup>. Assim sendo, a capacidade dos países periféricos de honrarem seus compromissos externos fica subordinada às variações na taxa de câmbio, potencialmente mais volátil nesta era de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Ademais, tem-se a agravante de que após o colapso de Bretton Woods o país emissor da moeda-chave ganhou mais graus de liberdade na administração de sua política monetária, tendo na prática autonomia quase total, posto que agora já não há mais qualquer vinculação do dólar com o ouro. Portanto, alterações na taxa de juros e na taxa de câmbio norte-americana em decorrência de ajustes abruptos na política monetária desse país tendem a agravar ainda mais a situação dos países periféricos<sup>26</sup>.

Um terceiro fator destacado por Prates (2005), ainda no tocante à assimetria monetária, é que em função da não-conversibilidade das moedas periféricas verifica-se um menor grau de autonomia política dessas economias. Isso ocorre pois a taxa de juros que remunera a moeda-chave, o dólar, serve como referência para o sistema financeiro internacional, dado que ela é tida como a mais segura e mais líquida pelos detentores do capital. Os países de fora do centro pagam sempre a taxa de juros norte-americana acrescida do risco-país. Visto por outro ângulo, os detentores de capitais, inclusive da periferia, aceitam uma remuneração menor para aplicar os recursos nas moedas conversíveis. De tal sorte, num ambiente de livre mobilidade de capitais, se as economias periféricas fixarem taxas de juros internas abaixo do nível aceito pelo mercado, elas não só deixam de atrair capitais externos como provocam uma fuga do capital

---

<sup>25</sup> Bordo e Flandreau (2001) mostram que somente 25 países, dentre os quais quatro emergentes, têm capacidade de emitir dívida externa denominada em sua própria moeda. Para mais referências acerca da restrição causada pelo ‘pecado original’, ver Hausmann *et alli* (1999).

<sup>26</sup> Não só dos periféricos, mas de toda a economia capitalista, considerando a relevância dos EUA como locomotiva econômica mundial. Este tema está bastante em voga nos dias atuais, posto que os déficits gêmeos norte-americano clamam, cedo ou tarde, por um ajuste monetário naquela economia. Entretanto, um aperto monetário repentino pode causar graves desajustes na economia mundial, jogando por terra o processo de desaceleração suave, que os economistas chamam de *soft-landing*.

interno. Já com uma taxa acima desse ponto de convergência, ocorrerá uma entrada maciça de capitais externos, o que provoca uma sobrevalorização cambial e termina por deteriorar as relações de trocas do país. Ao contrário das economias com moedas conversíveis, as emergentes perdem a capacidade de fazer política econômica contra-cíclica, nesse contexto. Não obstante, Prates (2005) faz a ressalva de que os países que mantêm algum grau de controle sobre os movimentos de capitais, como os do leste asiático, preservam uma maior autonomia política<sup>27</sup>.

Já no campo da assimetria financeira, Prates destaca dois efeitos. O primeiro retrata o fato de que o fluxo de capitais destinado aos países emergentes depende de uma dinâmica exógena a esses países, portanto permanentemente sujeito à reversão. Essa dinâmica está condicionada à fase do ciclo econômico e ao patamar da taxa de juros no país emissor da moeda-chave e, em menor grau, nos demais países do centro, que determinam o estado de liquidez dos mercados financeiros internacionais. Nos termos de Ocampo (2001), os países centrais são *business-cycle makers* ao passo que os em desenvolvimento são *business-cycle takers*. O segundo efeito diz respeito à dimensão relativa desses fluxos de capitais. No âmbito do movimento de capitais global, os fluxos destinados aos emergentes têm inserção marginal, de tal forma que a venda desses papéis pelos investidores globais igualmente produz efeito marginal sobre o rendimento total de seus portfólios. Todavia, para as economias periféricas, os efeitos potencialmente desestabilizadores desses fluxos sobre os mercados de câmbio e de capitais doméstico são significativos, dado que em relação ao tamanho desses mercados o volume de capital externo não é marginal. Com efeito, todos esses fatores relacionados a essas duas assimetrias – monetária e financeira – contribuem para explicar a maior vulnerabilidade dos países emergentes neste cenário de câmbio flutuante nos países centrais e maior mobilidade de capitais, verificado após o colapso de Bretton Woods e agravado nessa última década de 1990.

---

<sup>27</sup> Além de Prates (2005), Carvalho e Sicsú (2006), Oreiro (2006), Modenesi e Modenesi (2006) e Carvalho (2006), entre outros, abordam essa questão de controle de capitais e elevação do grau de autonomia econômica.



Nesse sentido, Cunha (2006) destaca que após a crise financeira que assolou o leste asiático em 1997, era cada vez mais clara a percepção de que o ciclo de liberalização, em especial na esfera financeira, não fora capaz de gerar um processo mais equilibrado de crescimento na periferia capitalista. Ao contrário, as evidências empíricas indicam que a globalização financeira redundou em mais instabilidade, conforme estudos realizados no âmbito do FMI (IMF, 2001; Edison *et alli*, 2002 e Prasad *et alli*, 2003), tradicionalmente um centro defensor da livre mobilidade de capitais. Não obstante, em reação aos efeitos desestabilizadores da crise financeira, as economias periféricas do leste asiático têm logrado alcançar um mais elevado crescimento econômico nos últimos anos, principalmente quando em comparação com a América Latina, África e parte dos países do antigo bloco socialista. Esse fato se deve justamente à não-aceitação, por parte desses países, da internalização dos ciclos financeiros *feast or famine*<sup>28</sup> que caracterizam a dinâmica recente das finanças globalizadas e desregulamentadas.

Essa estratégia asiática pode ser descrita por uma série de ações coordenadas visando a reduzir ao mínimo o grau de exposição do país aos efeitos perversos do volátil ciclo financeiro internacional. Dentre as ações empreendidas, vale destacar a manutenção de um câmbio administrado, o acúmulo de reservas internacionais em moeda forte e um significativo viés exportador da economia, além de controle dos fluxos financeiros. Dooley *et alli* (2003) entendem que tal estratégia estaria contribuindo para o alcance de uma situação econômica que combina crescimento com redução na dependência de financiamento privado de curto prazo em moeda forte. Atuando nesse sentido, essas economias periféricas do leste asiático estão resgatando a essência do acordo de Bretton Woods, que prevaleceu nos 25 anos seguintes à Segunda Guerra, e foi decisivo para o

---

<sup>28</sup> Desde 2003 o FMI tem utilizado a expressão *feast or famine* para designar os cada vez mais curtos ciclos de expansão e contração da liquidez financeira internacional. Os períodos *feast* caracterizam-se pela entrada maciça de recursos na periferia, como verifica-se neste momento na economia brasileira (dezembro de 2006). Em sentido oposto, as fases *famine* caracterizam-se por uma menor propensão dos investidores a correr riscos e comprar ativos nos mercados periféricos. Em ambos os casos, nem sempre há uma correlação clara entre as decisões de investimento/desinvestimento e os fundamentos econômicos dos países emergentes, pois, não raro, tendem a predominar “manias especulativas” (Kindleberger, 2000).

soerguimento da devastada economia européia, além da japonesa. No ocaso da Segunda Guerra, a desconfiança nas propriedades auto-reguladoras dos mercados e a força das idéias de planejamento e intervenção do Estado na economia foram moldando o ambiente intelectual que deu luz ao acordo de Bretton Woods. Atuando como periferia do capitalismo naquele momento, as devastadas economias européia e japonesa sustentaram uma política de câmbio desvalorizado em relação ao centro (EUA), além de controle nos movimentos de capital, ainda que a orientação do acordo fosse no sentido de se estabilizar as taxas de câmbio e de se evitar desvalorizações competitivas do tipo *beggar thy neighbor*<sup>29</sup>.

Na interpretação de Cunha (2006), este fato foi crucial para a sustentação de uma política de desenvolvimento orientada para o mercado externo, o que possibilitou a migração dessa região econômica para o centro do capitalismo.

Somente a partir de então, com o colapso do sistema Bretton Woods e a entrada em vigor do câmbio flutuante, é que as idéias liberalizantes, enfatizando a conversibilidade plena da conta capital, voltaram a ganhar fôlego. Resgatando esse mesmo espírito, a redução da vulnerabilidade externa tornou-se uma meta central da gestão macroeconômica do leste asiático pós-crise de 1997, tal com fora uma preocupação premente para a cambaleante economia européia no imediato pós-guerra.

Posteriormente à mal sucedida experiência com a excessiva liberalização financeira, que redundou em crescente fragilidade externa, diversas economias asiáticas passaram a ter como estratégia a criação de colchões de liquidez em dólar a fim de contrabalançar o risco inerente a um ambiente financeiro

---

<sup>29</sup> Nos termos do acordo, os EUA sustentariam uma paridade fixa do dólar contra o ouro e os demais países manteriam um câmbio “fixo, porém administrável” contra o dólar, muito embora esse vago conceito jamais tenha sido formalmente definido. Na prática o que se viu foi uma série de desvalorizações competitivas contra a moeda norte-americana, principalmente por parte das devastadas economias européias, sendo que suas moedas se tornaram de fato conversíveis somente a partir de 1958. Além disso, houve controle nos fluxos de capitais. (Cunha, 2006).

internacional cada vez mais liberalizado e desregulamentado e, por conseguinte, mais volátil. Cunha (2006) estima que as reservas cambiais da Ásia em desenvolvimento, portanto excluindo o Japão, quase triplicaram entre o período pós-crise de 1997 e o segundo semestre de 2004, atingindo um patamar próximo a US\$ 1,3 trilhão. Dooley (2003) distingue dois grupos de países na periferia capitalista: o bloco *trade account* e o bloco *capital account*. No primeiro, em que predominam os países asiáticos, são utilizadas estratégias de superávit em conta corrente, acúmulo elevado de reservas em moeda forte e gestão ativa do câmbio e dos fluxos financeiros. No último, característico dos países latino-americanos, prevalecem políticas de câmbio flutuante e elevado grau de abertura financeira. Dessa forma, ao manter sua moeda desvalorizada em relação ao dólar e intervir nos fluxos de capital, o bloco *trade account* está emulando a mesma estratégia que permitiu à Europa e ao Japão ascenderem da periferia para o centro.

### **3.2 – As crises financeiras na periferia**

Indo ao encontro das análises de Cunha (2006) e Dooley *et alli* (2003), retratadas na seção anterior, Arestis e Glickman (2002) fazem a extensão para a economia aberta da hipótese de fragilidade financeira de Minsky abordada no capítulo 2 e argumentam que o extenso processo de liberalização financeira transcorrido no leste asiático foi determinante para o agravamento da crise financeira que assolou aquela região do globo na segunda metade da década de 1990. A queda das barreiras do conservadorismo financeiro nas décadas de 1980 e 1990 explica, em boa medida, o ocorrido nas cinco economias da região que mais sofreram com a reversão dos fluxos de capitais: Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Filipinas e Tailândia. Como mostra a Tabela 3.1, o processo de liberalização financeira iniciou-se entre o final da década de 1970 e a metade da de 1980 em cada um desses países. Entretanto, só foi finalizado do início para a metade da década de 1990. Controles nos fluxos de capitais foram removidos em

todos esses países, à exceção da Coreia do Sul, que ainda apresentava controles significativos em 1996.

**Tabela 3.1 - Liberalização Financeira no Sudeste Asiático**

País	Início liberalização	Setor fin. amplamente liberalizado
Indonésia	1983	1989-96
Coreia do Sul	1983	1996-98
Malásia	1978	1992-96 <sup>1/</sup>
Filipinas	1981	1994-96
Tailândia	1985	1992-96 <sup>2/</sup>

1/ Malásia reinstituiu controles de capital em 01/09/1998.

2/ Controles cambiais foram introduzidos em maio e junho de 1997

a fim de deter especulação com moeda

Fonte: Arestis e Glickman (2002).

Este processo de liberalização abriu caminho para os bancos locais se envolverem em operações de empréstimo doméstico arriscadas e aumentarem suas captações externas consideravelmente. Empresas nacionais também foram estimuladas a contraírem dívida externa e, em tal ambiente de euforia, o nível de alavancagem financeira igualmente se expandiu (Arestis e Glickman, 2002). A Tabela 3.2 retrata a expansão do crédito nesses cinco países. A única exceção é a Coreia do Sul, onde o processo de liberalização ainda estava incompleto em 1996.

**Tabela 3.2 - Expansão do Crédito Bancário**

Cresc. crédito bancário menos cresc. real PIB (%)

País	1990-94	1995	1996
Indonésia	10,4	11,1	5,7
Coreia do Sul	2,6	2,2	-0,6
Malásia	3,1	10,5	13,1
Filipinas	10,7	27,4	31,5
Tailândia	10	11,1	5,8

Fonte: Arestis e Glickman (2002).

Entre 1996 e 1997 o ingresso líquido de capital externo foi da ordem de US\$ 109 bi, representando 11% do PIB agregado dessas cinco economias no

imediatamente pré-crise (Kregel, 1998). Esses recursos foram amplamente canalizados para o setor imobiliário, que absorveu de 25% a 40% dos empréstimos bancários na Tailândia, Malásia e Filipinas em 1998, tendo como base o crédito externo de curto prazo (Unctad, 1998). As firmas asiáticas repentinamente descobriram que era possível obter *fundings* externos à metade do custo de captação interno. Como resultante, houve um vasto fluxo de capital, que inflou as reservas bancárias domésticas e provocou um *boom* no crédito local. Esta voracidade das firmas e bancos asiáticos para se endividarem externamente foi casada com a disposição dos detentores de capital de conceder linhas de crédito. Eles percebiam um retorno inferior em outras partes do mundo, devido ao crescimento tímido nos países industrializados e aos problemas econômicos recorrentes na América Latina. O endividamento externo contraído foi fortemente viesado para o curto prazo, contribuindo para a elevação da fragilidade externa nos termos propostos por Minsky, ou seja, a economia foi se movendo de uma posição *hedge* para *speculative* em função de forças endógenas ao próprio sistema. Quando a crise veio à tona, em 1997, o setor imobiliário sentiu fortemente seus efeitos, assim como outros setores que se envolveram em atividades arriscadas de caráter especulativo, no sentido de Minsky. Isso pode ser evidenciado pelo aumento da exposição em moeda estrangeira que ocorreu, ao passo que o governo nesses países removeu ou afrouxou os controles nas captações externas privadas, abandonou o direcionamento dos empréstimos e investimentos e resistiu a recomendações para fortalecer a supervisão bancária. A Tabela 3.3 mostra a situação da dívida externa de curto prazo desses cinco países em junho de 1997.

**Tabela 3.3 - Dívida Externa de Curto Prazo**

US\$ bilhão

<b>País</b>	<b>Dívida CP - jun/97</b>	<b>Reservas (dados FMI)</b>	<b>Razão Dívida CP/Reservas</b>
Coréia do Sul	70,2	31,3	2,24
Indonésia	34,7	18,9	1,84
Tailândia	45,6	37,7	1,21
Filipinas	8,3	9,4	0,88
Malásia	16,3	26,6	0,61

Fonte: Arestis e Glickman (2002).

Na ótica minskiana da crise, o período de sucesso e euforia econômica no leste asiático conduziu a um afrouxamento nos controles das práticas financeiras na região, estimulado complementarmente pelo cenário de liberalização nos fluxos de capitais, defendido pelo *mainstream* econômico desde o colapso de Bretton Woods e posto em prática de maneira substancial naquela região. Ao sustentar uma estrutura de passivos de curto prazo financiando projetos de longa maturação, essas economias estavam caminhando no sentido *speculative* movidas por forças inerentes ao próprio sistema capitalista, que em períodos prolongados de otimismo apresenta esse comportamento, como foi discorrido no capítulo anterior. Mais ainda, ao persistir neste modelo, agora com o passivo fortemente denominado em moeda conversível enquanto que o ativo permanece em moeda local, a estrutura financeira se encontra duplamente comprometida, caracterizando a extensão do modelo de fragilidade financeira de Minsky para a economia aberta.

Em linha de raciocínio semelhante, López (1997) analisou o caso da crise mexicana de 1994. Num primeiro momento, houve um amplo processo de liberalização econômica e financeira no transcorrer da segunda metade da década de 1980 e início dos anos 1990. No campo comercial, vale destacar a abertura efetuada no comércio exterior, abarcando redução de tarifas e eliminação de barreiras não-tarifárias, tudo isso associado à adesão do México ao GATT (1986) e ao NAFTA (1993). Paralelamente, no lado financeiro, houve amplo processo de liberalização e desregulamentação. Com mais destaque, reservas compulsórias foram eliminadas, taxas de juros foram liberadas, os bancos foram autorizados a tomar empréstimos externos sem restrição e os não-residentes foram autorizados a investir em ativos financeiros doméstico praticamente sem impedimentos.

Entretanto, a experiência mexicana de liberalização não trouxe consigo um surto de crescimento no investimento estrangeiro direto, mas atraiu de fato um vasto fluxo de recursos financeiros em portfólio. Este influxo resultou em pesado endividamento externo para o setor privado, particularmente os bancos, cujo

passivo externo subiu de aproximadamente US\$ 19 bi em dezembro de 1992 para US\$ 24 bi em dezembro de 1993 e US\$ 25 bi em dezembro de 1994. A desregulamentação do setor financeiro doméstico deu aos bancos uma maior margem de manobra na administração de seus ativos e passivos, além de novas oportunidades para reduzir os requerimentos de reservas bancárias e inovar com novos instrumentos financeiros. No sentido minskiano abordado no capítulo anterior, essa série de medidas liberalizantes tomada pelos governantes mexicanos terminou por elevar a fragilidade financeira desse país, deslocando a economia para a uma posição menos *hedge* e mais *speculative*.

Muito embora este processo de liberalização e desregulamentação financeira tenha de fato estimulado tanto o consumo quanto o investimento doméstico, houve também um movimento paralelo de apreciação cambial, dado o nível de juros mais elevado na economia mexicana e o arcabouço de livre mobilidade de capitais. Isso ocasionou uma perda de competitividade para a produção doméstica e, dessa forma, as exportações não lograram alcançar um patamar substancialmente mais elevado ao passo que as importações aumentaram progressivamente. Por fim, isso acabou conduzindo a economia a uma deterioração nas transações correntes, até atingir um déficit superior a 7% do PIB em 1994. A crise foi, portanto, a consequência de uma estratégia falha: o governo promoveu reformas institucionais e tomou medidas que conduziram à recuperação econômica num primeiro momento, mas provocaram um desequilíbrio externo desde o princípio. Desequilíbrio esse que elevou a fragilidade externa da economia mexicana a tal ponto que a crise de dezembro de 1994 se tornasse o desfecho inevitável da política econômica adotada (López, 1997).

### **3.3 – A economia brasileira e o índice de fragilidade externa**

Em relação à economia brasileira, Paula e Alves (2000) fazem uma leitura de sua fragilidade externa, no sentido proposto por Minsky, para o período que

compreende a primeira fase do Plano Real (1994-1999). Esta fase abrange o período em que o plano de estabilização esteve calcado na política cambial e a moeda norte-americana, após uma desvalorização inicial, passou a flutuar dentro de um sistema de bandas cambiais, que na prática operava quase como um câmbio fixo<sup>30</sup>. Os supracitados autores argumentam que um plano de estabilização com âncora cambial só é sustentável enquanto houver fluxo de capital disposto a financiar o déficit em conta corrente decorrente da valorização cambial. Para mensurar então a fragilidade externa da economia brasileira, eles elaboraram o *external fragility index* – EFI, que basicamente mede a razão entre o passivo externo mais imediato da economia (potencial e efetivo) e os recursos disponíveis para honrar esses compromissos.

Minsky (1986) desenvolveu o conceito de fragilidade financeira como sendo a dificuldade de uma economia de lidar com restrições em sua condição de financiamento sem que isso provoque uma desorganização generalizada nos fluxos de pagamentos entre os agentes econômicos. Relembrando a discussão sobre a hipótese de fragilidade financeira abordada no capítulo 2, uma aceleração na taxa de crescimento do produto leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas a fim de expandirem a produção, ao passo que o setor bancário tende a acomodar essa crescente demanda por crédito. Este processo, alicerçado em fatores inerentes ao sistema capitalista de produção, leva a economia a caminhar de uma posição inicial *hedge* para outra *speculative* e, no limite, *Ponzi*. As flutuações cíclicas da economia resultam da forma como as firmas financiam seus portfólios, com a fragilidade financeira se elevando em períodos de crescimento econômico devido à prática mais permissiva por parte dos provedores de *funding* nos períodos de euforia. Minsky percebeu que a decisão de investir caminha *pari passu* com a escolha dos meios de financiamento. Ambas as decisões definem a extensão do grau de vulnerabilidade da economia a alterações adversas no cenário macroeconômico.

---

<sup>30</sup> Paula e Alves (2000) fazem um relato bastante abrangente dessa primeira fase do Plano Real.



Retomando o EFI, dadas as informações do balanço de pagamentos de um país, é possível saber qual é o seu grau de fragilidade financeira externa. Para tanto, faz-se uma mensuração de quão grande é a necessidade de esse país ter que recorrer ao mercado internacional de capitais a fim de renegociar posições financeiras em aberto, *i.e.*, que não podem ser honradas de imediato. Nesse sentido, o EFI está relacionado com a capacidade da economia de honrar seus compromissos externos no vencimento, ou seja, o índice compara o passivo externo de curto prazo, efetivo e potencial, com a capacidade de pagamento mais imediata:

$$(3.1) \quad \text{EFI} = (\mathbf{M} + \mathbf{D}_i + \mathbf{D}_{os} + \mathbf{A} + \mathbf{STC}_{-1} + \mathbf{NIP}_{-1}) / (\mathbf{X} + \mathbf{R}_i + \mathbf{R}_{os} + \mathbf{RE}_{-1} + \mathbf{FDI} + \mathbf{L}_{ml})$$

onde: **M** = importações;

**X** = exportações;

**D** = despesa com juros (i) e outros serviços (os);

**R** = receita de juros (i) e outros serviços (os);

**A** = amortização de empréstimos;

**STC<sub>-1</sub>** = estoque de capital de curto prazo, com um trimestre de defasagem;

**NIP<sub>-1</sub>** = estoque de investimento líquido em portfólio, com um trimestre de defasagem;

**RE<sub>-1</sub>** = nível de reservas oficiais internacionais no último dia do trimestre anterior;

**FDI** = fluxo de entrada correspondente aos investimentos estrangeiros diretos;

**L<sub>ml</sub>** = empréstimos de médio e longo prazo.

As obrigações efetivas de pagamentos compreendem as despesas com importações (**M**), juros (**D<sub>i</sub>**) e outros serviços (**D<sub>os</sub>**), além das amortizações de empréstimos (**A**). Já as obrigações potenciais são representadas pelo estoque de capital de curto prazo (**STC<sub>-1</sub>**) e pelo estoque de investimento líquido em portfólio (**NIP<sub>-1</sub>**), ambos com um trimestre de defasagem e agregados desde o primeiro

trimestre de 1991<sup>31</sup>. Essas variáveis perfazem os passivos mais representativos (efetivo e potencial) dentro da estrutura de balanço de pagamentos de uma economia. Esses passivos podem ser cobertos por meio das receitas de exportação (**X**), outros serviços (**R<sub>os</sub>**), empréstimos de médio e longo prazo (**L<sub>ml</sub>**) e investimento estrangeiro direto (**FDI**), além da posição das reservas ao final do trimestre anterior (**RE-1**).

Desse modo, quanto mais alto o valor do índice maior é a propensão da economia a ser afetada por uma mudança súbita no cenário externo, tal como uma elevação da taxa de juros no país emissor da moeda-chave. Visto de outra forma, quanto maior o índice menor é a capacidade dessa economia de honrar seus passivos mais imediatos, deixando-a mais dependente de refinanciamento externo e do uso de suas reservas. Alternativamente, quanto menor o índice maior é a capacidade do país de honrar seus compromissos financeiros de curto prazo com recursos próprios, *i.e*, sem a necessidade de recorrer ao mercado internacional de capitais. Esta interpretação torna possível classificar a postura financeira de um país de uma maneira análoga à desenvolvida por Minsky em sua hipótese de fragilidade financeira. Quando o EFI cai, os passivos efetivos e potenciais de curto prazo estão sendo cobertos por receitas correntes e por fontes de financiamento de médio e longo prazo, tal que a economia como um todo se encontra numa situação mais *hedge*. Por outro lado, quando o EFI sobe, a economia está cada vez mais vulnerável, tendendo a depender cada vez mais do humor do mercado financeiro internacional para refinarçar seus vencimentos de curto prazo, que já não são mais possíveis de serem pagos com recursos próprios. Noutros termos, a economia se encontra numa posição mais *speculative*. Studart (2005) alerta para o problema crônico de carência de financiamento de longo prazo nos países da periferia em geral, e no Brasil em particular, em oposição à situação dos países de centro, que contam com um

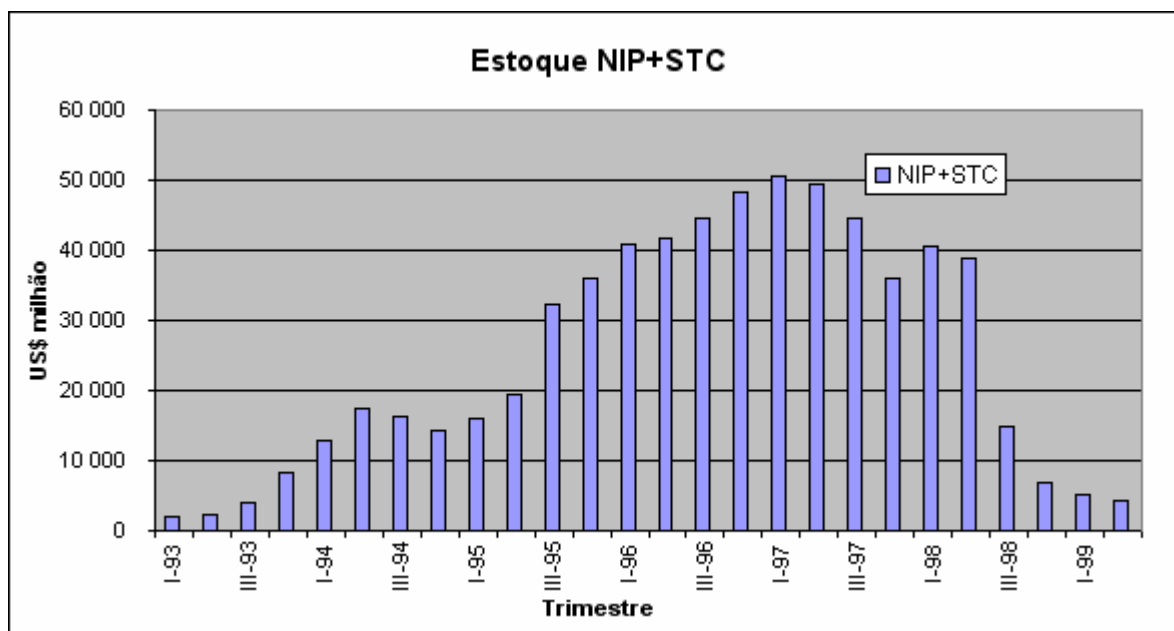
---

<sup>31</sup> Paula e Alves (2000) decidiram, para o cálculo do EFI, utilizar dados de capital de curto prazo e investimento em portfólio com um trimestre de defasagem, pois eles entendem que esses passivos só podem ter vencimento a partir do trimestre subsequente ao influxo. O mesmo tratamento foi dado às reservas internacionais, posto que os passivos de cada trimestre podem ser cobertos com receitas externas deste mesmo trimestre somadas às reservas internacionais verificadas ao final do trimestre anterior.

mercado financeiro bastante desenvolvido e com vasta oferta de financiamento privado de longo prazo. No Brasil, o restrito acesso a esse crédito se dá em geral por meio de atuação do Estado, como no caso do BNDES. Portanto, ainda que a fragilidade financeira seja uma característica de qualquer economia monetária moderna, como demonstrou Minsky, naquelas com sistemas financeiros mais completos esse risco é de certa forma atenuado pela existência de mecanismos de *funding* de longo prazo.

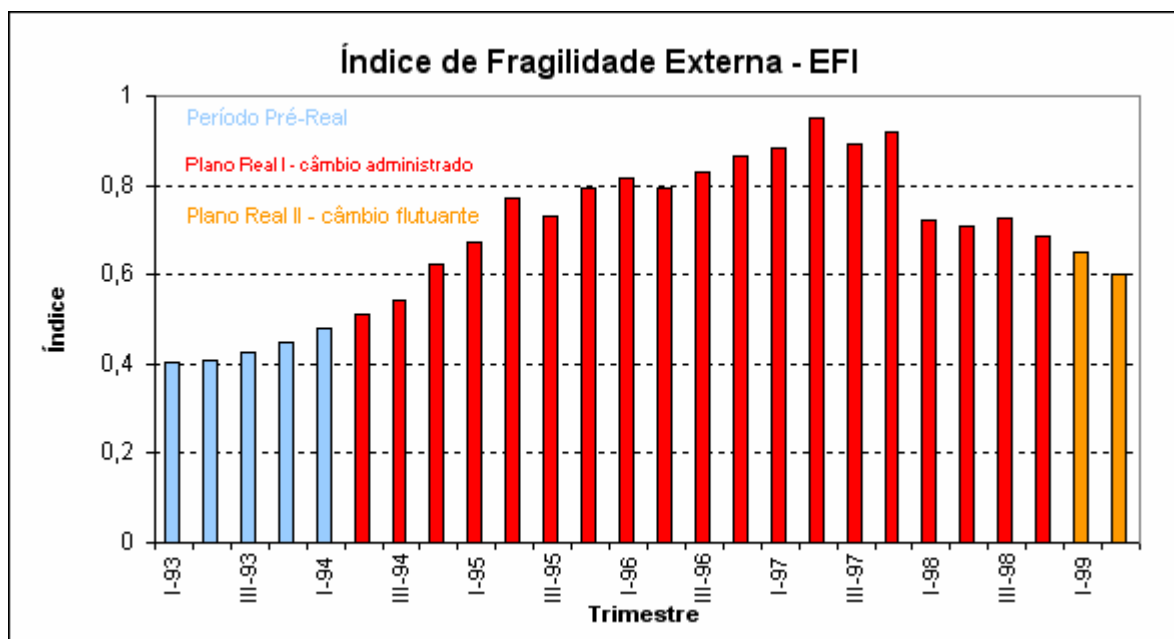
Ao fazerem a análise da economia brasileira durante a primeira fase do Plano Real à luz do EFI, Paula e Alves (2000) destacam que o estoque de capital de curto prazo bem como o investimento líquido em portfólio começaram a aumentar no início de 1993 (gráfico 3.1) como resultado de diferentes fatores, tais como a remoção de controles na conta capital, o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa e a maior diversificação entre os investidores institucionais internacionais. Eles ressaltam a correlação positiva existente entre esse estoque de capitais de curto prazo e em portfólio e o EFI, objeto do gráfico 3.2. Isso se deve ao fato de que quanto mais elevado for esse estoque, maior é o potencial de saída de capitais em momentos de reversão das expectativas por parte dos agentes econômicos, portanto terminando por se refletir na elevação da fragilidade externa.

**Gráfico 3.1 – Investimento em Portfólio e Capital de Curto Prazo 1993-1999**



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

**Gráfico 3.2 – Índice EFI 1993-1999**



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Com o início do plano, a contínua atração de capitais de curto prazo, em função do diferencial de juros e da alta liquidez internacional, aliada à deterioração do saldo comercial em razão do câmbio sobrevalorizado, ocasionaram a elevação da fragilidade externa da economia brasileira até o pico verificado em 1997,

quando do desfecho da crise asiática iniciada em outubro. Naquele momento, o efeito contágio provocado pela crise desencadeou fuga de capitais na periferia, o que se traduziu em gradual retração do EFI. As economias periféricas tendem a seguir e absorver a disposição do sistema financeiro internacional em estender empréstimos e aceitar financiar projetos sujeitos a uma vulnerabilidade maior. Isso causa ciclos reflexos nessas economias, em que o desenvolvimento econômico está condicionado aos ciclos de liquidez internacional (Amado e Resende, 2005). Quando muda essa percepção otimista por parte dos provedores de liquidez internacional, o fluxo financeiro inverte o sentido, proporcionando todas as condições para a emergência de uma crise financeira na periferia, com repercussões no setor real da economia. Assim foi no período 1997-1999, com o desencadeamento de seguidas crises nos países emergentes, iniciando pelo leste asiático.

Neste ponto, vale uma ressalva apontada por Paula e Alves (2000). Em períodos de normalidade o comportamento do EFI retrata a maior ou menor vulnerabilidade externa de uma economia. Já em momentos de crise, como ocorrido em 1997, a fuga de capitais, com a conseqüente redução do estoque de capitais de curto prazo e em portfólio, acarretam em redução do EFI, o que pode transmitir a equivocada impressão de a economia estar mais sólida. Nesse contexto, o EFI deve ser interpretado diferentemente, no sentido de que durante uma crise cambial a tendência descendente do índice evidencia uma situação externa crítica causada por fuga de capitais e deterioração das reservas internacionais.

O ataque especulativo contra o real iniciado em outubro de 1997 forçou uma pronta resposta por parte do governo, que foi forçado a vender parte de suas reservas internacionais, que caíram de US\$ 61,2 bi, em setembro, para US\$ 51,4 bi, em dezembro. Além disso, no esforço para salvar a moeda, a taxa de juros básica para a economia, Selic, foi elevada de 21% para 44% a.a. e o Banco Central passou a ofertar títulos públicos com cláusula cambial, na tentativa de oferecer *hedge* ao mercado e arrefecer a demanda por dólares que pressionava o

câmbio naquele momento. O ano de 1998 igualmente foi marcado por vulnerabilidade na esfera macroeconômica e, com o desencadear da crise russa, em outubro e novembro o governo se viu instado a novamente promover uma elevação dos juros básicos na tentativa de conter o processo especulativo em andamento. A taxa Selic foi elevada para 42,2% a.a. e, por fim, o Brasil celebrou um acordo de assistência financeira junto ao FMI, no valor total de US\$ 41 bi. Em janeiro de 1999, em que pese todos os esforços empreendidos na tentativa de preservar o valor da moeda, a situação se tornara insustentável. Após forte desvalorização inicial, o real passou doravante a operar oficialmente sob um regime de livre flutuação, muito embora na prática o que se verifica seja uma flutuação suja.<sup>32</sup>

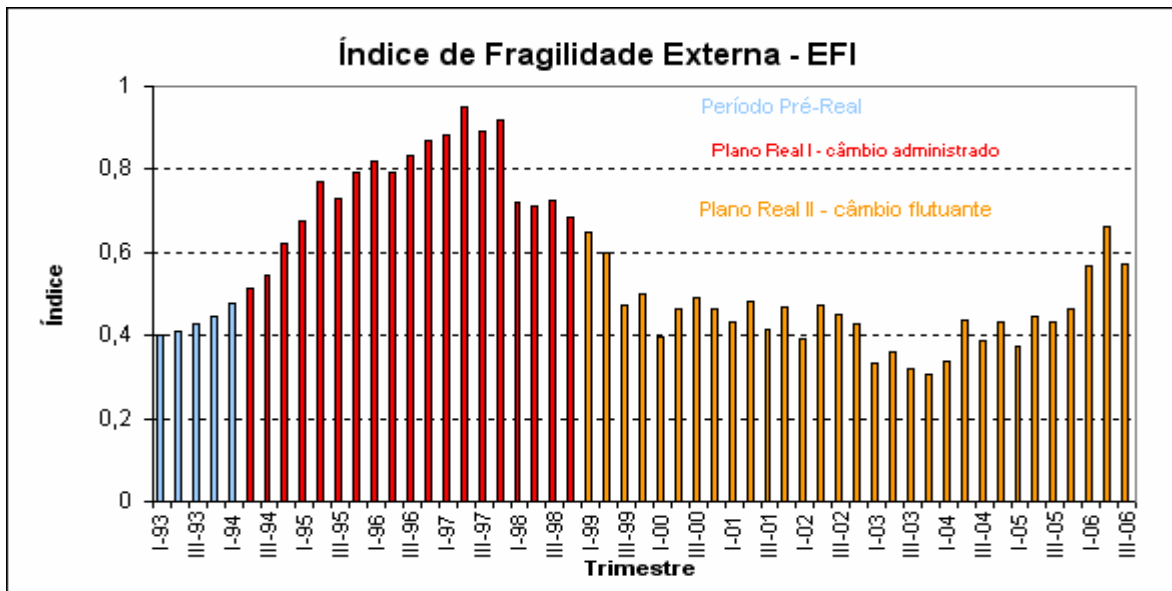
### **3.4 – Uma extensão do EFI para a segunda fase do Plano Real**

Nesta seção, estenderemos o EFI para o período 1999-2006, a fim de verificarmos como tem se comportado a vulnerabilidade externa da economia brasileira nesta segunda fase do Plano Real, o período de câmbio flutuante. O gráfico 3.3 mostra o comportamento do índice para todo o período – as duas fases do Plano Real – e o gráfico 3.4 retrata o estoque de investimento líquido em portfólio e capitais de curto prazo.

---

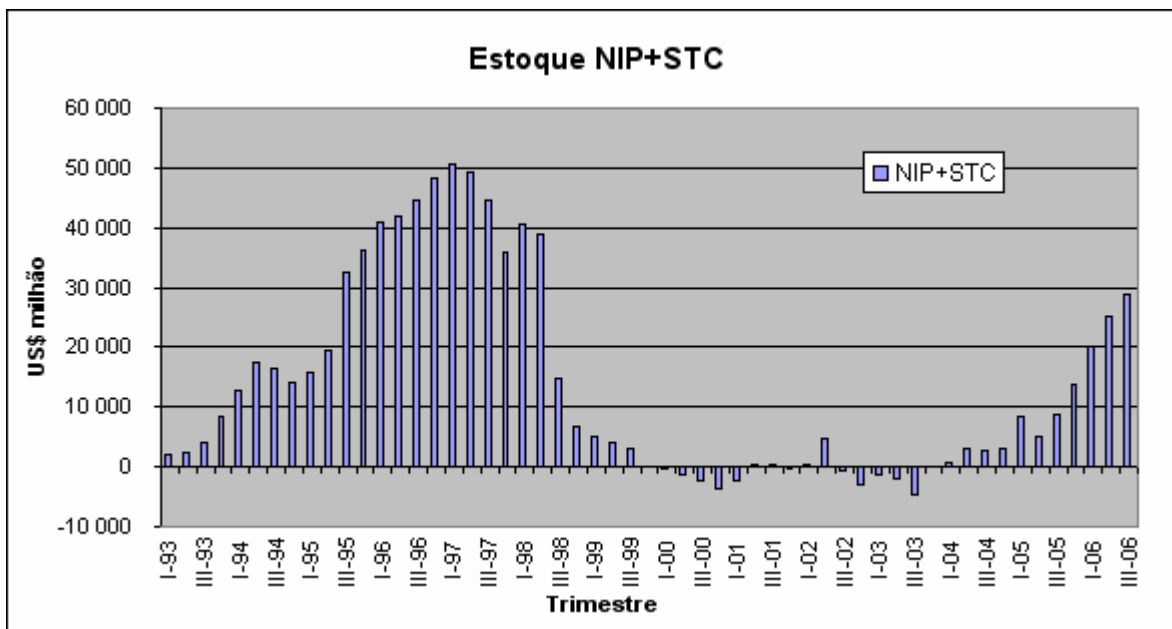
<sup>32</sup> Paula e Alves (2000) fazem uma análise bastante pormenorizada dos fatos econômicos que marcaram a primeira fase do Plano Real, relacionando-os com o índice de fragilidade externa – EFI.

**Gráfico 3.3 – Índice EFI 1993-2006**



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

**Gráfico 3.4 – Investimento em Portfólio e Capital Curto de Prazo 1993-2006**



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

De imediato, percebe-se a drástica redução no estoque de portfólio e capitais de curto prazo, ocorrida entre 1997 e 1999, em decorrência das crises asiática (1997), russa (1998) e brasileira (1999), culminando na livre flutuação da moeda a partir de janeiro. Desde então, esse estoque tem se comportado de maneira oscilante até o primeiro trimestre de 2004, quando começa novamente a se avolumar. Em decorrência disso, o EFI, após um arrefecimento no momento de crise, provocado pela vultosa fuga de capitais, passa mais uma vez a exibir tendência ascensionista a partir de 2004, embora ainda não tenha alcançado o nível auferido no momento pré-crise de 1997. Não obstante, isso não deixa de ser um fator de preocupação, visto que no espírito da hipótese de fragilidade financeira de Minsky, a economia brasileira está caminhando num sentido mais *speculative*.

Com efeito, essa extensão do EFI mostra o caráter cíclico minskiano que está presente na análise feita por Paula e Alves (2000). Após o *boom* da primeira fase do plano, motivado pela euforia nos mercados centrais e a maior propensão desses a correr riscos, veio em seguida o momento de frustração e a subsequente contração da liquidez internacional para os países periféricos. Não obstante, a partir de 2004 observa-se a retomada desse processo e o início de um novo ciclo. Ademais, percebe-se que a mudança de regime cambial verificada em 1999 não invalida esse processo. Em verdade, esses fluxos de capital em direção aos países da periferia estão muito mais atrelados a uma dinâmica exógena a essas economias. Estão de fato condicionados às decisões de política monetária do país emissor da moeda-chave, bem como dos demais países centrais (Prates, 2005). Bahry e Porcile (2004) retratam a recorrência desses ciclos de endividamento minskiano na economia brasileira para o período 1968-1999. Em geral, foram identificados ciclos em que um rápido processo de endividamento, ancorado no setor externo, foi seguido de uma situação de crescente fragilidade minskiana, com a conseqüente queda das taxas de crescimento da economia. Assim foi a conduta da economia nos períodos do milagre econômico (1968-1973) e do segundo PND (1974-1976). Após o conturbado período de ajustamento



recessivo da década de 1980, frente à nova realidade de fechamento do mercado financeiro internacional para a economia brasileira, na década de 1990 tem-se o retorno da elevada liquidez internacional viabilizando um novo ciclo de expansão na América Latina.

Em linhas gerais, as duas fases do Plano Real podem ser diferenciadas da seguinte forma: a primeira (1994-1999), que foi objeto do estudo de Paula e Alves, foi essencialmente caracterizada por âncora cambial, crescente dependência do financiamento externo e déficit fiscal. A segunda (1999 em diante) tem sido marcada por câmbio flutuante, substancial melhora do saldo em transações correntes e forte ajuste fiscal. Como contrapartida do acordo assinado com o FMI no bojo da crise de 1998, que veio resultar na livre flutuação cambial em janeiro de 1999, o governo se comprometeu a perseguir rígidas metas de ajuste fiscal. Metas essas que, entre outras medidas, acabaram por se traduzir na aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF e nas reiteradas tentativas de reforma da previdência.

A forte desvalorização do real ocorrida em janeiro de 1999, quando a taxa de câmbio passou de R\$/US\$ 1,20 para mais de R\$/US\$ 2,00 num prazo de menos de 45 dias, contribuiu de forma decisiva para o movimento de reversão nas transações correntes que se verificou na economia brasileira. Em função de uma contração das importações num primeiro momento e, posteriormente também de um progressivo aumento das exportações, o Brasil saiu de uma posição deficitária na balança comercial e passou a obter saldo comercial positivo e crescente já a partir de 2001. Todavia, no esforço para controlar o repasse da desvalorização cambial para o nível de preços (*pass-through*), a equipe econômica promoveu simultaneamente um rígido aperto monetário. A taxa de juros básica real, portanto descontada a inflação, se manteve no patamar de 15% a.a. em 1999, já operando dentro no novo modelo de metas de inflação que havia sido introduzido pelo BC a partir da livre flutuação cambial (BCB, 1999, 2000 e 2001).

Em que pese esse descompasso entre o nível de juros interno e externo, por conseguinte propiciando oportunidades de ganho de arbitragem, ainda pairava grande incerteza quanto ao rumo que o câmbio flutuante iria tomar no curto e médio prazo. Além disso, o ano de 2001 foi particularmente conturbado no cenário externo, eis que foi marcado pela crise argentina, pondo fim ao regime de conversibilidade, e pelo atentado terrorista de 11 de setembro nos EUA. No plano interno, o país sofreu com a crise energética e todos esses fatores contribuíram para o não-retorno dos capitais de curto prazo e em portfólio, como mostra o gráfico 3.4. O ano de 2002 não teve comportamento muito diferente por parte do mercado financeiro. Entretanto, desta vez o temor por parte dos agentes econômicos era político, posto que o então candidato Lula já despontava como franco favorito para vencer as eleições presidenciais de outubro e ainda restavam dúvidas quanto à conduta da política econômica do futuro governo. Neste cenário, a taxa de câmbio atingiu patamares recordes, situando-se ligeiramente abaixo de R\$/US\$ 4,00 em outubro. Já a partir do momento de transição governamental e, mais ainda, no início do novo governo em 2003, as incertezas do mercado financeiro começaram a se dissipar após as reiteradas mostras de continuidade da política econômica ortodoxa do governo anterior (Giambiagi, 2005). Com efeito, os capitais de curto prazo e em portfólio voltaram a ingressar com força na economia brasileira a partir do início de 2004, aproveitando a janela de oportunidade para auferirem ganhos de arbitragem com o diferencial de juros interno/externo. Na outra ponta, o saldo comercial sempre crescente fez com que o Brasil passasse a apresentar superávit em transações correntes já a partir de 2003, mudando o país da posição de importador para exportador de poupança externa. Este fato contribuiu para reduzir ainda mais a desconfiança do mercado financeiro internacional, o que se traduziu em mais ingressos de capital (BCB, 2001, 2002 e 2003).

Portanto, desde o início do plano, pode-se destacar dois ciclos de elevada liquidez internacional e conseqüente fluxo de capitais em direção à economia brasileira. O primeiro se inicia ainda antes do lançamento oficial do Plano Real e

vai até a seqüência de crises financeiras que assolou as economias periféricas entre 1997 e 1999. Já o segundo se inicia em 2004 e perdura até o presente momento (fev/2007). A economia brasileira padece de um problema histórico de inadequação do sistema financeiro doméstico no que tange aos mecanismos de financiamento de longo prazo (Studart, 2005). De tal forma, ela fica excessivamente dependente desses ciclos de expansão da liquidez internacional como forma de financiar seu desenvolvimento. É uma característica comum às economias latino-americanas apresentarem surtos de expansão condicionados a essa maior oferta de capital externo, caracterizando assim os ciclos reflexos de desenvolvimento econômico (Amado e Resende, 2005).

Não obstante, o sistema financeiro internacional dispensa às economias centrais um tratamento distinto em relação às periféricas. Enquanto aquelas são classificadas como *hedge*, essas são vistas como *speculative/ponzi* em função de sua menor capacidade relativa de gerar o influxo de divisas necessário para honrar seus compromissos externos. Essa incerteza relativamente mais elevada dos países periféricos implica em menor disponibilidade de divisas para eles *vis-à-vis* o centro. Contudo, nas fases ascendentes do ciclo de liquidez internacional essa incerteza é amenizada e o otimismo generalizado permite a expansão do crédito, inclusive para a periferia (Amado e Resende, 2005). Nas fases descendentes do ciclo o otimismo se desfaz e há um racionamento de crédito assimétrico para a periferia. Verifica-se, então, um aumento da preferência pela liquidez, expresso por meio da compra de ativos estrangeiros e a conseqüente fuga de capitais.

Amado e Resende (2005) mostram que de fato o aumento do passivo externo líquido, que corresponde ao déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, de Brasil, México e Argentina, está correlacionado com a elevação da liquidez internacional nos últimos trinta anos. Entre 1970 e 2002, o coeficiente de correlação entre liquidez internacional e saldo em conta corrente foi de -0,71

para o Brasil, -0,57 para a Argentina e -0,49 para o México<sup>33</sup>. Essa correlação negativa corrobora o argumento cepalino de deficiência da estrutura produtiva das economias latino-americanas. Essa deficiência implica numa inserção pouco competitiva dessas economias no mercado global, além de uma base produtiva pouco diversificada em relação às economias desenvolvidas. Assim sendo, o crescimento das economias latino-americanas tem como pré-requisito o aumento das importações em meio a uma inserção pouco competitiva das exportações. Ao longo do ciclo de expansão econômica, persiste uma tendência de deterioração da balança comercial e do saldo de transações correntes, viabilizada pelo ingresso líquido de recursos na conta de capitais que ocorre nos momentos de expansão da liquidez internacional. Com efeito, o processo de crescimento da periferia em geral, e da América Latina em particular, é reflexo aos ciclos de liquidez no sistema financeiro internacional (Amado e Resende, 2005).

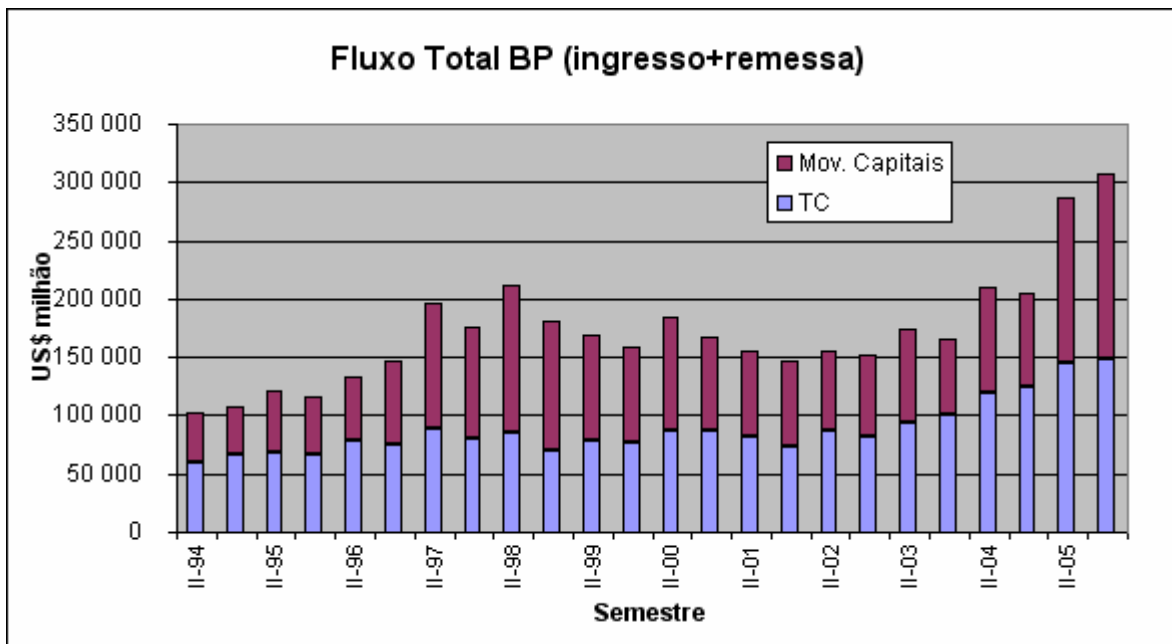
Inserido nesse contexto de expansão cíclica da liquidez, Plihon (1995), ao tratar a ascensão das finanças especulativas, destaca o processo de financeirização da economia e a tendência de a conta capital cada vez mais ganhar terreno sobre as transações correntes. Fazendo um estudo analítico da economia francesa, ele ressalta que em 1980 os fluxos registrados no balanço de pagamentos repartiam-se entre 71% para transações correntes e 29% para os movimentos de capitais. Em 1993 essa distribuição já se encontrava revertida, dado que as transações correntes representavam 23% e os movimentos de capitais 77% dos fluxos totais registrados. Fazendo uma análise com o mesmo teor para a economia brasileira, o gráfico 3.5 traz o fluxo total (ingressos + remessas) do balanço de pagamentos, separado entre os movimentos de capitais e as transações correntes, para o período de 1994 a 2006. Percebe-se caráter cíclico de expansão e contração dos movimentos de capitais na economia

---

<sup>33</sup> A liquidez internacional, para este cálculo, corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do balanço de pagamentos dos EUA, Reino Unido, Japão, Alemanha, Itália, França e Canadá: “investimentos em portfólio” (ativo e passivo), “derivativos financeiros” (ativo e passivo) e “outros investimentos” (ativo e passivo).

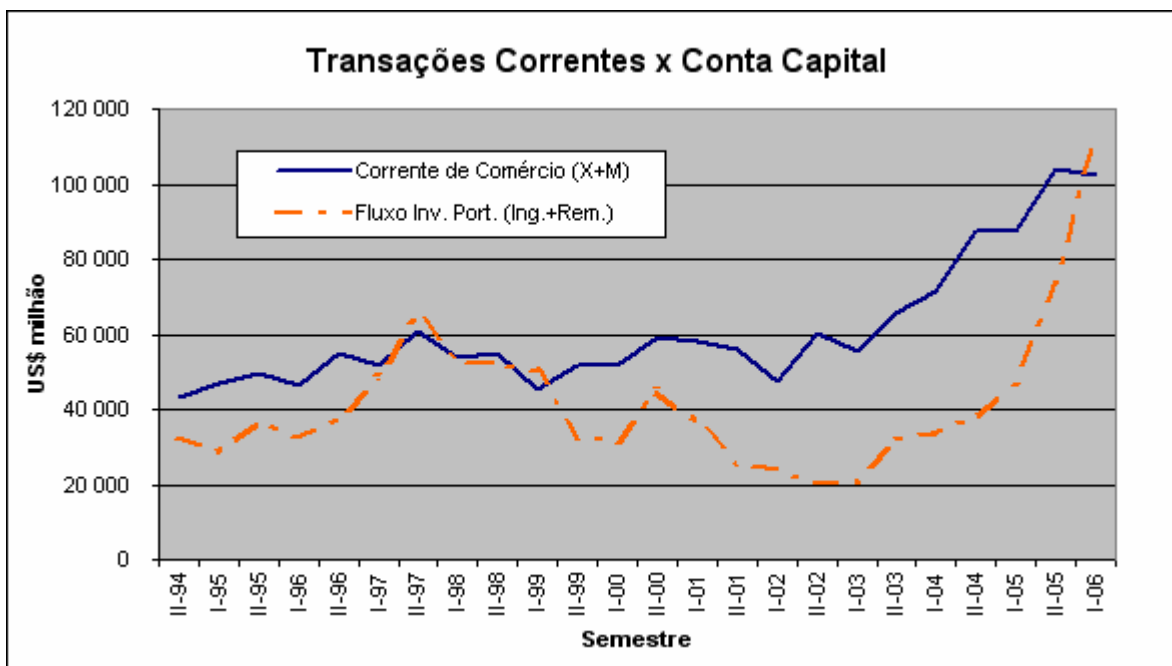
brasileira, agravado justamente devido à sua característica de economia periférica com os riscos aí embutidos.

**Gráfico 3.5 – Fluxo total BP 1994-2006**



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

**Gráfico 3.6 – Corrente de Comércio x Investimento Portfólio 1994-2006**



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Por seu turno, o gráfico 3.6 ilustra, para o mesmo período, o comportamento das duas rubricas mais representativas dessas duas pernas do balanço de pagamentos: a balança comercial pelo lado das transações correntes e o investimento em portfólio pelo lado da conta capital. Ambas as rubricas foram analisadas em seu fluxo total (ingresso mais remessas) ao longo do ano. É fácil perceber que apesar do relevante incremento da corrente de comércio ocorrido a partir de 2002, o investimento em portfólio cresceu de forma mais acelerada ainda a partir de 2003, terminando por ultrapassar a primeira já no final da série em 2006.

Esse processo de financeirização destacado por Plihon (1995) termina por agravar os efeitos da reversão nos ciclos de liquidez na economia real, em especial nas periféricas. Resgatando Minsky (1986), as crises financeiras são eventos recorrentes na economia, tendo em vista que o sistema financeiro é endogenamente instável. Não só é instável como tende a se fragilizar à medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política econômica, mas resulta do funcionamento normal da economia.

Os bancos são, na sua essência, unidades *speculative*, posto que eles captam depósitos à vista e empréstimos de curto prazo numa ponta e concedem financiamentos de mais longo prazo noutra. Agindo assim, nos momentos de excessivo otimismo, o nível subjetivamente aceitável de endividamento se dilata, tornando mais frágil a estrutura financeira. Em outras palavras, existe uma tendência a se investir cada vez mais na economia durante os momentos de prosperidade e esse investimento é cada vez mais viabilizado por projetos de financiamento mais e mais arriscados, o que implica em maior susceptibilidade às crises financeiras.

“...the financial structure becomes more susceptible to a financial crisis even as businessmen and bankers extrapolate success in fulfilling financial

commitments into diminished protection against a financial crisis.” (Minsky, 1982b p.26)

Por seu turno, essa susceptibilidade à crise é decorrente da subjetividade dos empresários e bancos acerca do nível aceitável de endividamento e da endogeneidade da oferta de moeda, posto que o sistema financeiro tem o poder de criar liquidez, como visto no capítulo 1. Não obstante, os bancos permanentemente buscam novas oportunidades de lucro, o que resulta em inovações nas práticas financeiras com a conseqüente expansão da liquidez e agravamento da fragilidade. Esses fatores alimentam a fase ascensionista da economia (Mollo, 1988).

Dado que o processo de criação de meios de financiamento à atividade produtiva é endógeno, no período de *boom* o investimento estará garantido enquanto perdurarem esses canais de financiamento. A situação se reverte na medida em que a subjetividade do comportamento dos agentes provoca uma inelasticidade da oferta de meios de financiamento, o que termina por se traduzir em elevação da taxa de juros. Essa reversão de expectativas, por seu turno, ocorre justamente em função do fator incerteza não probabilizável abordado em Keynes (1985). Dessa forma, os ciclos de euforia e frustração financeira/econômica se repetem sucessivamente, como originalmente enfatizado por Minsky (1986).

Tudo isso somado, chega-se à conclusão de que em que pese o forte incremento do saldo comercial brasileiro nos últimos anos, atuando no sentido de diminuir a fragilidade externa da economia, o aumento no movimento de capitais voláteis foi ainda mais significativo, mais do que exaurindo os ganhos advindos do comércio exterior. Assim sendo, a economia vem caminhando num sentido de aumentar sua fragilidade nos termos propostos por Minsky, ao assumir uma postura mais *speculative*. O próximo capítulo, além das considerações finais, trará uma análise de como esse processo de atração de capitais de curto prazo e conseqüente fragilização externa da economia brasileira tem afetado o lado real

da economia, em especial a pauta de exportações. Além disso, serão abordadas algumas sugestões de políticas a serem implementadas.



## **Capítulo 4: Componentes Reais e Implicações para Política Econômica**

Este último capítulo se inicia com um sobrevôo do que foi discorrido neste trabalho para, em seguida, discutir os efeitos dos ciclos de liquidez e seus desdobramentos no lado real duma economia periférica. Por fim, no que tange ao controle de capitais, serão apresentados alguns casos de sua implementação, que obtiveram êxito.

### **4.1 – Um breve retrospecto**

Fazendo um breve resgate do que foi visto até aqui, iniciou-se com a discussão de tempo histórico e incerteza. Em seguida, ao se abordar o caráter da não-ergodicidade na economia, ficou latente que a incerteza para a corrente de pensamento pós-keynesiana não se refere a eventos probabilísticos, como supõem os neoclássicos. Tudo isso desemboca na não-neutralidade da moeda numa economia monetária de produção, que é justamente delineada pela coexistência dos três fatores: tempo histórico, incerteza e moeda.

De tal sorte, a moeda tem a capacidade de atuar como escoadouro nos momentos de elevação das incertezas, caracterizando o que Keynes (1985) denominou de preferência pela liquidez. Em oposição à visão ortodoxa, que vê a moeda apenas como facilitadora de trocas, na visão pós-keynesiana essa preferência pela liquidez causa impactos no lado real da economia. Isso ocorre justamente devido a duas particularidades que somente a moeda apresenta: elasticidade de produção e de substituição negligenciáveis.

Dado que o sistema financeiro igualmente trabalha sob um ambiente de incerteza, esse setor também possui sua função de preferência pela liquidez. Com efeito, o sistema financeiro cria liquidez nos momentos de otimismo, ao expandir o crédito, e a contrai nos momentos de elevação das incertezas, ao

e elevar as margens de garantia. Isso torna a oferta de moeda endógena e faz com que a autoridade monetária tenha apenas controle relativo sobre ela.

Nesse contexto de endogeneidade da oferta de moeda e conseqüente expansão/contração da atividade econômica, Minsky (1986) defende que as forças capazes de gerar fragilidade financeira são gestadas dentro do próprio sistema capitalista. O sistema financeiro é endogenamente instável e a desregulamentação excessiva contribui para agravar esse problema. As unidades econômicas naturalmente tendem a se deslocar no sentido *hedge*, *speculative* e *Ponzi*, de acordo com o grau de prudência financeira. Minsky entende que forças inerentes ao sistema capitalista conduzem a uma estrutura formada por passivos de curto prazo e ativos de longo prazo, fazendo com que uma economia inicialmente *hedge* caminhe em direção ao sentido *speculative* em decorrência dos períodos de otimismo e excessiva euforia. Em linhas gerais, essa é a essência de sua hipótese da fragilidade financeira.

Essa abordagem minskiana foi feita levando-se em consideração uma economia fechada. Todavia, Arestis e Glickman (2002) e Paula e Alves Jr. (2000) fazem uma extensão dessa hipótese para o caso da economia aberta. Ambos os estudos chegam à conclusão de que a fragilidade financeira é agravada, posto que agora as unidades econômicas estão vulneráveis tanto a alterações na taxa de juros quanto na taxa de câmbio. Mais ainda, a livre mobilidade de capitais aumenta os incentivos em direção à inovação financeira, o que aumenta os caminhos pelos quais a economia pode potencialmente caminhar no sentido *speculative*.

Com o colapso do sistema de Bretton Woods a situação se torna ainda mais grave para os países da periferia, posto que a moeda-chave passa a flutuar livremente e os EUA têm agora autonomia quase total na condução de sua política monetária, o que implica em efeitos diretos para os países que necessitam de capital externo para financiar seu desenvolvimento. Após a crise financeira que assolou o leste asiático em 1997, era cada vez mais clara a percepção de que o

ciclo de liberalização, em especial na esfera financeira, não fora capaz de gerar um processo mais equilibrado de crescimento na periferia capitalista. Como reação aos efeitos da crise, as economias asiáticas afetadas passaram a adotar uma estratégia de não-aceitação dos ciclos financeiros *feast or famine* que caracterizam a dinâmica recente das finanças globalizadas e desregulamentadas. Dentre as ações empreendidas, vale destacar a manutenção de um câmbio administrado, o acúmulo de reservas internacionais em moeda forte e um significativo viés exportador da economia, além de controle dos fluxos financeiros (Cunha, 2006).

Por derradeiro, em relação à economia brasileira, utilizando-se o índice de fragilidade externa de Paula e Alves Jr. (2000), é mostrado que o recente ciclo de liquidez internacional tem ocasionado a elevação de sua vulnerabilidade externa, apesar do paralelo incremento do saldo comercial. Percebe-se que, após uma retração da fragilidade externa quando do início do regime de livre flutuação cambial, esta voltou a recrudescer a partir do início de 2004 (capítulo 3, gráfico 3.3). Isso se deve fortemente ao acúmulo de elevados estoques de investimento líquido em portfólio e capitais de curto prazo em decorrência do diferencial de juros praticado entre o Brasil e os países centrais, propiciando oportunidade para ganhos de arbitragem (capítulo 3, gráfico 3.4). Não obstante, esse movimento recente tem um forte potencial de reversão de sua direção em caso de alteração do humor do mercado financeiro global.

#### **4.2 – Impactos no lado real da economia**

Um problema comumente associado aos fluxos de capitais de curto prazo está relacionado com os efeitos desses fluxos sobre a taxa real de câmbio. Em regimes de câmbio flutuante, um movimento mais intenso de entrada de capitais de curto prazo resultará em uma apreciação do câmbio nominal. Em função da rigidez de curto prazo dos preços domésticos e internacionais, essa apreciação do

câmbio nominal será acompanhada por uma apreciação também do câmbio real (Oreiro, 2006).

Ao abordar o caso da economia aberta operando sob um regime de câmbio flutuante, Dow (1993) enfatiza que quando prevalece uma expectativa de retorno econômico doméstico superior à média externa, ocorrerá movimento no sentido de se desfazer de ativos em moedas estrangeiras para em troca adquirir ativos em moeda doméstica. Em termos cambiais, isso significa que a compra de ativos domésticos fomenta a valorização da moeda local, sendo que o caso contrário ensejaria uma desvalorização. Esse movimento de valorização/desvalorização cambial é de certa forma antecipado pelos agentes que atuam no mercado financeiro e tentam disso tirar proveito. A especulação cambial é levada a cabo pelos *traders* cuja tarefa é justamente antecipar o ponto de inflexão na taxa de câmbio. De tal forma, o fluxo de capital de curto prazo toma um sentido de ingresso no momento antes da virada de depreciação para apreciação cambial e toma sentido de saída quando uma depreciação é antecipada.

Todavia, esse movimento pendular é especialmente mais volátil no caso das economias menos desenvolvidas. Para uma economia grande, auto-suficiente e capaz de gerar sua expansão internamente, as balanças comercial e de capitais de longo prazo tendem a se compensar mutuamente, evitando que ocorra uma tendência de volatilidade cambial. Já no caso da economia periférica, dependente do mercado externo, a balança comercial atua no sentido de reforçar o impacto dos movimentos da conta de capitais de longo prazo. Em suma, ao passo que o acesso ao mercado financeiro global permite uma maior capacidade de financiar a expansão quando o retorno esperado na economia doméstica é elevado quando comparado com o mercado externo, esse mesmo acesso permite ao capital procurar paradeiros mais atrativos quando o retorno doméstico é baixo relativamente aos demais. No arcabouço da economia pós-keynesiana, o fluxo internacional de moedas é uma fonte não apenas de instabilidade mas também de divergência entre as economias (Dow, 1993).

No caso particular dos países da periferia o problema é ainda mais grave, dado o reduzido tamanho dos mercados de capitais desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam neles (Greenville, 2000). Esta análise está inserida no contexto das assimetrias – monetária e financeira – defendidas por Prates (2005) e apresentadas no capítulo 3. A relativamente reduzida dimensão desses mercados faz com que existam poucos agentes dispostos a atuar como *market-makers*, comprando o excesso de oferta quando há tendência de entrada líquida de capitais e ofertando divisas quando há movimento de saída. Este fato faz com que a apreciação/depreciação do câmbio nominal e real seja muito maior nos mercados periféricos do que nos países de centro.

Justamente em decorrência do elevado ingresso líquido que vem sendo verificado na economia brasileira desde 2004 em capitais de curto prazo e investimento em portfólio (gráfico 3.4 do capítulo 3), o real tem experimentado um contínuo processo de apreciação em relação à moeda-chave. Esse movimento de valorização da moeda doméstica, alimentado pelo ciclo de elevada liquidez internacional (Amado e Resende, 2005), é ainda mais reforçado quando se leva em conta a reversão no saldo comercial, que ocorreu no início desta década. Como mostra a tabela 4.1, após o ano 2000, que foi o último de saldo comercial negativo, a balança comercial brasileira passou a apresentar saldos positivos e crescentes de 2001 em diante. Num primeiro momento, essa reversão no saldo comercial foi garantida por uma contração das importações, que perdurou até 2003, em função da desvalorização cambial ocorrida quando da mudança para o regime de câmbio flutuante. Paralelo a essa contração inicial das importações, o valor das exportações tem sido crescente ao longo de todo o período analisado (2001-2006), em que pese o processo de valorização da moeda doméstica em termos de cotação média anual (tabela 4.2), que se verifica a partir de 2004. Ou seja, de início o incremento das exportações se deu impulsionado pelo câmbio mais competitivo. Não obstante, nesses últimos anos fatores conjunturais têm

sustentado a contínua elevação das exportações, apesar da valorização da moeda doméstica. Dentre esses fatores, cabe destaque para a manutenção da demanda mundial por *commodities* em níveis elevados em função da pressão exercida pela aquecida economia chinesa (Medeiros, 2006).

**Tabela 4.1 - Balança Comercial (2000-2006)**

US\$ milhão

Ano	Exportação (FOB)	Importação (FOB)	Saldo
2000	55.085,60	55.783,30	(697,70)
2001	58.222,60	55.572,20	2.650,40
2002	60.361,80	47.240,50	13.121,30
2003	73.084,10	48.290,20	24.793,90
2004	96.475,20	62.834,70	33.640,50
2005	118.308,40	73.605,50	44.702,90
2006	137.469,70	91.395,60	46.074,10

Fonte: BCB - Séries Temporais

### 4.3 Conjuntura econômica internacional e a economia chinesa

Esse recente ciclo de elevação dos preços das *commodities* vem se sustentando desde o início deste século. Em 2002 essas cotações elevaram-se a partir dos patamares historicamente baixos atingidos em 2001. O último ciclo dessa natureza ocorrera na segunda metade dos anos 1970 e, desde então, esses preços têm apresentado alta volatilidade com tendência de queda, que se intensificou na segunda metade da década de 1990. Diversos fatores têm contribuído para essa recente recuperação dos preços, dentre os quais cabe especial destaque para a pressão de demanda que a economia chinesa vem exercendo sobre os produtos primários. Este ciclo atual, tal como o da década de 1970, se caracteriza por sua ampla abrangência, pois atinge os mais distintos tipos de produtos básicos. (Prates, 2004).

O ritmo da economia global tem influência fundamental sobre o preço das *commodities*. Os períodos de expansão são, em geral, acompanhados por alta

dos preços relativos desses bens, enquanto a retração é acompanhada por baixa. Isso ocorre uma vez que as matérias-primas agrícolas e extrativo-minerais são insumos da produção industrial e, desta forma, apresentam um comportamento pró-cíclico constituindo-se em indicador da recuperação da atividade industrial (WTO, 2003). Na recuperação econômica global em curso desde 2002, tal fenômeno tem se verificado. O excepcional crescimento econômico da China de uma média de 8% ao ano nos últimos 20 anos tem sido apontado como o principal determinante da alta dos preços dos produtos primários. Esse crescimento tem sido liderado pelos setores intensivos em *commodities* metálicas e industriais, tais como o automotivo, metalúrgico e da construção civil. Isso pressiona a demanda por esses bens, ao mesmo tempo em que o crescimento populacional fomenta a compra externa de alimentos e demais *commodities* agrícolas (Gottschalk e Prates, 2006). Tomando 2000 como ano-base, em 2002 as importações chinesas de ferro e aço cresceram mais de 40%, as de minérios aproximadamente 25% e as de produtos agrícolas acima de 12%. Em 2003 os números são ainda mais surpreendentes. As importações chinesas cresceram 40% e foram responsáveis por 34% da demanda global de minério de ferro, 27% da de aço, 20% da de cobre, 19% da de alumínio e 11% da de níquel (Prates, 2004).

Além do crescimento econômico doméstico, outros fatores contribuem para explicar o aumento das importações de *commodities* agrícolas e metálicas pela China após 2001, dentre os quais seu ingresso na OMC em dezembro daquele ano. Para se tornar membro desta organização, após 15 anos de negociação, a China comprometeu-se a acelerar seu processo de liberalização comercial. No âmbito das *commodities* agrícolas, a ampliação anual das quotas de importação até 2006 foi generalizada e expressiva. Dada a escassez de terra arável e o aumento da demanda por alimentos, em função do crescimento populacional, a redução da proteção do setor agrícola com a entrada na OMC impulsionou as importações desses bens.

Nesse contexto, as exportações da economia latino-americana como um todo tem se beneficiado da atual conjuntura, mostrando um novo dinamismo nos últimos anos, todavia um tanto viesado para os produtos primários. Gottschalk e Prates (2006) fazem um estudo onde mostram esse pujante processo de retomada das exportações para quatro países latinos: Brasil, Chile, Peru e Venezuela. As exportações latino-americanas cresceram 9% em 2003 e aproximadamente 23% em 2004. As exportações brasileiras para a China cresceram 400% entre 2000 e 2004. Portanto, essa conjuntura favorável tem sustentado uma balança comercial superavitária e crescente nos últimos anos, apesar do processo em curso de valorização da moeda local, o que em tese afetaria a competitividade exportadora dos produtos brasileiros. Esses elevados saldos comerciais, somados ao já discutido ingresso de capitais fomentado pelo atual ciclo de liquidez internacional, terminam por reforçar a pressão valorizadora sobre a moeda local.

#### **4.4 Distorções na balança comercial**

Contrastando o ingresso de capitais de curto prazo e portfólio (gráfico 3.4) com a variação da taxa de câmbio (tabela 4.2), percebe-se que o real inicia seu processo de valorização, em termos de média anual, justamente a partir do momento em que o ciclo de liquidez faz com que os capitais retornem com mais força para a economia brasileira, sugerindo uma forte relação de causalidade entre ambos. Esse movimento se verifica a partir de 2004 e, em que pese a reversão do saldo comercial já ter se dado desde 2001, neste primeiro momento o real continua se desvalorizando apesar do superávit comercial crescente. Considerando-se o inescapável processo em curso de financeirização da economia (Plihon, 1995), visto no capítulo anterior, na dinâmica recente da economia brasileira os fluxos de capitais de curto prazo e portfólio têm sido mais relevantes do que o saldo comercial para explicar a valorização da moeda local, muito embora este último não deixe de ter sua importância.



**Tabela 4.2 - Taxa de Câmbio R\$/US\$ (2000-2006)**

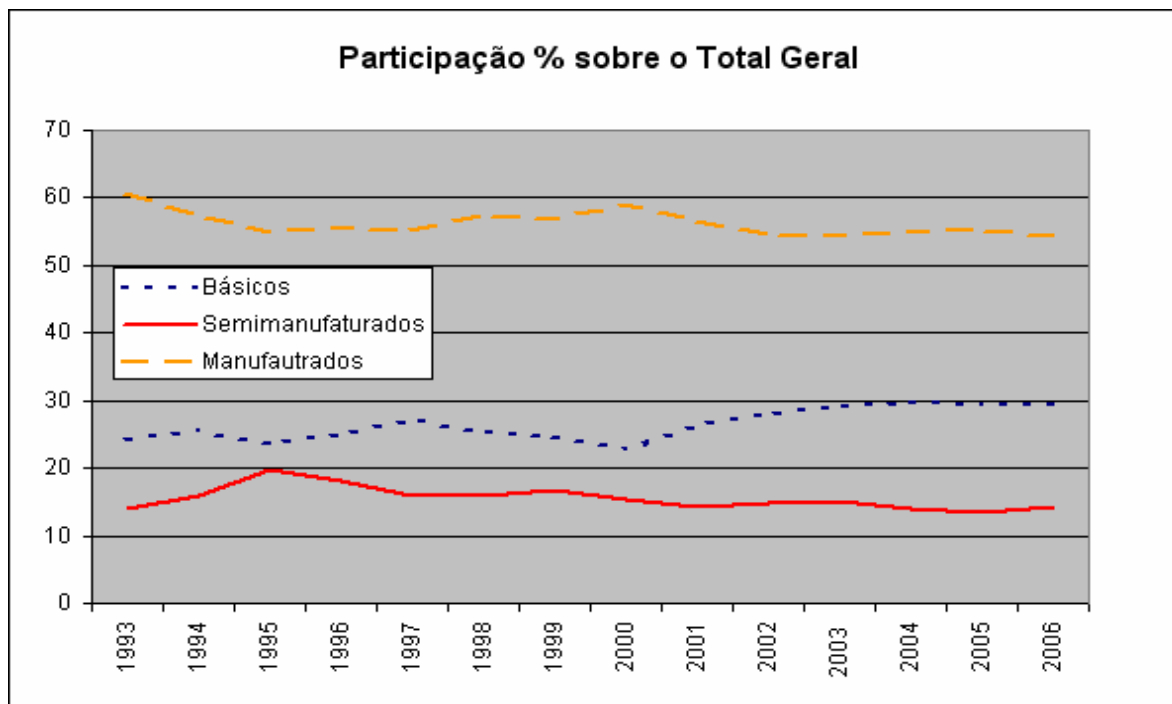
Livre - venda

Ano	Média Anual	Fim de Período
2000	1,83	1,96
2001	2,35	2,32
2002	2,93	3,53
2003	3,07	2,89
2004	2,93	2,65
2005	2,43	2,34
2006	2,18	2,14

Fonte: BCB - Séries Temporais

Em função desse atual ciclo de elevada liquidez internacional, que vem provocando mais uma fase de *feast* com conseqüente valorização de algumas moedas periféricas, entre as quais o real (Prates, 2005), a balança comercial brasileira vem sofrendo distorções. Como pode ser percebido por meio do gráfico 4.1, em 2000 os produtos manufaturados representavam 59,0% do valor total exportado pela economia brasileira naquele ano ao passo que os básicos representavam 22,8%. Desde então, tem ocorrido um contínuo processo de perda de participação relativa do primeiro e ganho do último. No ano de 2006, os manufaturados fecharam com participação de 54,3%, representando queda de 4,7% em relação a 2000, enquanto os básicos obtiveram participação de 29,3%, avançando 6,5%. Nesses últimos sete anos, a diferença entre ambos os setores diminuiu mais de 11%, sugerindo um incipiente processo de desindustrialização pelo qual vem passando a economia brasileira. Já os semimanufaturados vêm se mantendo ao redor da média de 15% do total exportado.

**Gráfico 4.1 – Exportação Brasileira por Fator Agregado 1993-2006**



Fonte: MDIC/Secex

Dentro da categoria dos básicos, que vem ganhando terreno na pauta de exportações, os três principais produtos exportados em 2006, pela ordem decrescente de valor, foram minério de ferro, petróleo bruto e soja. Já na categoria dos manufaturados, que vem perdendo participação relativa, os três primeiros foram automóveis, aviões e peças para veículos automóveis e tratores (MDIC, 2006).

Ao se fazer uma consideração histórica da distribuição das exportações brasileiras entre esses três segmentos, Suzigan e Furtado (2006) enfatizam que parece não haver dúvidas de que a acelerada industrialização ocorrida entre o pós-guerra e o final da década de 1970 foi impulsionada por políticas industriais. Foi um período em que prevaleceu um modelo nacional desenvolvimentista de intervencionismo estatal. O projeto de desenvolvimento econômico esteve calcado

na conhecida tríade: Estado (infra-estrutura e indústria de base), capital estrangeiro (indústrias dinâmicas) e capital nacional (indústrias tradicionais e segmentos das dinâmicas). Entretanto, esse modelo foi abandonado a partir da década de 1980 na medida em que os instrumentos de política que antes serviam para fomentar a industrialização<sup>34</sup> passaram a ser utilizados com o objetivo de se alcançar a estabilização macroeconômica. Nesse cenário, com a abertura comercial, privatização e a estabilidade financeira atingida na década de 1990, a indústria brasileira se ajustou a um novo paradigma agora marcado pelo Estado regulador, capital estrangeiro dominante em algumas indústrias estratégicas do ponto de vista do desenvolvimento tecnológico e por grupos privados nacionais reestruturados, porém com limitada capacidade financeira. Ao final da década de 1990 e início da de 2000, o país carecia de uma política industrial e, para superar esse entrave, era necessário atacar uma série de obstáculos. Entre esses, está presente o fato de que a política macroeconômica (juros, câmbio e estrutura tributária) deveria ser menos insensível aos aspectos relacionados ao desenvolvimento industrial e menos hostil à necessidade de tomar medidas para sua promoção (Suzigan e Furtado, 2006).

Neste ponto entra em cena a questão dos elevados ciclos de liquidez internacional carreando divisas na rubrica de portfólio para os países da periferia, elevando a vulnerabilidade externa e induzindo um processo de valorização da moeda doméstica. Ao se colocar em segundo plano as políticas industriais de outrora, tão bem citadas por Suzigan e Furtado, estabelecendo como meta prioritária o regime atual de juros elevados que se encontra subordinado ao plano maior de estabilidade monetária, balizada pelo sistema de metas de inflação, esse processo termina por afetar as relações de trocas da economia brasileira. A sobrevalorização cambial daí decorrente, nos períodos de *feast*, termina por impactar negativamente setores tradicionais já consolidados como, por exemplo, a

---

<sup>34</sup> Como exemplo de política industrial bem sucedida, Suzigan e Furtado (2006) citam a criação da Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária – EMBRAPA e sua interação com as empresas do setor. Além deste, cabe igual destaque para o estabelecimento do Centro Tecnológico da Aeronáutica, que deu origem à Empresa Brasileira de Aeronáutica – EMBRAER.

indústria calçadista, induzindo uma gradual desindustrialização da economia brasileira.

Nesse mesmo teor, Bielschowsky (2006), ao analisar as tendências econômicas atuais para a América Latina, atenta para o fato de que na grande maioria dos países do continente, inclusive no Brasil, o desempenho econômico dos últimos 25 anos foi medíocre quando em comparação aos 30 anos anteriores, de expansão orientada pelo Estado. Persistir nos rumos ditados pelas reformas liberalizantes, dentre as quais está contemplada a livre movimentação de capitais, faz com que as economias latino-americanas sigam sendo reféns de um processo de investimento, emprego e crescimento econômico baixo. Todavia, Bielschowsky faz a ressalva de que as estratégias alternativas às neoliberais terão que ser adaptadas ao novo contexto. Isso se faz necessário pois, ao contrário do período pré-década de 1980, o atual está caracterizado por um cenário onde: as economias estão abertas ao comércio de bens e serviços, as políticas macroeconômicas orientadas para o crescimento estão limitadas pela existência de mercados financeiros selvagens e pela influência desestabilizadora de fluxos de capitais voláteis. Ademais, os Estados nacionais agora dispõem de recursos mais limitados que anteriormente a fim de colocarem em prática agendas de desenvolvimento. Por fim, com poucas exceções, na maioria desses países a política econômica e as reformas levadas a cabo contribuíram para uma relativa desindustrialização, com perda de elos da cadeia produtiva (Bielschowsky, 2006). Inserido nessa interpretação, está o fato de o alto ingresso de capitais de curto prazo no Brasil, no atual período de *feast*, provocar a sobrevalorização da moeda local, com o subsequente impacto na pauta de exportações.

Muito embora do ponto de vista da fragilidade minskiana abordada no capítulo anterior a obtenção de elevados saldos comerciais seja algo positivo, posto que reduz a vulnerabilidade externa e torna a economia mais *hedge*, os ingressos excessivos de capitais de curto prazo que vêm sendo verificado nos últimos anos terminam por comprometer esse avanço obtido no lado comercial e

induzem a economia como um todo a assumir uma postura mais *speculative*. Justamente este fenômeno tem provocado a elevação do índice de fragilidade – EFI – nesses últimos três anos, como visto no gráfico 3.3. Em que pese no atual período de *feast* esse problema ser de certa forma mascarado e minimizado, essa mudança de perfil da pauta exportadora brasileira pode se revelar problemática futuramente, quando de um eventual arrefecimento na cotação das *commodities*, que por princípio trazem consigo um menor valor agregado em relação aos bens manufaturados.

#### **4.5 – Considerações sobre controles de capitais**

Dado esse processo cíclico de expansão e contração da liquidez internacional, com as devidas repercussões nos países da periferia, diversos autores entendem ser o controle de capitais uma forma eficaz de se diminuir a vulnerabilidade externa em meio a esse cenário de financeirização da economia mundial, que vem se tornando dominante (Plihon, 1995). Considerando a instabilidade financeira mundial dos tempos recentes, dentro do próprio *mainstream* vários economistas têm criticado os benefícios do processo de liberalização financeira (Tobin, 1978; Rodrik, 1998; Stiglitz, 1999 e 2000) e defendido a introdução de controle de capitais para aumentar a autonomia da política monetária e reduzir a vulnerabilidade externa das economias emergentes. O prêmio Nobel de economia, Joseph Stiglitz, afirmou que:

“Tem ficado cada vez mais claro que não só existem argumentos para justificar a liberalização da conta de capitais, como existem argumentos bastante sólidos contra a plena liberalização da conta de capitais” (Stiglitz, 2000, p. 1076).

Ademais, além de contribuir para a elevação da fragilidade externa minskiana (como visto no capítulo 3), a plena liberalização dos movimentos de capitais em períodos de elevada liquidez internacional induz a valorização

excessiva das moedas não-conversíveis, o que termina por gerar distorções na pauta de exportações, afetando o lado real da economia (tema da seção anterior). Neste particular, Sicsú (2005) foi taxativo:

“Todos os países emergentes que aderiram à onda liberalizante pelo FMI sofreram crises de fuga de capitais e estão propensos a novas crises, tal como o Brasil, que assinou acordos com o Fundo em 1998, 1999, 2001, 2002 e 2003.” (Sicsú, 2005, pp. 103-104).

Quando da conferência de Bretton Woods, foi acordado a livre conversibilidade das transações correntes, mas não da conta de capitais. O artigo VI do estatuto do FMI, ainda em vigor, prevê a adoção de medidas de controle na eminência de uma fuga de capitais. Durante a década de 1970 e 1980, as restrições sobre os fluxos internacionais de capitais foram removidas nos países desenvolvidos<sup>35</sup>. Na década de 1990, a liberalização financeira atingiu os países em desenvolvimento. Não obstante, Chile, China, Índia e Malásia persistiram praticando controles (Modenesi e Modenesi, 2006).

No caso brasileiro, a experiência de instabilidade cambial desde a crise asiática tem revelado as dificuldades de administração das políticas macroeconômicas em um país com elevada dependência de capitais externos, moeda não-conversível e conta capital aberta (Oreiro, 2006). O autor entende que a adoção de alguns mecanismos de controle de capitais pode ajudar no estabelecimento de um modelo de política econômica mais sólida. Seguindo a mesma linha de raciocínio, para Carvalho e Sicsú (2006) a economia brasileira ofereceu em 2002 um exemplo de vulnerabilidade que poderia ter sido evitado. Empresas não-financeiras brasileiras, compelidas pelas altas taxas de juros internas provocadas pela política monetária ortodoxa levada a cabo, passaram a progressivamente captar recursos no exterior a uma taxa de juros consideravelmente menor. Agindo assim, essas empresas introduziram em seus balanços um descasamento semelhante aos que afetaram os bancos coreanos,

---

<sup>35</sup> Wyplosz (2001) faz uma descrição do processo de liberalização financeira na Europa.

estudado no capítulo anterior. Quando a incerteza cresceu no mercado financeiro e o dólar foi submetido a fortes pressões altistas em meados de 2002, várias dessas empresas tentaram antecipar pagamentos de dívida externa, contribuindo para agravar os problemas de balanço de pagamentos da economia brasileira.

Para Oreiro (2006), as recentes propostas de introdução de controles de capitais em economias emergentes têm como fundamento teórico a idéia de que a mobilidade excessiva de capitais gera três tipos de distorções: perda de autonomia na condução da política econômica, aumento da fragilidade externa da economia e grandes fluxos de entrada de capitais levando a uma apreciação do câmbio real. Tendo em conta que o capítulo 2 já trouxe à lume esse debate acadêmico, expondo os dois pontos de vista (favorável e contrário à plena mobilidade de capitais), esta última seção enfocará esses quatro casos de países da periferia que optaram pelo caminho heterodoxo do controle de capitais.

No campo da literatura internacional sobre este tema, alguns testes empíricos foram realizados para colocar em prova o debate teórico que persiste entre ortodoxia e heterodoxia. Edison *et alli* (2002b) realizaram testes econométricos para verificar o impacto da integração financeira internacional (abertura da conta de capitais) sobre o desempenho econômico. Usando uma base de dados para 57 países eles chegaram à conclusão de que com base em seus resultados são incapazes de rejeitar a hipótese nula de que a integração financeira internacional não acelera o crescimento econômico. Pesquisando nesse mesmo sentido, Prasad *et alli* (2003) chegam à conclusão de que as evidências empíricas não estabeleceram uma prova definitiva de que a integração financeira tem fomentado o crescimento econômico dos países em desenvolvimento<sup>36</sup>. Mais ainda, eles trazem uma tabela com o resumo dos estudos empíricos que foram realizados sobre este tema, mostrando que na

---

<sup>36</sup> O capítulo 2, seções 2.3 e 2.4, expõe uma bibliografia nacional e internacional, teórica e empírica, mais abrangente sobre controle de capitais.

maioria dos casos os resultados não sugerem efeito da liberalização sobre o crescimento ou, quando sugerem, esses efeitos são dúbios (tabela 4.3).

**Tabela 4.3 - Resumo de Pesquisa sobre Integração Financeira e Crescimento Econômico**

Estudo	nº de países	cobertura (anos)	efeito no crescimento
Alesina, Grilli e Milesi-Ferretti (1994)	20	1950-1989	nenhum
Grilli e Milesi-Ferretti (1995)	61	1966-1989	nenhum
Quinn (1997)	58	1975-1989	positivo
Kraay (1998)	117	1985-1997	nenhum/dúbio
Rodrik (1998)	95	1975-1989	nenhum
Klein e Olivei (2000)	92	1986-1995	positivo
Chanda (2001)	116	1976-1995	dúbio
Arteta, Eichengreen e Wyplosz (2001)	59	1973-1992	dúbio
Edwards (2001)	62	anos 1980	nenhum p/ países em desenvolvimento
O'Donnell (2001)	94	1971-1994	nenhum ou, no máximo, dúbio
Edison, Levine, Ricci e Slok (2002)	57	1980-2000	nenhum

Fonte: Prasad et alii (2003)

Sob a forma mais amplamente difundida, os controles podem ser feitos sobre o fluxo de entrada e/ou saída de capitais<sup>37</sup>. Nos últimos anos tem sido crescente a aceitação de controles de entrada, inclusive pela ortodoxia, como uma medida prudencial que visa a prevenir contra o acúmulo excessivo de passivos externos de curto prazo, mormente nos países de baixa renda que não têm capacidade de colocar em prática regimes de supervisão financeira sofisticados (Kaplan e Rodrik, 2001). O FMI, por excelência um arauto da ortodoxia, repudia com mais veemência os controles de saída do que os de entrada, pois no primeiro caso nem ao menos se permite aos agentes envolvidos a livre escolha se quer ou não participar do processo. No último, pelo menos as regras do jogo são estabelecidas de antemão e cabe a cada um fazer sua própria avaliação dos custos envolvidos. Nas palavras de Michael Mussa (2000), conselheiro econômico e então diretor do departamento de pesquisas do FMI, *“high openness to international capital flows, especially short-term credit flows, can be dangerous*

<sup>37</sup> Carvalho e Sicsú (2006) falam, complementarmente, nas restrições quantitativas diretas, ou controles administrativos, onde simplesmente se veda a possibilidade de entrada ou saída de capitais, ainda que seus detentores estejam dispostos a pagar os custos maiores da restrição qualitativa. Neely (1999) apresenta uma separação baseada em controles quantitativos e controles via preços (taxas ou impostos).



*for countries with weak or inconsistent macroeconomic policies or inadequately capitalized and regulated financial systems”.*

No caso dos controles de entrada, utiliza-se a proibição ou seletividade de ingresso e os depósitos compulsórios junto ao Banco Central (Neely, 1999 e Carvalho e Sicsú, 2004). Este foi o caso adotado pelo Chile entre 1991 e 1998. Inicialmente, o governo chileno instituiu um compulsório de um ano, *encaje*, de 20% sobre os capitais entrantes, posteriormente ampliado para 30%. Caso o investidor resolvesse sair antes do término do período de carência, uma multa de 3% sobre o montante seria cobrada (Paula *et alli*, 2003). No entendimento dos autores, a medida adotada foi bem sucedida, posto que o controle modificou a quantidade de influxo ao passo que os impostos recolhidos sobre os fluxos foram crescentes. O Chile também determinou restrições à emissão de títulos privados no exterior, uma vez que a possibilidade de financiamento externo foi permitida apenas para títulos com classificação não inferior a BB e, no conjunto, com maturidade mínima de quatro anos (Paula, 2003).

Em junho de 1998, com a retração do fluxo internacional de capitais que se segue à crise asiática, o recolhimento compulsório foi reduzido para 10% e extinto três meses depois. A exigência de permanência mínima de um ano para os investimentos financeiros e diretos foi eliminada em 2001. (Modenesi e Modenesi, 2006).

Já no campo dos controles de saída, o exemplo de sucesso mais recente foi o da Malásia, que lançou mão desse método como instrumental para combater os efeitos da crise que assolou o leste asiático (ver capítulo 3). A economia se recuperou da crise em curto período após a imposição dos controles em setembro de 1998. O fato de a Coreia do Sul e a Tailândia terem se recuperado também, sem que tivessem adotado controles de saída, tem sido ressaltado para expor a ineficácia da medida malaia. Entretanto, a crise financeira estava se agravando na Malásia em meados de 1998, ao passo que na Coreia do Sul e na Tailândia ela

já havia arrefecido. Nesse sentido, o controle de saída imposto logrou êxito em atingir seus objetivos (Kaplan e Rodrik, 2001).

As medidas tomadas pela Malásia tiveram como meta interromper a fuga de capitais, cessar a especulação contra sua moeda, o *ringgit*, desmontar o mercado *offshore*, ampliar o perfil dos investimentos estrangeiros e, sobretudo, tornar possível enfrentar a crise sem ter que recorrer ao receituário ortodoxo de elevação da taxa de juros, condicionado aos países que recorrem ao programa de assistência financeira do FMI (Carvalho e Sicsú, 2004). Os controles foram instituídos em setembro de 1998 de sorte a esvaziar a especulação contra a moeda local, que vinha até então ocorrendo sobretudo por meio do envio de moeda para mercados *offshore*, onde os bancos malaios ofereciam maiores taxas de juros aos depósitos. O governo tornou essas operações ilegais e forçou o encerramento das contas em *ringgit* no exterior e a conseqüente repatriação do capital em moeda local. Adicionalmente, houve redução da taxa de juros interna e impediu-se a repatriação dos investimentos estrangeiros pelo prazo de um ano, exceção feita aos IDE e às transações em conta corrente (Kaplan e Rodrik, 2001).

O governo malaio seguramente sofreu fortes pressões, tanto internas quanto externas, para voltar atrás em suas medidas. Seus títulos foram retirados do índice internacional da Morgan Stanley e houve rebaixamento pela agência de classificação de risco, Moody's. Não obstante, o governo se manteve firme em suas decisões e só houve um relaxamento das restrições a partir do momento em que a crise na região já demonstrava sinais de arrefecimento, em fevereiro de 1999 (Porto, 2005). Ao adotar esse procedimento, a economia em questão se recuperou mais rapidamente da crise quando em comparação com seus vizinhos Coréia do Sul, Tailândia e Indonésia. Esses últimos, ao seguirem mais de perto as recomendações do FMI, implementaram, entre outras medidas, elevação dos juros, flexibilização do câmbio, aperto fiscal e abertura da conta capital. Todavia, os resultados obtidos foram inferiores em termos de aumento do desemprego e queda dos salários reais (Kaplan e Rodrik, 2001).

No caso da China, em 1996 foi adotada a livre conversibilidade das transações correntes, mas a movimentação de capitais foi objeto de limitada liberalização. Ainda vigoram restrições: i) de acesso ao mercado doméstico pelos investidores estrangeiros; ii) aos investimentos externos de residentes; iii) sobre empréstimos externos; e iv) sobre investimento direto no exterior. As medidas tomadas pelo governo chinês favorecem os fluxos de capitais de longo prazo e os investimentos diretos, que respondem por 98% da conta de capitais entre 1990 e 1996. Acredita-se, entre outros fatores, que a ampla predominância do fluxo de capitais de longo prazo explica a menor vulnerabilidade da economia chinesa a choques externos (Modenesi e Modenesi, 2006).

Por fim, desde 1991 a Índia vem promovendo reformas econômicas de cunho liberalizante. Inicia-se um processo gradual e cauteloso de liberalização dos fluxos de capitais externos, que historicamente foram controlados por medidas administrativas<sup>38</sup>. Não obstante, passado as reformas da década de 1990 ainda restou um cenário onde as restrições sobre a entrada de capitais foram levemente afrouxadas, estimularam-se os investimentos diretos estrangeiros e desestimularam-se as entradas de capitais de curto prazo. Também no caso da Índia, os efeitos da crise asiática parecem ter sido amenizados pela menor vulnerabilidade a choques externos, propiciada por sua política de controle de capitais, centrada no alongamento do prazo das aplicações de recursos externos (Modenesi e Modenesi, 2006).

À luz do exposto nesta seção, a adoção de controles coibindo o ingresso excessivo de capitais de curto prazo pode ser um caminho para a economia brasileira resolver a questão da elevação de sua fragilidade externa minskiana, estudada no capítulo 3. Adicionalmente, isso aumentaria os graus de liberdade para a prática de uma política econômica mais autônoma. Muito embora os partidários da ortodoxia compartilhem a visão de que os custos de implementação

---

<sup>38</sup> Ver Ariyoshi *et alli* (2000) para maiores detalhes.

de controles, na forma de perda de bem-estar com a limitação do acesso ao mercado externo de capitais, sejam superiores aos benefícios, o fato é que não há estudo empírico mostrando que os países que adotam controles crescem menos. Pelo contrário, os países emergentes que enveredaram para esse caminho (Chile, China, Índia e Malásia) estão entre os que mais crescem na economia mundial. Ademais, como constatam Carvalho e Sicsú (2006), apesar da precariedade da base de dados em que os estudos empíricos sobre a relação liberalização/crescimento se apóiam, as evidências são muito menos favoráveis à remoção de controles do que seus porta-vozes fazem crer.

## Conclusão

Posto que no espectro de uma economia monetária de produção, caracterizada pela coexistência de tempo histórico, incerteza e moeda, o sistema bancário tem a capacidade de criar e destruir meios de pagamentos ao decidir por sua própria função de preferência pela liquidez, isso faz com que a oferta de moeda se torne endógena, injetando mais um elemento de vulnerabilidade na economia. Entendendo o investimento como a causa fundamental das flutuações econômicas, devido a seu caráter de alta volatilidade, o estado de expectativas vigente tem impacto direto na concessão de *finance* e *funding*, o que, por seu turno, influenciará no nível de investimento, caracterizando ciclos de expansão e contração da atividade econômica. Assim sendo, na ótica pós-keynesiana a esfera monetária funciona como limitadora da expansão econômica e esse processo se dá a reboque dos ciclos de liquidez.

Nesse sentido, a hipótese de fragilidade financeira de Minsky explica bem esse movimento cíclico pelo qual passa a economia, alternando entre momentos de otimismo com a conseqüente expansão da liquidez e momentos de pessimismo acompanhados da retração da mesma. De certa forma esse ciclo de liquidez minskiano vem se repetindo também nesta segunda fase o Plano Real, o período de câmbio flutuante que se iniciou em 1999. À luz do índice de fragilidade externa de Paula e Alves Jr. (2000), foi mostrado nessa dissertação que a economia brasileira vem continuamente tomando um caminho mais *speculative* desde o início de 2004. Isso se deve, entre outros fatores, ao persistente ingresso líquido de capitais de curto prazo e em portfólio, atraídos pelo diferencial de taxa de juros aliado ao momento de elevada liquidez internacional. Dado que as economias periféricas tendem a seguir e absorver a disposição do sistema financeiro internacional em estender empréstimos e aceitar financiar projetos sujeitos a um risco maior, o resultado disso é que essas economias apresentam ciclos reflexos em que o desenvolvimento está condicionado aos ciclos de liquidez internacional.

Assim tem sido o comportamento da economia brasileira também nesta segunda fase do Plano Real, o período de câmbio flutuante.

Após o *boom* nos ingressos de capitais de curto prazo e em portfólio que foi verificado na economia brasileira entre 1994 e 1998, houve um período de retração e elevação das incertezas, entre 1999 e 2003, período esse marcado pelo desencadeamento de sucessivas crises financeiras nos países da periferia (leste asiático, Rússia, Argentina e Brasil) e saída líquida de capitais em direção aos países do centro. Não obstante, desde 2004 esse movimento pendular tornou a assumir a ponta otimista, com os capitais de curto prazo e em portfólio retomando o sentido de ingresso.

Tudo isso somado, chega-se à conclusão de que em que pese o forte incremento verificado no saldo comercial brasileiro nos últimos anos, contribuindo para o ajuste efetuado nas contas externas e em tese ajudando a diminuir a fragilidade externa da economia medida pelo índice EFI, o paralelo ingresso de capitais voláteis foi ainda mais relevante no período, exaurindo esses ganhos. Portanto, a economia brasileira vem caminhando num sentido mais *speculative*, nos termos propostos por Minsky, momento este que é mascarado pela presente fase de elevada liquidez internacional e desenvolvimento econômico subordinado ao atual período de *feast*. Esse diagnóstico é capturado pela elevação do EFI que vem sendo observado desde 2004. Num cenário futuro de reversão no sentimento do mercado e retomada do movimento de contração da liquidez internacional, com os fluxos de capitais partindo para destinos mais seguros (os países do centro) iniciando uma nova fase de *famine*, a economia brasileira estará numa posição mais vulnerável caso essa nítida tendência de atração de capitais voláteis não seja contida.

Para tanto, diversos autores sugerem a adoção de alguma forma de controle de capitais, que no sentido mais amplo pode ser tanto de entrada quanto de saída. Muito embora a corrente de pensamento ortodoxa refute a adoção de

controles, sob o argumento de que eles são ineficientes e causam ruídos desnecessários na economia, pelo outro lado os estudos empíricos são inconclusivos ao tentarem comprovar que a integração financeira (abertura da conta de capitais) fomenta o desenvolvimento econômico. De qualquer forma, o debate permanece em aberto e a experiência prática mostra que alguns países, e.g. Chile e Malásia, obtiveram êxito ao adotar alguma forma de controle com o intuito de conter o movimento de capitais especulativos.

Fazendo a ponte entre o lado financeiro e o lado real da economia, esse contínuo ingresso de capitais voláteis, somado ao elevado saldo comercial, tem provocado um processo de valorização cambial contínuo da moeda doméstica em relação às moedas dos países centrais, o que tem causado distorções na pauta de exportações brasileira. Os produtos básicos, de menor valor agregado, vêm ganhando terreno em detrimento dos manufaturados, de maior valor agregado. Esta constatação é de certa forma atenuada, não acarretando em maiores desajustes na balança comercial, dado o atual momento de alta nos preços das *commodities*, em especial minério de ferro e soja, impulsionados pela demanda aquecida da economia chinesa por produtos básicos. Desconsiderando-se esse efeito China, a sobrevalorização da moeda doméstica pode refletir em deterioração do saldo comercial, o que, por sua parte, implicará em elevação da fragilidade externa, mensurada pelo EFI, deslocando a economia para uma posição ainda mais *speculative* à luz da hipótese de fragilidade financeira de Minsky.





## Anexo II - Balanço de Pagamentos

Fonte: Banco Central do Brasil - Séries Temporais

US\$ milhões

Discriminação	1991				1992			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	3481	3712	1822	1565	3213	3826	4260	3940
Exportação de bens	7812	8746	7435	7627	7844	8551	9482	9916
Importação de bens	-4330	-5034	-5614	-6062	-4631	-4725	-5222	-5976
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-3751	-3118	-3679	-2994	-2843	-2012	-4158	-2324
Serviços	-822	-982	-1058	-938	-407	-756	-1016	-1005
Receita	819	855	777	845	1090	999	1019	971
Despesa	-1641	-1837	-1835	-1784	-1497	-1756	-2035	-1977
Rendas	-2929	-2137	-2622	-2056	-2436	-1255	-3142	-1319
Receita	199	229	238	238	267	253	266	329
Despesa	-3127	-2366	-2860	-2294	-2704	-1508	-3408	-1648
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	305	390	379	481	881	624	351	351
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	35	984	-1479	-948	1252	2438	452	1967
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	-1072	50	-1501	2686	6241	2787	638	281
Conta capital <sup>1/</sup>	0	0	0	0	1	5	13	19
Conta financeira	-1072	50	-1501	2686	6240	2783	625	263
Investimento direto	331	98	-196	-146	846	331	328	419
Investimento brasileiro direto	-97	-145	-340	-433	-39	-5	-22	-71
Participação no capital	-97	-145	-340	-433	-39	-5	-22	-71
Empréstimo intercompanhia	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento estrangeiro direto	428	243	144	288	885	336	350	490
Participação no capital	375	172	137	288	819	273	169	319
Empréstimo intercompanhia	52	71	8	-1	66	63	181	171
Investimentos em carteira	521	660	1132	1495	2313	3172	878	8103
Investimento brasileiro em carteira	0	0	0	0	0	0	0	0
Ações de companhias estrangeiras	0	0	0	0	0	0	0	0
Títulos de renda fixa	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento estrangeiro em carteira	521	660	1132	1495	2313	3172	878	8103
Ações de companhias brasileiras	82	123	197	176	755	615	157	177
Títulos de renda fixa	439	537	935	1319	1558	2557	721	7926
Derivativos	1	1	0	1	0	1	1	0
Ativos	1	1	0	1	0	1	1	0
Passivos	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros investimentos	-1924	-709	-2438	1335	3081	-722	-581	-8260
Outros investimentos brasileiros	-2716	439	-2184	1212	230	-157	-301	257
Outros investimentos estrangeiros	792	-1147	-254	123	2851	-564	-280	-8516
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	-68	737	580	-373	298	-623	-743	-318
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	-1104	1771	-2400	1364	7791	4602	347	1930

1/ Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	1993				1994			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	3981	3144	3042	3132	2828	3949	4251	-562
Exportação de bens	9211	9151	10371	9822	8876	11225	12182	11262
Importação de bens	-5231	-6007	-7329	-6690	-6048	-7276	-7931	-11824
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-4475	-3403	-3581	-4118	-3094	-3532	-2947	-5119
Serviços	-930	-1426	-1700	-1190	-1087	-1282	-1348	-1939
Receita	927	815	1011	1202	1107	1012	1180	1093
Despesa	-1857	-2241	-2711	-2391	-2194	-2295	-2528	-3032
Rendas	-3545	-1976	-1881	-2928	-2006	-2250	-1599	-3180
Receita	342	352	284	330	422	545	562	731
Despesa	-3888	-2328	-2165	-3258	-2429	-2795	-2161	-3911
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	324	361	401	516	598	573	672	572
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-170	102	-138	-470	332	990	1976	-5110
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	-1171	1937	3602	6127	5888	4235	-1193	-237
Conta capital <sup>II</sup>	16	16	22	29	33	36	43	62
Conta financeira	-1187	1921	3580	6098	5855	4198	-1237	-298
Investimento direto	130	185	270	213	474	477	298	211
Investimento brasileiro direto	-231	-89	-2	-170	-69	-133	-116	-372
Participação no capital	-231	-89	-2	-170	-69	-133	-116	-372
Empréstimo intercompanhia	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento estrangeiro direto	361	275	272	383	543	609	414	583
Participação no capital	218	146	118	231	546	580	395	452
Empréstimo intercompanhia	142	129	155	152	-3	30	20	132
Investimentos em carteira	806	3029	2660	5829	4259	42402	1660	2322
Investimento brasileiro em carteira	-308	-66	-132	-98	18	-2929	-121	-373
Ações de companhias estrangeiras	-308	-70	-128	-96	7	-129	-110	-116
Títulos de renda fixa	0	3	-4	-3	11	-2800	-11	-258
Investimento estrangeiro em carteira	1114	3095	2792	5927	4240	45331	1780	2695
Ações de companhias brasileiras	620	788	1434	3809	2825	2870	338	1246
Títulos de renda fixa	494	2307	1359	2119	1415	42461	1442	1449
Derivativos	0	2	2	1	0	1	1	-29
Ativos	0	3	2	2	1	1	1	1
Passivos	0	0	0	0	-1	-1	0	-29
Outros investimentos	-2123	-1295	647	55	1123	-38681	-3196	-2802
Outros investimentos brasileiros	-1403	-984	-394	-2623	-2860	-2967	-1072	-6111
Outros investimentos estrangeiros	-720	-311	1041	2678	3982	-35714	-2124	3308
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	-102	37	-1059	14	588	-659	-277	683
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	-1443	2076	2405	5671	6808	4566	505	-4663

II Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	1995				1996			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	-2287	-1939	577	183	-465	126	-1262	-3998
Exportação de bens	9731	11719	12729	12328	10286	12617	12955	11889
Importação de bens	-12018	-13657	-12152	-12145	-10751	-12491	-14217	-15887
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-4150	-5725	-3833	-4832	-3748	-4977	-5058	-6566
Serviços	-1570	-1917	-2098	-1898	-1566	-2067	-2550	-2498
Receita	1193	1246	1202	1287	1193	1025	1292	1528
Despesa	-2764	-3163	-3300	-3186	-2759	-3092	-3842	-4026
Rendas	-2580	-3808	-1735	-2934	-2183	-2909	-2508	-4069
Receita	788	751	728	1103	1102	1552	1206	1375
Despesa	-3368	-4559	-2463	-4037	-3285	-4462	-3713	-5444
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	806	1100	912	804	775	636	538	497
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-5631	-6563	-2344	-3846	-3439	-4214	-5782	-10067
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	137	5401	16634	6924	8664	8219	4564	12521
Conta capital <sup>II</sup>	71	83	104	93	90	95	103	166
Conta financeira	65	5318	16530	6830	8574	8124	4461	12355
Investimento direto	340	717	887	1365	2977	3624	1139	3520
Investimento brasileiro direto	-198	-295	-571	-31	1353	-107	-333	-443
Participação no capital	-198	-295	-571	-31	1353	-107	-333	-443
Empréstimo intercompanhia	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento estrangeiro direto	538	1012	1458	1397	1625	3731	1472	3964
Participação no capital	765	946	1266	1261	1446	3382	1357	3709
Empréstimo intercompanhia	-227	66	192	136	179	350	115	255
Investimentos em carteira	-3636	3451	7112	2291	4258	5281	3646	8433
Investimento brasileiro em carteira	-293	-209	-101	-553	-208	-63	-95	-37
Ações de companhias estrangeiras	-48	-113	0	-83	-187	-29	-26	-29
Títulos de renda fixa	-245	-96	-100	-470	-22	-34	-69	-8
Investimento estrangeiro em carteira	-3343	3660	7212	2844	4466	5344	3741	8471
Ações de companhias brasileiras	-2592	1214	3813	807	1930	1002	1283	1930
Títulos de renda fixa	-751	2445	3399	2036	2536	4342	2458	6540
Derivativos	2	32	-18	1	-17	-11	-13	2
Ativos	7	54	203	17	41	10	30	18
Passivos	-4	-22	-221	-16	-57	-21	-43	-16
Outros investimentos	3359	1119	8549	3174	1355	-770	-312	399
Outros investimentos brasileiros	-253	-1856	2959	-2668	-1985	-4518	-756	-3057
Outros investimentos estrangeiros	3613	2975	5590	5842	3340	3749	444	3456
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	434	705	1248	-179	-1214	209	91	-886
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	-5060	-458	15538	2899	4012	4214	-1127	1568

II Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	1997				1998			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	-832	-1332	-1686	-2903	-1838	11	-1775	-2972
Exportação de bens	10657	14132	14902	13303	11907	14075	13494	11664
Importação de bens	-11489	-15464	-16588	-16206	-13745	-14064	-15269	-14636
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-4322	-6893	-5930	-8377	-4631	-7686	-7248	-8735
Serviços	-2055	-2604	-2952	-3034	-2233	-2272	-2918	-2688
Receita	1519	1626	1762	1968	2019	1889	2020	1969
Despesa	-3574	-4231	-4714	-5003	-4252	-4161	-4938	-4657
Rendas	-2267	-4289	-2978	-5342	-2398	-5413	-4330	-6048
Receita	1152	1533	1359	1115	1171	1207	1237	984
Despesa	-3419	-5822	-4337	-6457	-3568	-6620	-5567	-7032
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	499	454	414	456	360	330	368	400
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-4655	-7771	-7202	-10824	-6108	-7345	-8655	-11307
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	5145	8234	10738	1684	23510	13330	-16676	9538
Conta capital <sup>II</sup>	114	97	90	92	98	88	122	13
Conta financeira	5031	8137	10648	1592	23413	13242	-16798	9525
Investimento direto	2897	4375	4565	6041	3780	6003	8336	7882
Investimento brasileiro direto	-122	-394	-272	-328	-178	-292	-1654	-729
Participação no capital	-122	-394	-272	-328	-178	-292	-1654	-729
Empréstimo intercompanhia	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento estrangeiro direto	3019	4769	4837	6368	3959	6295	9990	8612
Participação no capital	2908	4513	4246	5150	2580	5677	9379	7842
Empréstimo intercompanhia	112	255	590	1218	1379	618	611	770
Investimentos em carteira	4390	5828	6194	-3797	12483	9333	-7382	3691
Investimento brasileiro em carteira	-61	477	34	1257	3	-74	-1061	674
Ações de companhias estrangeiras	-24	-153	-30	-154	-7	1	51	-25
Títulos de renda fixa	-37	630	64	1411	11	-75	-1112	699
Investimento estrangeiro em carteira	4451	5351	6160	-5054	12480	9407	-6321	3016
Ações de companhias brasileiras	3030	3584	2046	-1790	3800	909	-2780	-934
Títulos de renda fixa	1421	1766	414	-3264	8680	8498	-3541	3950
Derivativos	-28	-48	-33	-143	-44	-66	-339	-10
Ativos	28	27	73	37	49	59	37	112
Passivos	-56	-75	-106	-180	-94	-125	-376	-122
Outros investimentos	-2228	-2017	-78	-509	7193	-2027	-17413	-2038
Outros investimentos brasileiros	-1499	-481	339	-345	-1540	-780	-7792	-1281
Outros investimentos estrangeiros	-729	-1536	-417	-164	8733	-1247	-9621	-758
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	-1399	-1699	902	-1058	-950	-3702	82	314
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	-910	-1237	4438	-10198	16451	2283	-25249	-1455

II Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	1999				2000			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	-816	200	-150	-433	-19	804	-110	-1374
Exportação de bens	10045	12406	12581	12979	12048	14105	15246	13687
Importação de bens	-10861	-12206	-12731	-13412	-12067	-13300	-15356	-15061
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-5151	-7728	-5180	-7767	-4315	-8184	-4616	-7932
Serviços	-1172	-1831	-1902	-2072	-1373	-1818	-1579	-2391
Receita	1783	1527	1764	2120	2107	2162	2845	2384
Despesa	-2955	-3358	-3666	-4192	-3481	-3980	-4424	-4775
Rendas	-3978	-5897	-3278	-5695	-2942	-6366	-3037	-5541
Receita	712	870	881	1472	1152	723	952	793
Despesa	-4690	-6767	-4158	-7167	-4094	-7089	-3990	-6334
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	479	415	400	395	348	387	362	424
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-5487	-7113	-4930	-7805	-3986	-6993	-4364	-8882
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	-5155	15651	6007	817	8382	-5102	7529	8517
Conta capital <sup>II</sup>	122	74	76	67	73	71	64	64
Conta financeira	-5277	15577	5931	750	8309	-5173	7465	8452
Investimento direto	7026	5287	8754	5820	6644	6034	8236	9584
Investimento brasileiro direto	-596	-381	-226	-488	-322	-406	-990	-564
Participação no capital	-219	-270	-249	-372	-300	-237	-747	-470
Empréstimo intercompanhia	-377	-111	24	-116	-22	-169	-243	-94
Investimento estrangeiro direto	7622	5668	8980	6308	6965	6440	9226	10148
Participação no capital	7638	5315	9626	7403	6544	5994	8365	9113
Empréstimo intercompanhia	-16	353	-646	-1096	421	446	861	1035
Investimentos em carteira	-7474	6277	359	4640	3209	1135	2139	472
Investimento brasileiro em carteira	-454	857	128	-272	-141	-117	-1580	142
Ações de companhias estrangeiras	-87	-19	-46	-712	-59	-246	-1619	-30
Títulos de renda fixa	-367	877	174	440	-82	129	39	173
Investimento estrangeiro em carteira	-7020	5420	231	4912	3350	1252	3719	330
Ações de companhias brasileiras	250	1771	87	463	247	1336	1452	41
Títulos de renda fixa	-7270	3649	143	4448	3103	-84	2266	289
Derivativos	-101	-24	58	-21	-39	6	-108	-56
Ativos	197	166	110	169	43	50	31	261
Passivos	-298	-190	-52	-190	-82	-43	-139	-318
Outros investimentos	-4729	4037	-3240	-9689	-1505	-12349	-2801	-1547
Outros investimentos brasileiros	-247	-236	-768	-3145	414	-974	116	-2546
Outros investimentos estrangeiros	-4482	4274	-2472	-6543	-1919	-11375	-2917	998
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	147	-957	153	851	-1249	1177	843	1866
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	-10495	7580	1230	-6137	3148	-10917	4008	1501

II Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	2001				2002			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	-678	611	1332	1386	1027	1558	5266	5269
Exportação de bens	13788	15139	15447	13849	11891	13161	18466	16844
Importação de bens	-14467	-14527	-14115	-12463	-10863	-11603	-13200	-11575
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-6379	-7674	-5830	-7620	-4641	-7262	-4968	-6277
Serviços	-1852	-2195	-1971	-1741	-1091	-1545	-1225	-1096
Receita	2491	2278	2040	2513	2596	2159	2314	2483
Despesa	-4342	-4474	-4011	-4254	-3686	-3704	-3540	-3579
Rendas	-4527	-5479	-3859	-5878	-3550	-5716	-3742	-5181
Receita	823	1019	733	705	885	517	921	974
Despesa	-5350	-6497	-4592	-6583	-4435	-6233	-4663	-6155
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	389	389	406	453	366	557	699	768
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-6668	-6673	-4093	-5781	-3248	-5146	997	-240
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	7915	9814	7619	1705	4686	9423	-4494	-1610
Conta capital <sup>II</sup>	76	68	76	-256	76	99	137	121
Conta financeira	7839	9746	7543	1961	4610	9324	-4631	-1731
Investimento direto	4617	7465	5068	7564	4192	4416	1785	3716
Investimento brasileiro direto	-120	2303	-313	388	-526	-507	-1264	-185
Participação no capital	-106	2436	-272	-305	-556	-587	-1104	-155
Empréstimo intercompanhia	-14	-133	-41	693	30	80	-160	-30
Investimento estrangeiro direto	4738	5163	5381	7176	4719	4922	3048	3901
Participação no capital	4089	3659	4819	6198	4116	5009	4700	3293
Empréstimo intercompanhia	649	1504	561	978	603	-87	-1652	608
Investimentos em carteira	2484	-716	1678	-3369	2447	-1543	-3778	-2245
Investimento brasileiro em carteira	-398	78	-480	5	-213	-119	-55	65
Ações de companhias estrangeiras	-377	-233	-310	-201	-206	-71	-99	-13
Títulos de renda fixa	-20	310	-170	206	-7	-48	44	79
Investimento estrangeiro em carteira	2882	-794	2158	-3374	2660	-1424	-3723	-2310
Ações de companhias brasileiras	889	1003	557	32	1247	755	-768	747
Títulos de renda fixa	1992	-1797	1602	-3406	1414	-2179	-2955	-3057
Derivativos	-110	-190	-41	-130	-275	-93	52	-41
Ativos	220	53	73	220	254	117	403	159
Passivos	-330	-243	-114	-350	-529	-210	-351	-199
Outros investimentos	848	3186	837	-2105	-1755	6544	-2690	-3161
Outros investimentos brasileiros	72	-2189	-3564	-905	289	-1250	-1280	-970
Outros investimentos estrangeiros	775	5375	4402	-1200	-2044	7793	-1409	-2191
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	545	-6	-1543	473	-302	-45	237	44
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	1792	3135	1984	-3603	1136	4232	-3260	-1806

II Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	2003				2004			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Balança comercial (fob)</b>	3805	6593	7392	7004	6125	8862	10066	8588
Exportação de bens	15045	17957	19788	20294	19448	23858	26972	26197
Importação de bens	-11240	-11364	-12396	-13290	-13324	-14996	-16906	-17609
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-4258	-6770	-4956	-7500	-5226	-6966	-5545	-7460
Serviços	-760	-1466	-1414	-1291	-634	-1191	-1366	-1487
Receita	2615	2372	2488	2972	3118	2899	2922	3645
Despesa	-3375	-3838	-3902	-4262	-3751	-4090	-4288	-5132
Rendas	-3497	-5304	-3542	-6209	-4592	-5775	-4180	-5973
Receita	921	653	903	862	760	779	674	986
Despesa	-4418	-5957	-4445	-7071	-5352	-6555	-4854	-6959
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	616	611	879	760	738	845	772	880
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	163	435	3315	265	1638	2741	5292	2008
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	4157	4969	919	-4933	1346	-3243	-5227	-399
Conta capital <sup>II</sup>	93	116	131	158	199	216	-206	161
Conta financeira	4064	4853	787	-5091	1146	-3459	-5021	-560
Investimento direto	1281	1563	3399	3651	2402	821	206	4910
Investimento brasileiro direto	-696	40	433	-26	-332	-488	-8115	-872
Participação no capital	-706	31	620	-7	-335	-440	-5249	-616
Empréstimo intercompanhia	10	9	-187	-20	4	-48	-2866	-256
Investimento estrangeiro direto	1977	1523	2966	3677	2734	1309	8321	5782
Participação no capital	1510	1805	2723	3283	3127	1433	8722	5288
Empréstimo intercompanhia	467	-281	243	394	-393	-124	-401	494
Investimentos em carteira	999	2902	-252	1659	2385	-6086	-527	-522
Investimento brasileiro em carteira	-81	-13	93	180	-69	-475	-19	-192
Ações de companhias estrangeiras	-50	-117	-60	-31	-11	-14	-43	-53
Títulos de renda fixa	-31	104	153	211	-58	-461	24	-138
Investimento estrangeiro em carteira	1080	2915	-345	1479	2454	-5611	-508	-331
Ações de companhias brasileiras	140	498	786	1548	824	-10	-132	1398
Títulos de renda fixa	940	2417	-1131	-70	1630	-5602	-376	-1729
Derivativos	-19	-52	-109	29	51	-291	-294	-143
Ativos	110	280	40	253	159	-84	227	165
Passivos	-129	-332	-149	-224	-108	-207	-522	-308
Outros investimentos	1802	441	-2251	-10430	-3692	2096	-4406	-4805
Outros investimentos brasileiros	-679	-948	-1668	-6457	-971	2320	-703	-2731
Outros investimentos estrangeiros	2481	1389	-582	-3973	-2721	-224	-3703	-2074
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	-334	-420	-49	10	-357	-778	-821	45
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	3986	4983	4185	-4658	2626	-1280	-756	1654

II Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Discriminação	2005				2006		
	I	II	III	IV	I	II	III
<b>Balança comercial (fob)</b>	8305	11354	12982	12108	9254	10148	14572
Exportação de bens	24451	29226	33042	31589	29387	31513	39811
Importação de bens	-16147	-17872	-20060	-19481	-20133	-21365	-25239
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-6482	-9602	-8140	-9890	-8670	-10078	-8305
Serviços	-1171	-2384	-2140	-2450	-1745	-2440	-2800
Receita	3948	3565	3897	4685	4774	4421	4847
Despesa	-5120	-5949	-6037	-7135	-6519	-6860	-7647
Rendas	-5310	-7217	-5999	-7440	-6925	-7638	-5505
Receita	750	859	756	830	1327	2317	1382
Despesa	-6060	-8076	-6755	-8270	-8252	-9955	-6886
<b>Transferências unilaterais correntes</b>	838	845	916	959	943	1096	1175
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	2661	2597	5757	3177	1527	1167	7442
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	7781	-3279	-8316	-5780	4255	1820	3469
Conta capital <sup>1/</sup>	179	220	189	75	193	236	194
Conta financeira	7602	-3499	-8505	-5855	4061	1584	3274
Investimento direto	2546	4186	2539	3278	826	2057	1217
Investimento brasileiro direto	-897	-885	-611	-124	-3131	-1371	-3303
Participação no capital	-898	-949	-576	-271	-3086	-1438	-1851
Empréstimo intercompanhia	1	64	-35	147	-45	67	-1452
Investimento estrangeiro direto	3443	5071	3151	3402	3957	3429	4520
Participação no capital	1617	4433	4992	4002	2621	2755	3148
Empréstimo intercompanhia	1826	638	-1842	-601	1337	673	1373
Investimentos em carteira	5817	-1316	-153	537	6639	-7359	3215
Investimento brasileiro em carteira	-33	-1011	-452	-275	376	659	-230
Ações de companhias estrangeiras	-12	-695	-88	-35	-72	-315	-154
Títulos de renda fixa	-21	-315	-364	-240	447	974	-76
Investimento estrangeiro em carteira	5850	-305	299	812	6264	-8017	3445
Ações de companhias brasileiras	2563	-53	2197	1744	2643	1497	606
Títulos de renda fixa	3287	-252	-1898	-832	3621	-9515	2839
Derivativos	92	98	-28	-201	174	44	17
Ativos	142	221	79	67	159	111	100
Passivos	-50	-123	-107	-268	15	-67	-83
Outros investimentos	-852	-6467	-10862	-9468	-3579	6840	-1175
Outros investimentos brasileiros	-326	829	-6850	1312	-5437	2699	-3408
Outros investimentos estrangeiros	-526	-7297	-4012	-10781	1858	4142	2232
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	-49	-80	49	-200	3	-611	-604
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	10394	-762	-2509	-2803	5785	2375	10307

1/ Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.



## Referências Bibliográficas

Alesina, A. *et alli* (1994). “The Political Economy of Capital Controls” in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press.

Amado, A.M. “Controle de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana.” *In: Sicsú, J e Ferrari Filho, F. Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006.

Amado, A. M. (2000). Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. *Ensaio FEE*, v.21, n. 1

Amado, A.M. e Resende, M.F.C. (2005). Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina. *Anais do XXX Encontro Nacional de Economia*, Natal: ANPEC.

Arida, P. (2004) Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro. Mimeo.

Arida, P. (2003a) “Ainda a conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, vol.23,n.3: 135-142, jul/set.

Arida, P. (2003b) “Por uma moeda plenamente conversível”. *Revista de Economia Política*, vol.23,n.3: 151-154, jul/set.

Arestis, P. e Glickman, M. (2002). *Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way*. In *Cambridge Journal of Economics*, v. 26, pp. 237-260.

Bahry, T. R. e Porcile, G. (2004). Os Ciclos de Endividamento da Economia Brasileira no Período 1968-1999. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 1, pp. 5-32.

BCB (1999). Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

\_\_\_\_\_. 2000. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

\_\_\_\_\_. 2001. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

\_\_\_\_\_. 2002. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

\_\_\_\_\_. 2003. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

Belluzo, L.G. (1995). “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados”. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4, pp. 11-20.

Belluzo, L.G. e Carneiro, R. (2004) “O Mito da Conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, vol.24,n.2: 218-222, abr./jun.

Bielschowsky, R. (2006). *Vigencia de los aportes de Celso Furtado al estructuralismo*. In *Revista de la Cepal*, n. 88, pp.7-15: Santiago de Chile.

Bresser-Pereira, L.C. (2003) “O Segundo Consenso de Washington e a Quase-Estagnação da Economia Brasileira”. *Revista de Economia Política*, vol.23,n.3: jul/set.

Carvalho, F.C. (2006). “Controles de capitais: uma agenda de pesquisa” In: Sicsú, J e Ferrari Filho, F. *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006.

Carvalho, F.C. (1993). Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. In *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3, pp. 114-121: São Paulo.

Carvalho, F.C. (1992). “Moeda, Produção e Acumulação: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana.” In: Silva, M.L.F. *Moeda e Produção: Teorias Comparadas*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1992.

Carvalho, F.C. e Sicsú, J. (2006). “Controvérsias recentes sobre controles de capitais” In: Sicsú, J e Ferrari Filho, F. *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006.

Carvalho, F.C. e Sicsú, J. (2004). Teorias e Experiências de Controles dos Fluxos de Capitais: focando o caso da Malásia. *Texto para Discussão*. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro.

Chanda, A. (2000). “The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?” Working Paper, North Carolina State University

Chick, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes*. Cambridge: MIT Press.

Cunha, A.M. (2006) “Estratégias periféricas sessenta anos depois do acordo de Bretton Woods”. *Revista de Economia Política*, vol.26,n.4: 483-501, out./dez.

Davidson, P. (1998). The case for regulating international capital flows, trabalho apresentado no Seminário sobre a Regulação de Capitais, Social Market Foundation, Londres, 17/11/1998.

Davidson, P. (1992). *International Money and the Real World*. New York: St. Martin's Press.

Dooley, M. P. *et alli* (2003). "An Essay on the Revived Bretton Woods System". Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (*NBER Working Paper n. 9971*).

Dornbusch, R. "Capital controls: an idea whose time is past". *Essays in International Finance*, Princeton, n.207.

Dow, S.C. (1993). *Money and the Economic Process*. Edward Elgar Publishing, July 1993.

Dow, S.C. (1985). *Macroeconomic Thought: A Methodological Approach*. Oxford: Blackwell/Oxford.

Edison, H. *et alli* (2002). *Capital Account Liberalization and Economic Performance: a review of the literature*. IMF Working Paper 02/120. Washington, DC: International Monetary Fund.

Edison, H. *et alli* (2002b). *International Financial Integration and Economic Growth*. IMF Working Paper 02/145. Washington, DC: International Monetary Fund.

Edwards, S. (2001) "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper n.8076. Cambridge, Massachusetts.

Ferrari, F.F. *et alli* (2005). "Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real". *Revista de Economia Política*, vol.25,n.1: 133-151, jan./mar.

Fischer, S. (1998) "Capital account liberalization and the role of the IMF". *Essays in International Finance n.207*, pp. 1-10, Princeton.

Garcia, M.G.P. (2005). "Dívida Externa em Real". Em: [www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/051007%20Dívida%20Externa%20em%20Real.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/051007%20Dívida%20Externa%20em%20Real.pdf)

Giambiagi, F. (2005). *Rompendo com a Ruptura: o governo Lula (2003-2004)*. In: Giambiagi, F., Villela, A. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005.

Gottschalk, R. e Prates, D. (2006) "East Asia's Growing Demand for Primary Commodities - Macroeconomic Challenges for Latin America". G-24 Discussion Paper n. 39, United Nations Conference on Trade and Development - UNCTAD.

Greenville, S. (2000). "Exchange rate regimes for emerging markets". *Reserve Bank of Australia Bulletin*: 53-63, novembro.

Grilli, V. e Milesi-Ferretti, G.M. (1995) *Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls*. Staff Papers, IMF, vol.42, September, pp.517-51

Hausmann, R. *et al.* (1999) *Financial Turmoil and the Crises of Exchange Rate Regimes*. Washington: Banco Interamericano de Desenvolvimento. IADB Working Paper n. 400.

Honohan, P., Stiglitz, J. “Robust financial restraint”. In: Caprio, G., Honohan, P., Stiglitz, J. (orgs.). *Financial Liberalization, How Far, How Fast*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.

IMF (2001). *World Economic Outlook*, October. Washington: International Monetary Fund.

Kaplan, E. e Rodrik, D. (2001). Did the Malaysian Capital Controls Work? In *NBER Working Paper* 8142: [www.nber.org](http://www.nber.org)

Keynes, J.M. (1985). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural.

Keynes, J.M. (1973). *The general theory: part I – preparation*. Cambridge: Macmillan. v.14. (The collected writings of John Maynard Keynes).

Keynes, J.M. (1971). *A Treatise on Money*, vol.2. Cambridge: Macmillan. v.6. (The collected writings of John Maynard Keynes).

Keynes, J.M. (1937). The general theory of employment. *Quarterly Journal of Economics*, n.51, feb.

Kregel, J. (1998). *Minsky and Asia: ‘It’ Did Happen Again*. Paper presented at the International Conference on The Legacy of Hyman Minsky, University of Bergamo (Department of Economics), Bergamo, Italy, 10-12 December.

Kindleberger, C.H. (2000). *Manias, pânico e crashes*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.

Kraay, A. (1998). *In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth*". Boston: Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University.

López, J. (1997). Mexico’s Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility. *BNL Quarterly Review*, n. 201, June 1997.

MDIC (2006). Boletim Balança Comercial Mensal. Em: [www.desenvolvimento.gov.br](http://www.desenvolvimento.gov.br)

Medeiros, C.A.. (2006). “A China como um duplo pólo na economia mundial e a recentralização da economia asiática”. *Revista de Economia Política*, vol.26,n.3: 364-380, jul/set.

Minsky, H.P. (1994). *Integração financeira e política monetária*. *Economia e Sociedade*, n.3: 21-36, dez.

Minsky, H.P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.

Minsky, H.P. (1982). *Inflation, Recession and Economic Policy*. M. E. Sharpe, New York.

Minsky, H.P. (1982b). “The Financial Instability Hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy”. In Kindleberger and Laffargue (orgs.) – “Financial Crises”, Cambridge, 1982.

Modenesi, A.M. e Modenesi, R.L. (2006). “Controle de capitais: uma proposta de esquerda?” In: Sicsú, J e Ferrari Filho, F. *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006.

Moggridge, D. (Org.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres: MacMillan, 1980. v.25

Mollo, M.L.R. (1988). Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e o Papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. In *Revista de Economia Política*, v.8, n.1, jan-mar, pp. 100-123: São Paulo.

Mollo, M.L.R. e Amado, A.M. “Liberalização e financeirização das economias: a teoria da preferência pela liquidez e a necessidade de controles regulatórios.” In: Ferrari Filho, F. (org.) *Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e a teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

Mussa, M. (2000). “Factors Driving Global Economic Integration”, paper to be presented in Jackson Hole, Wyoming at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City on “Global Opportunities and Challenges,” August 25, 2000.

Neely, C.J. (1999). An Introduction to Capital Controls. In *Federal Reserve Bank of St. Louis*, November, pp. 13-30: St. Louis.

Newbery, D. “Missing markets: consequences and remedies”. In Hahn, F. (Org.). *The Economics of Missing Markets, Information and Games*. Oxford: Oxford University Press, 1989.

Nohara, J.J. (1997). Crise Financeira: antigas e novas abordagens. In *Revista de Economia Política*, v.17, n.1, janeiro-março, pp. 20-39: São Paulo.

Ocampo, J.A. (2001) *International Asymmetries and the Design of the International Financial System*. Santiago, Chile: Cepal, abr. (Series Temas de Coyuntura n. 15).

Oreiro, J.L. (2006). “Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais” In: Sicsú, J e Ferrari Filho, F. *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006.

Oreiro, J.L. *et alli* (1997). Por uma Moeda Parcialmente Conversível: Uma Crítica a Arida e Bacha. In *Revista de Economia Política*, v.24, n.2, abril-junho, pp. 223-237: São Paulo

Paula, L.F.R. (2003). Uma Alternativa de Política Econômica para o Brasil Pós-Era FHC. Cadernos Adenauer, Ano 4, n. 2, pp.58-92: Rio de Janeiro.

Paula, L.F.R. *et alli* (2003). Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In Sicsú, J. *et alli* (orgs.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Editora Manole e Fundação Konrad Adenauer Stiftung: São Paulo.

Paula, L.F.R. e Alves Jr., A.J. (2000). External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*. v.22, n.4, summer, pp. 589-617. M.E.Sharpe: Armonk.

Pellegrini, J.A. (1997). Macroeconomia. Brasília, Editora Vestcon.

Plihon, D. (1995). A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*. v. 5, pp. 61-78, dezembro: Campinas

Porto, S.G. (2005). *A Financeirização do Capitalismo e a Condução da Política Monetária pelo Banco Central*. Tese de mestrado do curso de economia. Universidade de Brasília: Brasília.

Prasad, E., Rogoff, K. *et alli* (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.

Prates, D. M. (2004). O Ciclo Recente de Preços das Commodities. *Revista Política Econômica em Foco, Campinas - SP jan/abr*, n. 3, pp. 35-50.

Prates, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de economia contemporânea, Rio de Janeiro - RJ mai/ago*, v. 9, n. 2, p. 263-288.

Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, vol.91, n.3, pp.531-551.

Rodrik, D. (1998). "Who Needs Capital-Account Convertibility?". *Essays in International Finance*, n. 207, pp.55-65, Princeton.

Shackle, G.L.S. (1979). *Imagination and the Nature of Choice*. Edinburgh: Edinburgh University.

Shackle, G.L.S. (1958). *Time in Economics*. Amsterdam: North-Holland Publishing.

Sicsú, J. (2006). "Rumos da Liberalização Financeira Brasileira". *Revista de Economia Política*, vol.26,n.3: 364-380, jul/set.

Sicsú, J. (2005). Blindando a Economia Brasileira: existe alternativa aos programas do FMI? In Sicsú, J. *et alli* (Orgs.): *Novo-Desenvolvimentismo: um projeto nacional de*

*crescimento com equidade social*. Editora Manole e Fundação Konrad Adenauer Stiftung: São Paulo.

Stiglitz, J. (2001). *Globalization and its discontents*. Nova York: Norton, 2001.

\_\_\_\_\_ (2000). “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”. *World Development*, v.28, n.6, pp. 1075-1086.

\_\_\_\_\_ (1999). “Bleak Growth Prospects for the Developing World”. *International Herald Tribune*, 10 de abril, p.6, 1999.

Studart, R. (2005). *Financiamento do Desenvolvimento*. In: Giambiagi, F., Villela, A. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005.

Suzigan, W. e Furtado, J. (2006). Política industrial y desarrollo. *Revista de la Cepal*, n. 89, pp. 75-91, agosto.

Tobin, J. (1978). “A Proposal for International Monetary Reform”. *Eastern Economic Journal*, v.4, 1978.

UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (1998). *Trade and Development Report, 1998*. New York and Geneva, United Nations.

Velloso, J.P.R. e Albuquerque, R.C. (2005). “Cinco Décadas de Questão Social e os Grandes Desafios do Crescimento Sustentado”. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2005.

Williamson, J. (2004). "A Short History of the Washington Consensus". Foundation CIBOD conference: Barcelona, September 2004.

Williamson, J. (1990). "What Washington Means by Policy Reform": 7-38 e "The Progress of Policy Reform in Latin America": 353-420. In Williamson, John, org. (1990) *Latin American Adjustment: How Much has Happened?*. Washington Institute for International Economics.

Wyplosz, C. (2001). “Financial restraints and liberalization in postwar Europe”. In: Caprio, G., Honohan, P., Stiglitz, J. (orgs.). *Financial Liberalization, How Far, How Fast*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.