



1290000437



TCC/UNICAMP C889a

Abertura financeira
e
Impactos na economia brasileira
na
Década de noventa

Maurício Lopes Cruz

Orientador: Prof. José Maria F. J. da Silveira

Monografia apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas - UNICAMP

Campinas, São Paulo
Janeiro 2001

TCC/UNICAMP
C889a
IE/437

GEDOC/IE

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1	
Globalização Financeira	5
1.1. Globalização: conceitos e dinâmica.....	5
1.2. As crises.....	9
1.3. O Banco Central, o Estado e as políticas macroeconômicas.....	10
1.4. O Sistema Monetário Internacional e a ordem mundial.....	13
1.5. O Investimento Direto Estrangeiro.....	17
1.6. Conclusões.....	19
Capítulo 2	
Impactos da abertura financeira no Brasil, década de 90	
2.1. O período pré-real: introdução.....	21
2.2. Plano Collor I e a gestão monetária.....	24
2.3. Abertura financeira e política cambial.....	29
2.4. Financiamento e investimento.....	33
2.5. Os fluxos de capital e a dívida pública.....	40
2.6. O período pós-real.....	44
Bibliografia	50

INTRODUÇÃO

Nos últimos 50 anos, a economia brasileira passou tanto por mudanças quantitativas como qualitativas. Observa-se ao longo do período importantes momentos de crescimento econômico e desenvolvimento industrial - plano de metas e II PND - e também momentos de semiestagnação - década de 80. Atualmente, dois graves problemas mostram-se predominantes em nosso país: o desemprego e a baixa taxa de crescimento da renda. Políticas voltadas para o crescimento mostram-se, num contexto de reformas liberais, mostram-se incompatíveis com a estabilização. Há uma perda de autonomia ligada à vulnerabilidade externa.

A reintegração da periferia aos mercados de capitais significou o retorno dos influxos voluntários de capital externo para o país. A volatilidade faz parte da hipótese desse trabalho, ou seja, admite-se que a possibilidade de saída de divisas - institucionalizada pela abertura financeira - trás fortes implicações para a política monetária e para a dívida pública, principalmente.

O problema decorre que, pela hipótese, o Brasil se afastou do paradigma da autodeterminação do investimento. O cenário internacional e, principalmente, a combinação entre as reformas e o plano de estabilização acarretaram restrições significativas ao crescimento da economia.

Este trabalho tem como objetivo estudar a abertura econômica e como esta condicionou a gestão da política monetária na década de 90. Num contexto de interdependência entre as políticas macroeconômicas é fundamental entender como se relacionam: taxa de juro, taxa de câmbio, dívida pública e inflação (estabilidade).

Esse fim de século é marcado mundialmente pela globalização. Como esta palavra tem sido utilizada indiscriminadamente, sua capacidade para explicar algo foi comprometida. Para este trabalho, por globalização entende-se principalmente: livre mobilidade de capitais e desregulamentação financeira. Entretanto, é sabido que a globalização possui um caráter mais geral, de um estágio mais avançado do processo histórico de internacionalização. Nessa análise verifica-se características como: aceleração forte e desigual da mudança tecnológica, ausência de um padrão monetário mundial estável, aumento significativo de fluxos financeiros entre agentes (empresas, bancos e investidores institucionais).

A ausência de um padrão mundial estável, resultado da desestruturação do sistema criado no pós-guerra (Bretton Woods), não significa o isolamento dos países. Pelo contrário, embora instável e desregulamentado, o presente sistema monetário internacional apresenta o paradigma da livre mobilidade de capitais. Houve sim, uma redução nas taxas de crescimento do comércio mundial decorrente, principalmente, do fim do compromisso entre os países de manter o câmbio fixo; agora as decisões de ajustamentos cambiais são mais independentes, causando uma certa instabilidade e incerteza no sistema.

No contexto da globalização a lógica do mercado prevalece na economia, a ética da solidariedade (bem social) é substituída pela ética da eficiência, precarizando, desta forma, políticas para correção de desequilíbrios sociais. A interação entre as políticas monetária, cambial e fiscal se desenvolve, entretanto, é importante ressaltar o grau de independência entre essas políticas e as expectativas do mercado financeiro. Em economias centrais, como os Estados Unidos, emissores e gestores da moeda reserva, há um maior raio de manobra que em economias periféricas (moedas não conversíveis), assim a pressão do mercado financeiro sobre as taxas de câmbio e juros é muito mais determinante para economias do tipo da brasileira. Percebe-se, assim a influência da conjuntura internacional no

cenário doméstico. Como ponto central dessa discussão está a política monetária na década de 90 no Brasil e o comportamento das variáveis frente ao processo de globalização.

Todos os aspectos da globalização são, de certa forma, importantes no comportamento das economias nacionais. No capítulo 1, destaca-se a dinâmica do sistema e o conceito mais relevante à este trabalho. Discute-se, também, o papel dos agentes e das políticas macroeconômicas, principalmente frente às crises – cada vez mais preocupantes. Por fim, há considerações sobre o sistema monetário internacional, a ordem mundial e o investimento direto estrangeiro; como foco nas implicações que estes provocam na autonomia dos países – da periferia principalmente.

A década de 90, no Brasil, é marcada por dois grandes acontecimentos: o processo de abertura financeira (desregulamentação) e o processo de estabilização. O primeiro faz parte do governo Collor, já o segundo, após ter sido perseguido durante anos pelos planos econômicos, foi alcançado pelo plano Real. Ambos processos influenciaram fortemente a economia brasileira, com importantes mudanças internas (desagravamento do processo inflacionário, taxa de real de juros elevadas etc.) e externos (mudança no saldo da balança comercial, grande aumento no fluxo de capitais etc.).

No capítulo 2 será tratado algumas implicações da globalização no Brasil, década de noventa. Num primeiro momento, observa-se as dificuldades encontradas pela autoridade monetária em gerir a economia num ambiente inflacionário crônico. A abertura financeira é, sem dúvida, outro assunto relevante, assim como os movimentos econômicos responsáveis pela preparação de pré-requisitos para uma política de estabilização baseado no mecanismo de ancoragem cambial. Destacam-se os superávites no balanço de pagamentos, o acúmulo de

reservas, a política de esterilização, a redução da dívida líquida pública, o equilíbrio fiscal dentre outros. Além da abertura financeira, os fluxos de capitais são foco deste capítulo, cuja participação nas contas nacionais foi crescente e considerável. Também, é indispensável analisar o comportamento das variáveis (juros, câmbio, dívida líquida etc.) no início da década para depois, melhor inferir sobre o comportamento da economia. Dentro dessa observação, vale notar que a dívida líquida atingiu, nesse período, valores correspondentes a apenas 30% do PIB (BCB).

O período correspondente ao Plano Real e segundo metade da década é tratado em seguida. A economia nacional experimentou inicialmente efeitos decorrentes do processo de estabilização, como um *boom* no consumo, a queda no superávit primário, mudanças nos preços relativos dentre outros. A política de desestatização foi acompanhada pela desnacionalização nos mais diversos setores. Do ponto de vista das contas nacionais, a natureza dos fluxos financeiros mudou; o IDE ganha peso e passa a representar maior volume no influxo que os investimentos em *portfolio*. Ponto central no trabalho e nesse capítulo é a questão da vulnerabilidade externa, que nesse período é analisada a partir das crises econômicas internacionais originadas no México, Ásia e Rússia e seus impactos na economia brasileira.

Capítulo 1

Globalização Financeira

Desde seu surgimento o Capitalismo tem se mostrado um sistema dinâmico e determinante. Atualmente, o dinamismo é mais heterogêneo, acentuado em alguns setores - como alta tecnologia e finanças. E sua ação determinante, após um período de políticas nacionais ocorridas no pós-guerra, voltou a se intensificar frente aos processos de abertura financeira. No âmbito do sistema econômico predominante, observa-se a relevância do cenário internacional para o estudo dos casos nacionais. Para a década de noventa, nenhuma palavra foi mais utilizada para dissertar sobre economia e o novo cenário mundial que globalização. Afim de priorizar a objetividade e clareza, será utilizada a visão de autores que discutiram as considerações mais relevantes sobre globalização e economia.

1.1. Globalização: conceitos e dinâmica

Carneiro (2000) consegue filtrar, de todas as considerações sobre globalização, questões chaves para a economia dos anos noventa. O autor parte da hipótese central de que a globalização é a resultante da interação de dois movimentos básicos: liberalização financeira e mobilidade dos capitais. O aprofundamento dessa discussão é extremamente importante para a análise da atual ordem econômica internacional, uma vez que esta decorre do processo de globalização.

Carneiro concorda com Chesnais (1995) e Coutinho & Belluzzo (1996) sobre a queda do dinamismo e o aumento da instabilidade provocados pela liberalização financeira. Neste novo capitalismo, mais instável e menos dinâmico que o sistema

vigente durante o pós-guerra, observa-se um inversão no sentido de determinação das crises. Estas passaram a originar-se na órbita financeira deslocando-se, em seguida, para o plano produtivo.

Chesnais (1995) nos apresenta características marcantes para a economia deste fim de século. Destaca-se: taxas de crescimento do PIB muito baixas, deflação rastejante, instabilidade conjuntural na economia mundial, alto nível de desemprego estrutural, marginalização de regiões inteiras em relação ao sistema de trocas e uma concorrência internacional cada vez mais intensa, geradora de sérios conflitos comerciais entre as grandes potências da Tríade. De acordo com a hipótese defendida pelo autor, as características acima decorreriam de um novo regime mundial de acumulação, cuja origem está relacionada à uma nova fase no processo de internacionalização, identificada por Chesnais como “mundialização do capital”.

A dinâmica de funcionamento deste sistema mostra-se dependente das prioridades do capital privado altamente concentrado (produtivo e financeiro). A supremacia do financeiro sobre o produtivo decorre do cenário extremamente instável - as propriedades do capital financeiro (volatilidade e mobilidade) mostram-se mais adequadas ao paradigma atual. O desenvolvimento do capital financeiro está baseado, principalmente, no capital fictício. Enquanto os ativos tangíveis têm um valor que é dado pelo seu custo de reposição ou custo de produção (dinâmica do capital produtivo), os ativos intangíveis (fictícios) têm seu valor calculado exclusivamente pela capitalização do fluxo de rendimentos. Considerando expectativas de rendimentos e prováveis taxas de desconto, os ativos tangíveis têm claramente definidos os limites da valorização enquanto os intangíveis possuem limites bem mais elásticos.

Colocado as distinções, cabe colocar a forma de relacionamento entre a esfera financeira (hegemônica) e a esfera produtiva. No ciclo de ativos do atual sistema econômico, a acumulação financeira determina a acumulação produtiva. Como em qualquer processo cíclico, o início da expansão ocorre com a ampliação do crédito - através do sistema bancário. Entretanto, parte deste novo poder de compra destina-se a compra de ativos mobiliários ou mesmo imobiliários. Dado que no curto prazo a oferta destes ativos é inelástica, o efeito de um crescimento da demanda impulsionada pelo crédito é um aumento dos preços dos respectivos ativos. Uma vez que a liberalização financeira ampliou consideravelmente a participação dos ativos financeiros no patrimônio ou riqueza das empresas e famílias, qualquer variação de preços desses ativos terá um impacto significativo na decisão de investimento e consumo.

Quanto maior a importância dos ativos financeiros no total de sua riqueza, maior será o descolamento entre os gastos e a renda corrente. Ou seja, a propensão a consumir deixa de ser uma função estável da renda e passa a oscilar de acordo com o valor da riqueza financeira. Uma variação no preço dos ativos, independente de uma alteração na renda corrente, pode determinar uma variação no consumo. Isto porque uma sensação de mais ou menos riqueza pode determinar um maior ou menor consumo, independente de qualquer variação na renda corrente.

Nas empresas, a situação é semelhante. Um importante indicador de saúde financeira das empresas, é a relação ativos totais/dívidas. Com a crescente importância dos ativos intangíveis no patrimônio (ativos totais) das empresas, qualquer variação nos preços desses ativos interfere diretamente na capacidade de endividamento das empresas. Ou seja, quanto maior for a participação dos ativos intangíveis no patrimônio das empresas, maior será a relação entre decisão de investimento e variação nos preços de ativos fictícios.

O desenvolvimento do mercado financeiro, juntamente com o aumento de investidores em ativos intangíveis desencadeou num aumento da volatilidade dessas operações. A volatilidade, associada às demais características, suscitou o desenvolvimento de instrumentos de *hedge*, chamados derivativos, que buscam neutralizar os riscos de perda de rendimento e/ou de capital. Estas operações tomam a forma de contratos de compra e venda, *swaps* ou opções em datas futuras, intermediadas principalmente pelos bancos, com lastro em títulos de alta qualidade.

Os derivativos foram inicialmente criados afim de oferecer *hedge* e corrigir eventuais desequilíbrios através da arbitragem. No entanto, esses mercados são intrinsecamente especulativos, uma vez que as posições “compradas” e “vendidas” são sempre tomadas em relação às expectativas de variação dos preços dos fluxos de novas emissões. O problema é que nestes mercados dominados pela “lógica dos estoques” a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, destarte a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos instáveis e “distantes dos fundamentos”.

Toda essa mudança ocorrida no sistema capitalista pós anos dourados é resultante da interação do desenvolvimento (comercial, tecnológico etc.) e de políticas de liberalização, desregulamentação e privatização que os principais países capitalistas adotaram, desde Thatcher e Reagan. Desta forma, o capital voltou a ter liberdade para se desenvolver e, principalmente, para se movimentar em âmbito internacional de um país ou continente para outro - liberdade que não desfrutava desde 1914.

A mudança não foi instantânea. Inicialmente, no limiar da liberalização financeira e mobilidade de capitais, a lógica especulativa estava restrita a setores restritos da economia. Com o decorrer do processo e avanço das transformações liberais, a lógica especulativa atinge a grande maioria dos setores econômicos. Agora, a decisão de compra dos ativos não é mas função da série de rendimentos futuros que irão proporcionar, mas sim da expectativa de ganhos patrimoniais. Assim sendo, o núcleo da questão a ser explicada é o de como a expectativa de valorização excede ou é excedida pela taxa de juros, pois é em função dessas considerações que o mercado torna-se comprador ou vendedor desencadeando o ciclo de preços dos ativos.

1.2. As crises

Frente à questão da reversão dos ciclos, as demais questões tornam-se secundárias. A explicação da dinâmica que envolve o momento no qual o conjunto dos agentes relevantes deixa de apostar numa valorização dos preços desses ativos acima da taxa de juros é primordial ao novo sistema. Não há, a rigor, uma teoria da determinação do ponto de reversão, dado que são inumeráveis e dinâmicos os fatores que o condicionam. Entretanto, o passado apresenta algumas considerações sobre processos de especulação e reversão. Via de regra, a reversão acontece por uma interrupção do aumento do poder de compra dos credores aos especuladores, o que interrompe o ciclo de alta de preços. Do ponto de vista das empresas e das famílias, esta diminuição explicita uma alteração da relação, para as empresas, entre patrimônio/endividamento e entre riqueza/poupança no caso das famílias. Assim, as empresas adotarão a estratégia de reduzir gastos para diminuir o endividamento e restabelecer uma relação entre patrimônio próprio e de terceiros menos vulnerável. Já para as famílias, a queda no valor da riqueza determina uma elevação da poupança e, portanto, queda no consumo, afim de restabelecer os valores prévios do patrimônio.

Dessa forma, um efeito previsível da reversão de uma expansão (especulação) é uma redução do gasto corrente em consumo e investimento e , portanto, uma recessão de maior ou menor intensidade. É importante notar que quanto mais profunda a liberalização, mais a lógica especulativa toma conta dos agentes. A intensidade da recessão é determinada pela forma como a reversão atingirá o sistema bancário, pois este é o financiador da expansão. Portanto, é a amplitude do racionamento do crédito que reflete o impacto da reversão nos bancos e na suas respectivas avaliações sobre o futuro, e conseqüentemente na magnitude da recessão.

Foi dito anteriormente sobre a elasticidade dos limites de valorização dos ativos fictícios. Esta elasticidade também está presente na intensidade das crises. A deterioração dos preços presentes em uma reversão de ciclos expansivos podem estender-se além dos preços originais. Ou seja, a “correção” dos preços pode ser maior que a sua própria valorização.

1.3. O Banco Central, o Estado e as políticas macroeconômicas

Minsky (1994) analisa esses comportamentos turbulentos e caóticos como fenômenos endógenos às economias capitalistas. Segundo o autor: “uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca de realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável (p. 21).”

O autor trabalha com a hipótese de que intervenções e instituições adequadas são necessárias para por obstáculos nos comportamentos incoerentes e para refrear a tendência que as economias de mercado apresentam de mergulhar em depressões profundas. Dada essas premissas, uma teoria econômica útil necessita demonstrar dois tipos de virtudes: capacidade de identificar instituições e práticas que possam conter ou compensar processos que conduzam a comportamentos incoerentes e capacidade de identificar instituições e intervenções que possam induzir a sustentação de posições próximas do pleno emprego.

Com o objetivo de maximizar os benefícios do capitalismo (ciclos de expansão) e minimizar os efeitos destrutivos da recessão, criou-se práticas e instituições para zelar pelo bom funcionamento da economia. Como exemplo mais significativo, tem-se o banco central. Para evitar tanto especulações excessivas, quanto inflações ou deflações de débitos descontroladas, o banco central intervém no mercado, supervisionam as operações bancárias e atuam como emprestadores de última instância. Os bancos centrais tanto restringem o comportamento do financiamento para reduzir a lógica especulativa, quanto, como emprestadores de última instância, diminuem as conseqüências de ondas especulativas. Como emprestadores de última instância, os bancos centrais intervêm particularmente para impedir a queda livre de preços de ativos que pode ocorrer quando instituições financeiras são forçadas a realizar posições pela venda substancial de seus ativos. Dessa forma, a instabilidade do sistema provém, dentre outros fatores, da oferta de moeda endógena e da coexistência de ativos tangíveis e intangíveis. Cabe à política monetária e demais políticas macroeconômicas a adoção de mecanismos adequados para garantir o bom funcionamento da economia.

O fracasso observado no período imediato após a crise de 29, evidenciou a inadequação de um regime de política baseado em intervenções do banco central para conter o potencial desestabilizador inerente ao desenvolvimento capitalista.

Assim, fica claro a necessidade de ações conjuntas de políticas monetária, fiscal e cambial, como também de outras decisões governamentais. Durante os primeiros anos após a Segunda Guerra Mundial os países centrais (principalmente) articularam suas políticas macroeconômicas e mantiveram-se próximos do pleno emprego pelo período mais longo já alcançado por economias capitalistas.

A articulação entre as políticas macroeconômicas além da prosperidade associada ao pleno emprego sustentado, também proporcionou uma maior distribuição da renda gerada entre a população como um todo. Contudo, a era dourada do século XX teve como pano de fundo a posição hegemônica dos Estados Unidos. Estes mantiveram sua própria economia próxima ao pleno emprego e permitiram a seus parceiros comerciais que obtivessem excedentes suficientes para compensar, pelo menos parcialmente, as rendas de capital da nação americana. Entretanto, a posição hegemônica foi derrubada pela política de importações sob a forma de guerras, exércitos estacionados no exterior e a subvenção aos esforços de defesa de terceiros.

Observa-se, na década de noventa, que a hegemonia do pensamento neoliberal instituiu um novo paradigma, em que o predomínio das relações de mercado (com privatização e desregulamentação) minimizaria incisivamente o papel que deveria ser desempenhado pelo Estado. Coutinho & Belluzzo (1996) alertam sobre os problemas decorrentes desse novo paradigma. Até então, todas as teorias de desenvolvimento econômico sempre tomaram por suposto a necessidade de um papel ativo para o Estado e para a política econômica. A constituição de condições mínimas (financeiras, infra-estruturais, institucionais, etc.) para deslanchar os processos de acumulação de capital e a transformação da educação, do mercado de trabalho, da agricultura, da indústria pesada, etc. eram tidas, sem qualquer dúvida, como tarefas do Estado. Muitas vezes, as teorias divergiam a respeito das prioridades e da ênfase, dos mecanismos e políticas, mas

sempre houve um consenso sobre a importância do Estado e sua responsabilidade de promover e atuar sobre o processo de desenvolvimento.

Ao longo da década, as nações vêm sendo enfraquecidas pela globalização, em especial aquelas da periferia do sistema. No entanto, sem um Estado capaz de preservar minimamente um espaço de autonomia para a sua gestão macroeconômica, particularmente no que toca às taxas de câmbio e de juros e à sustentação de condições saudáveis em seu balanço de pagamentos, a submissão às finanças globalizadas pode ser fatal ao desenvolvimento.

1.4. O Sistema Monetário Internacional e a ordem mundial

Afim de melhor compreender a importância da autonomia nacional é preciso analisar a ordem internacional vigente. A ordem dos anos noventa é caracterizada pelo aumento da mobilidade de capitais. Concretamente isso se traduziu no aumento contínuo das transações cambiais e dos fluxos brutos de capitais internacionais. A relação entre esses fluxos de capitais e os desequilíbrios em transações correntes deixou de ser fundamentalmente estrutural e passou a ser ocasional. Ou seja, ocorreu uma crescente autonomia do movimento de capitais diante das necessidades de financiamento corrente dos países.

O novo sistema monetário internacional tem como elemento central o elevado grau de liberdade do movimento dos capitais. O outro aspecto relevante é o regime cambial com taxas fixas ou flexíveis. Dada a mobilidade de capitais, um regime cambial de taxas fixas só seria possível com a abdicação da autonomia da política monetária. Já com um regime de câmbio flexível, este atuaria como variável de ajuste.

Diversas foram as mudanças ocorridas no sistema monetário internacional durante a década de setenta e oitenta, entretanto, a hierarquia básica entre as moedas se preservou. Neste contexto, percebe-se a existência de 3 categorias de moeda: a moeda reserva (dólar), as moedas conversíveis (países centrais) e as moedas não-conversíveis (países periféricos). A taxa de juros básica do sistema é definida no âmbito da moeda considerada mais forte (moeda reserva: dólar). Esta é a menor taxa de todas, pois é considerada a mais segura. No patamar seguinte - moedas conversíveis - há uma elevação nas taxas de juros, pois os investidores exigem um prêmio maior para investir em moedas menos seguras. Por fim, a taxa na periferia é ainda maior, dadas as incertezas vigentes nessas economias. Dessa forma, a formação da taxa de juros para o sistema segue a seguinte regra: a taxa de juros fora do núcleo é sempre a taxa paga pela moeda central, acrescida do risco país; este determinado principalmente pelas agências classificadoras e avaliadoras de risco.

É importante notar que os países de moeda conversível podem determinar uma taxa de juros diferente à da regra. Ao determinar uma taxa de juros menor que a "esperada" pelo mercado, haverá uma provável saída de capitais e conseqüentemente uma desvalorização cambial. Esta tem um piso (resultante do fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros), a partir deste passa a ser atrativo os ativos (produtivos e/ou financeiros) no país e o fluxo se inverte. Já para os países de moeda não-conversível não existe piso para a desvalorização cambial. Ou seja, caso haja uma fuga de capitais, a desvalorização pode prosseguir para limites bem mais amplos sem uma reversão do fluxo, pois a qualidade dos ativos podem ser consideradas insuficientes para a compra. Portanto, o país da periferia que fixar uma taxa de juros abaixo daquela estabelecida no mercado internacional estará sujeito a uma crise cambial - provável desvalorização desregulada e possível questionamento da existência de valor externo¹ da moeda local. Toda essa

¹ Ver a respeito de valor interno e valor externo da moeda o citado trabalho de Carneiro (2000).

discussão deve ser resgatada ao observar-se o comportamento da taxa de juros na década de noventa no Brasil.

A qualidade dos ativos de um determinado país é peça chave na formação das taxas de juros. A avaliação e classificação dos ativos é realizada por agências internacionais especializadas e os ativos mais líquidos recebem uma “nota” indicando sua confiabilidade.

A medida que o mercado financeiro global aumenta com os constantes processos de desregulamentação, a porcentagem do capital financeiro aumenta. Observa-se, nos Estados Unidos, um aumento constante na relação entre ativos financeiros e ativos tangíveis desde o início da década de 70. Enquanto que esta relação estava entre 1,1 e 1,2 no início da década de 70, em 1990 esta passa para mais de 1,5; evidenciando a tendência do capitalismo².

Esta tendência converge à dinâmica e arcabouços do sistema monetário internacional vigente. Segundo a teoria neoclássica, num ambiente de livre mobilidade de capitais e taxas flutuantes de câmbio (paradigmas no novo sistema), seria esperado - por meio de arbitragens - uma igualação das taxas de juros dos distintos países. A não-convergência das taxas de juros em moedas distintas atesta a persistência dos riscos de país. Ou seja, observa-se uma incerteza generalizada em relação a taxas de câmbio e juros principalmente nos países da periferia, ocasionando uma maior preferência pela liquidez e aumento dos investimentos em ativos financeiros em detrimento do ativos tangíveis.

² Ver Guttman (1996).

Além de grande atenção à crescente participação do investimento financeiro sobre o total, também vale conferir a sua magnitude, como mostra a tabela a seguir.

Movimentos de *portfolio*
(média anual em US\$ bilhões)

	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 ⁽¹⁾
SAÍDAS						
Estados Unidos	5,3	6,5	13,6	44,7	48,0	125,4
Japão	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7
Europa Ocidental	6,2	27,7	82,1	148,1	168,4	260,6
- Reino Unido	2,3	13,5	26,6	51,6	55,4	142,4
Países em desenvolvimento ⁽²⁾	8,7	3,6	3,5	10,7	10,5	20,5
- NEI ⁽³⁾ da Ásia	0,1	0,2	1,2	2,3	2,3	3,1
- Outros Ásia	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	2,0
- América Latina	0,2	0,1	2,3	7,7	6,4	14,8
ENTRADAS						
Estados Unidos	5,2	29,4	44,7	54,0	67,2	103,9
Japão	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1
Europa Ocidental	16,7	25,9	99,1	185,5	221,8	396,5
- Reino Unido	2,3	3,5	24,7	34,4	35,7	61,5
Países em desenvolvimento ⁽²⁾	1,9	4,1	8,2	27,9	50,7	91,9
- NEI ⁽³⁾ da Ásia	0,1	0,5	0,3	4,2	7,3	13,8
- Outros Ásia	0,2	1,7	1,3	0,9	0,4	9,7
- América Latina	1,3	1,2	5,4	22,0	39,7	67,9

(1) Dados em parte estimados

(2) Exclusive Hong Kong

(3) Novas Economias Industriais

Fonte: Bank of International Settlements - BIS

Como dito anteriormente, as decisões estratégicas da economia estão cada vez mais concentradas no setor privado. No contexto atual, um mundo com livre mobilidade de capitais e finanças liberalizadas, tais decisões - de investimentos globais de empresas - são determinadas pela necessidade de maximizar o retorno para seus acionistas. Tenho como base a lógica da valorização do capital, é improvável que as decisões privadas venham a produzir movimentos de bens e

serviços e ativos financeiros compatíveis com a estabilidade e o equilíbrio do balanço financeiro dos países.

1.5. O Investimento Direto Estrangeiro

Dentro dessa discussão, nota-se, nos últimos 30 anos, os malefícios desses fluxos de capital. De acordo com Kregel (1996), tanto o excesso de capital (anos 70), quanto a falta (anos 80), são desestabilizadores e prejudiciais. Pior e mais danoso, é a passagem rápida de um para o outro - volatilidade - como observado nos anos noventa.

Historicamente, países em desenvolvimento são tomadores líquidos de capital. Há no meio acadêmico uma grande discussão sobre a natureza desse capital, afirma-se que os empréstimos bancários devem ser evitados e em compensação, deve-se recorrer ao IDE (investimento direto estrangeiro), pois este estaria isento de cobrança de juros fixos em moeda estrangeira, determinada por taxas de juros do mercado internacional de capitais. Entretanto, Kregel alerta que num mundo com tamanho desenvolvimento nos mercados financeiros, as companhias parecem ter-se transformado em *commodities* negociadas diariamente em mercados de controle corporativo. Esses movimentos estão bastante presente nos países em desenvolvimento, principalmente durante os processo de desestatização. Entretanto, as fusões e aquisição não estão limitadas a empresas outrora estatais, nem apenas aos países em desenvolvimento; há, também, um grande movimento entre capitais privados e entre países do centro.

A questão da rentabilidade dos influxos de capital também é ressaltada pelo autor. Como visto, a taxa de juros obedece uma lógica desfavorável aos países da periferia. Estes, para continuar na rota do capital internacional, elevam suas taxas de juros a patamares que, no limite, podem significar um colapso financeiro

interno. Entretanto, com bem observa Kregel, seria ingenuidade pensar que os investidores diretos estrangeiros investem sem a expectativa de um retorno lucrativo. O IDE é um “empréstimo” realizado na expectativa de obtenção de lucro e da possibilidade de repatriação.

Dentre as formas de entrada de capital mais comum - crédito junto ao poder público, investimento no mercado privado com liquidez e o IDE - o IDE é o que demanda os maiores prêmios. De acordo com a lógica de mercado, a rentabilidade de um investimento é diretamente proporcional ao risco e inversamente proporcional à liquidez. Dessa forma, sendo o IDE um investimento de menor liquidez e maior risco, é razoável que a rentabilidade exigida pelos investidores diretos estrangeiros seja maior.

Considerando o aspecto do reinvestimento, observa-se, que os países receptores de significativas quantias de IDE consideram este tipo de investimento muito atraentes. Mas, vale lembrar, que a maior parte do IDE consiste apenas de um reinvestimento dos lucros sobre os investimentos estrangeiros. Por não acarretar ônus fixo ou imediato sobre as reservas internacionais, o reinvestimento é considerado mais atrativo. A partir de uma análise mais profunda, percebe-se que esta vantagem é aparente e/ou momentânea. Isso porque, quanto maior o capital estrangeiro no país, maior será a capacidade de repatriação de capital, esta com impacto imediato na conta de capitais, no balanço de pagamentos e nas reservas.

Dada a instabilidade da conjuntura internacional, seria leviano não analisar com cautela o IDE. Este pode ser realmente de longo prazo e estável, mas na atual situação, é importante considerar sua capacidade de volatilidade (venda dos ativos) e também sua capacidade de remessa de lucros ao exterior.

Assim, enquanto os fluxos de *portfolio* podem ter um impacto mais direto no gerenciamento de reservas e nas políticas de taxas de câmbio de curto prazo, o IDE pode tanto ter uma influência de curto quanto de longo prazo, estrutural, sobre a composição dos fluxos de pagamento externo de um país.

1.6. Conclusões

As finanças internacionais estão se desenvolvendo hoje de acordo com sua própria lógica, a qual não tem mais que uma relação indireta com o financiamento dos intercâmbios e dos investimentos na economia mundial. Sempre com o objetivo maior de valorizar o capital, parte essencial das operações financeiras hoje consiste nos movimentos permanentes entre moedas e os diversos instrumentos financeiros.

Globalização financeira, não implica somente mudanças qualitativas, como visto acima. A integração financeira internacional aumentou enormemente nas duas décadas após o fim do sistema de Bretton Woods. Parte da integração corresponde ao volume de posições monetárias como forma de minimização do risco cambial. Ativos domésticos com proprietários estrangeiros, também aumentou significativamente, dentro de razões comerciais, tecnológicas e principalmente, financeiras (processo de abertura).

O decorrer do processo irá evidenciar ainda mais a importância das articulações de políticas macroeconômicas e efeito contágio (entre os países). Como o exemplo citado por Minsky (1994): “se um país com uma substantiva posição em ativos internacionais mantém uma postura antiinflacionária que impede o uso de políticas monetária e fiscal de pleno emprego por seus parceiros comerciais e devedores, também estará empobrecendo seus vizinhos” (p. 33).

As influências externas aumentaram consideravelmente. Os governos nacionais tiveram diminuída sua capacidade de estabelecer objetivos para suas políticas, agravando a dependência dos países. Nesse contexto, “afirmações *ceteris paribus*” - ou seja, aquelas que dependem de variáveis estáticas - são cada vez menos significativas frente à nova realidade mundial. Destaca-se, ainda, como conseqüências do processo a perda de relação entre as taxas de câmbio e a situação em conta-corrente dos balanços de pagamentos; a permanência de “risco-país” elevados e diferenciados - evidenciados nas taxas de juros desiguais e na capacidade doméstica enfraquecida de fazer política econômica. Por fim, a permanência da assimetria na política econômica com as mudanças a partir dos Estados Unidos afetando mais o resto do mundo do que o contrário, principalmente com relação à periferia do sistema.

Capítulo 2

Impactos da abertura financeira no Brasil

década de 90

2.1. O período pré-real: introdução

A crescente globalização financeira tem tornado ainda mais importante o foco na estratégia de implementação da política monetária. Esta possui implicações significativas sobre o funcionamento, organização e estruturação dos mercados financeiros e, por consequência, sobre os preços dos ativos em geral e sobre as condições de crédito. Dessa forma, conhecer a política monetária e suas implicações é fundamental para entender o que a política monetária e o banco central podem realmente fazer, bem como suas limitações.

Em poucas palavras, a execução da política monetária divide-se em gerenciamento de liquidez, que é a tarefa de minimizar a volatilidade da taxa de juros, e sinalização de taxa de juros, de modo que se consiga transmitir as intenções de política ao longo de toda a cadeia de taxas de juros da economia. E, para alcançar seus objetivos, a autoridade monetária conta com os mecanismos clássicos de política monetária: taxa de redesconto, depósitos compulsórios e operações de *open market*.

Admitindo a hipótese da endogeneidade da oferta monetária, presente em Madi (1993) e Torres (1999), este trabalho destaca a administração da taxa de juros de curto prazo como o principal mecanismo utilizado pelo banco central, gestor da política monetária. E como principal objetivo, destaca-se a estabilidade desta taxa, e não o controle monetário quantitativo.

Uma análise aprofundada sobre a política monetária na década de 90 demandaria um trabalho exclusivo. A fim de conciliar planos econômicos e crises mundiais com a questão monetária, utiliza-se, como indicador base da política monetária, a taxa de juros de curto prazo e seu comportamento no decorrer do período. Nesse estudo não detalhado, porém objetivo, as características mais relevantes também são levantadas, permitindo, assim, conclusões significativas sobre o cenário.

A taxa de juros de curto prazo, que é o objetivo operacional do Banco Central, é determinada, no mercado de reservas bancárias, pela interação entre oferta e demanda e torna-se referência para as demais taxas de juros. Por meio de movimentos de expectativas e mecanismos de arbitragem, o sinal contido no movimento dessa variável operacional transmite-se, de modo diferenciado, ao longo da estrutura de taxas de juros da economia.

Reservas bancárias são fundos em espécie depositados no banco central pelos bancos. Tais fundos destinam-se ao cumprimento da obrigação do recolhimento compulsório (de acordo com a legislação vigente), e para liquidar pagamentos interbancários ou transações entre cada banco e o banco central. No movimento diário de suas operações, os bancos desequilibram seus fluxos de caixa em reservas bancária, necessitando financiá-los, quando forem deficitários, e aplicá-los, quando forem superavitários, abrindo espaço para operação de um mercado interbancário de reservas.

O banco central consegue guiar a taxa de juros no mercado de reservas bancárias, pois é o ofertante monopolista e também pode criar a necessidade de recolhimentos compulsórios e estabilizar a demanda. A previsibilidade da demanda é fundamental na execução da política monetária. Com base nela, o banco central controlará sua oferta de modo que a taxa de juros fique no patamar

desejado. Nos casos em que não há compulsórios, a demanda torna-se muito imprevisível, dificultando a tarefa de estabilizar os movimentos da taxa de juros.

O parágrafo acima pode sugerir que a oferta de reservas pelo banco central é exógena, contudo, isso não é verdade. Pela natureza de suas funções, o banco central opera, diariamente, no mercado de reservas, fazendo sua oferta flutuar. Além disso, grande parte dessa operação é autônoma, ou seja, independe da vontade do banco central - financiamento de um aumento do déficit do Tesouro junto ao Banco Central, por exemplo.

A variável operacional a ser considerada nesse trabalho é a taxa SELIC. O SELIC, sigla de Sistema Especial de Liquidação e Custódia, é um sistema computacional eletrônico para registro das transações com títulos públicos federais, títulos do Banco Central e depósitos interfinanceiros (DI), bem como suas respectivas custódias. É por meio desse sistema que o Banco Central executa as operações de mercado aberto e as emissões primárias de títulos. Neste sistema também ocorrem as negociações interbancárias de reservas via operações compromissadas, com lastro em títulos públicos aqui custodiados.

As operações realizadas nesse sistema têm transferência da custódia do título e liquidação no mesmo dia (D+0), ou seja, com cotação diária. A liquidação é defasada para o final do dia e ocorre pelo valor líquido multilateral, via créditos e débitos na conta reservas bancárias dos participantes. Instituições que não possuem esse tipo de conta são denominadas de subcustodiantes e operam através das contas dos custodiantes, que são as instituições titulares de conta de reserva bancária.

Toda a comunicação é feita em terminais do SELIC mantidos pelos participantes e transferida ao computador central via teleprocessamento. O

administrador do sistema é o Departamento de Mercado Aberto do Banco Central do Brasil (DEMAB).

A taxa de juros SELIC é a média ponderada de todas as operações interbancárias com reservas, excluindo-se aquelas em que o Banco Central participa. Para o seu cálculo, consideram-se somente as negociações ocorridas via operações compromissadas e com maturação de um dia (*overnight*). Essa forma de cálculo busca conferir caráter de mercado e de curto prazo à taxa de juros SELIC, de modo que ela signifique o custo para obtenção imediata de reservas em mercado.

2.2. Plano Collor I e a gestão monetária

A década de 80, no Brasil, foi marcada pela estagnação do produto e instabilidade de preços. Diversas foram as tentativas buscando a estabilidade. Os planos eram basicamente alternativas heterodoxas, política de rendas (choques através de congelamento). O fracasso foi generalizado, mas no decorrer do tempo a economia brasileira desenvolveu diversos mecanismos de proteção contra a inflação, culminando na indexação. A defesa contra a inflação foi crescente, entretanto os custos de um programa de estabilização aumentaram em relação aos custos do ambiente inflacionário. Nesse processo, havia uma institucionalidade acerca das crescentes taxas de inflação e crescentes taxas de juros de curto prazo de títulos públicos, estes cumpriam o papel de fechar o balanço dos bancos, que tinham em contrapartida uma significativa quantia de quase-moedas (depósitos a vista remunerados). Já num processo inflacionário, a hipótese de transformação desses depósitos em poder de compra era fortemente combatida pelo governo. E o preço era a crescente taxa de juros de curto prazo que a autoridade monetária oferecia para combater qualquer ameaça de corrida pela liquidez máxima, que

nesse período vinha não somente de fundamentos econômicos, mas também de movimentos defensivos dos agentes.

Para eliminar o impasse econômico causado por esse processo de aceleração inflacionária e crescentes taxas de juros, foi implementado o Plano Collor.

A grande questão da reforma monetária de 1990 era interromper o círculo vicioso que envolvia o aumento de juros e o aumento dos preços, sem causar uma fuga em massa para ativos reais. A reforma monetária do Plano Collor bloqueou os ativos financeiros em circulação denominados em Cruzados Novos e criou uma nova moeda, o Cruzeiro, para a qual os ativos bloqueados deveriam ser convertidos seguindo regras pré-estabelecidas, o que reduziu a liquidez da economia de maneira drástica. Pela reforma, cerca de 80% das “quase-moedas” foi bloqueado e transformado em Valores à Ordem do Banco Central (VOBC). Da mesma forma que parte do passivo dos bancos foi denominada em VOBC, parte dos seus ativos - títulos públicos - também perdeu a liquidez. Dessa forma, o plano permitiu uma redução significativa dos encargos públicos, uma vez que o VOBC era remunerado pela variação do BTNf mais juros de 6% ao ano, bem abaixo do custo financeiro da dívida mobiliária antes do plano. Parte do passivo do Tesouro Nacional foi bloqueado e transferido para o Banco Central na forma de VOBC. O passivo do Banco Central, antes constituído basicamente por títulos públicos, passou a contabilizar papel moeda, reduzindo seu custo.

Entre os meses de maio a setembro de 1990, observa-se uma tentativa de controle quantitativo dos agregados monetários. Essa experiência de política monetária ortodoxa no Brasil ocorreu após o período de remonetização da economia (entre março e maio). Com a conversão de cerca de 40% dos recursos bloqueados (VOBC) a relação M4/PIB ficou acima do nível programado pelo governo. A demanda por liquidez mostrou-se maior que a esperada. Diante das

pressões por conversão, o Banco Central permitiu a expansão dos agregados monetários, sancionando a expansão endógena da moeda.

No discurso oficial, a alteração no passivo do setor público (limitação da liquidez), possibilitaria ao Banco Central a recuperação dos instrumentos clássicos de política monetária (compulsório, redesconto e operações de *open market*). Sem a pressão de uma mudança de VOBC para ativos líquidos, verifica-se uma nova fase na gestão de política monetária; como características principais dessa nova fase, observa-se:

- a estabilização dos preços estava condicionada por um austero controle monetário, assim houve um aumento dos depósitos compulsórios sobre os depósitos a vista, ampliação do recolhimento compulsório sobre o *floating* e mudanças operacionais no *open market*;

- o fim da zeragem automática - financiamento diário e automático ao custo do *overnight* às instituições financeiras sem crédito suficiente junto ao setor privado. A partir de então, estas instituições deverão recorrer às operações de redesconto junto ao Banco Central, cujas taxas são punitivas e maiores que às praticadas pela antiga política;

- a troca de LFT (título pós-fixado) por LTN (título pré-fixado), possibilitando ao governo maior controle do custo da dívida e desvinculação com a taxa de juros de curto prazo;

- um aumento relativo na alavancagem em títulos privados nas carteiras das instituições financeiras, pois foi estabelecido um novo limite de alavancagem;

- a cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras com prazo inferior a 18 dias úteis, desestimulando aplicações financeiras de curto prazo;

- a possibilidade de uma maior contração monetária - esperada para o mês de setembro - para conter o processo inflacionário.



fonte: Banco Central do Brasil

Como pode-se observar no gráfico acima, houve uma estabilidade momentânea no início do período (de tentativa de controle dos agregados monetários da economia), e como dito anteriormente, uma demanda por liquidez maior que a esperada aliada ao ambiente instável da economia brasileira pressionaram a taxa de juros, culminando no abandono de uma típica política ortodoxa.

A instabilidade na taxa de juros - referência básica para a tomada de decisão dos agentes econômicos - não demora a se evidenciar. No mês de setembro, a situação mostra-se insustentável, reforçando a tese da impossibilidade de um controle quantitativo sobre os agregados monetários.

Políticas de controle de agregados implicam em flutuações na taxa de juros. Numa economia instável como a brasileira, a volatilidade foi significativa e levou ao abandono da prática ortodoxa. O Banco Central passou a utilizar o *open market* a fim de estabilizar os juros e evitar o descontrole nas expectativas de formação dos preços. Assim, no segundo semestre há uma mudança na política monetária, cujo enfoque passou a ser novamente a taxa de juro.

Para o período seguinte, observa-se a seguinte situação:



fonte: Banco Central do Brasil

De acordo com o gráfico acima, para o final de 1990 e início de 1991, há um período conturbado de política monetária com uma íntima relação com o processo inflacionário. No início do ano de 1991, o Plano Collor II proporcionou uma queda na taxa de juros, o impacto da abertura financeira será tratado no item a seguir. Entretanto pode-se notar uma certa estabilidade na taxa de juros apenas no decorrer do primeiro semestre.



fonte: Banco Central do Brasil

O gráfico anterior mostra um período caracterizado pela estratégia de planejamento e estabelecimento de metas quantitativas de longo prazo para a expansão dos agregados monetário. Entre junho e outubro de 1991, as taxas de juros nominais não acompanharam a forte aceleração da inflação, resultando em rendimentos reais baixos ou mesmo negativos para as aplicações financeiras.

Fica bem claro, principalmente em outubro de 1991 a ação do Banco Central. O BACEN estimulou uma elevação expressiva da taxa de juros SELIC. Sua maior intenção era de frear qualquer expectativa quanto à retomada de um quadro hiperinflacionário. A política de juros reais altos evitou o descontrole do processo inflacionário. Também, estimulou o fechamento de contratos de câmbio, uma vez que a alternativa de aplicação no mercado financeiro doméstico mostrava-se atrativa. A partir do mês de novembro de 1991 até abril de 1992, a conjuntura caracterizou-se por taxas de juros extremamente elevadas e pelo intenso influxo de recursos externos. Apesar da crise política desencadeada pelo processo de *impeachment* do presidente da república, as taxa reais reduziram-se, embora ainda continuassem altas.

2.3. Abertura financeira e política cambial

Uma nova tentativa de conter a inflação fracassou: o Plano Collor II. Entretanto, durante esse período, verifica-se importantes mudanças na economia brasileira. O processo de abertura financeira foi intensificado e trouxe mudanças estruturais determinantes para o futuro do país.

Duas foram as características centrais do processo de abertura. Primeiro foi a redução significativa das barreiras financeiras a investidores estrangeiros. E segundo, a ampliação do acesso às fontes externa de financiamento por residentes. Institucionalmente, a primeira característica é representada pelos anexos,

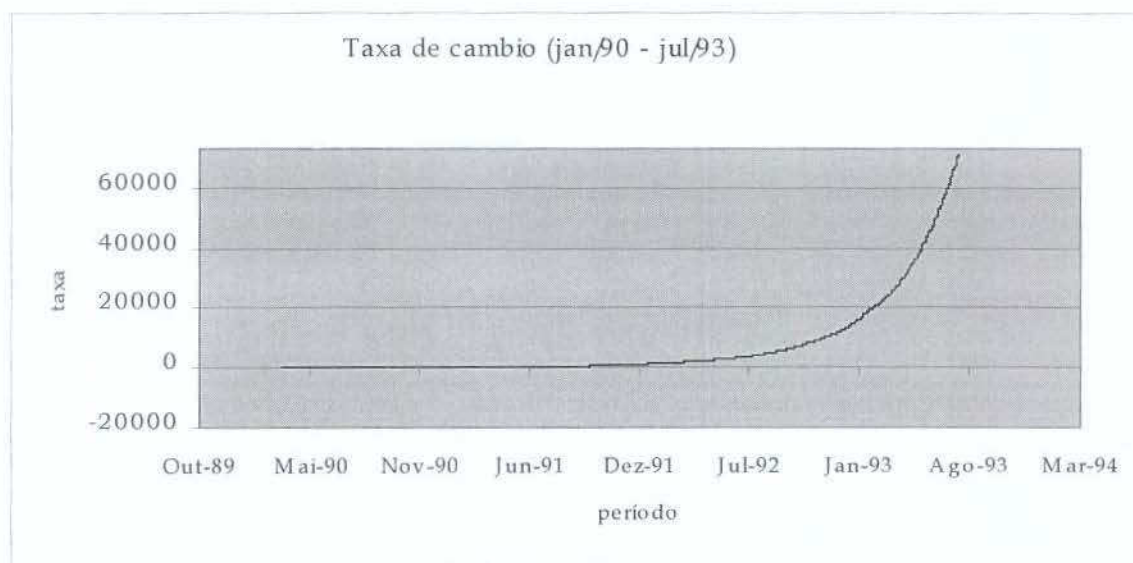
principalmente pelo Anexo IV. O Anexo IV à Resolução 1289/87 disciplina a constituição e administração de carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros definidos como fundos de pensão, companhias de seguro, carteira própria de instituições estrangeiras e fundos de ações constituídos no exterior (Prates, 1997). Assim a criação desse anexo em 1991 marcou a abertura definitiva das bolsas de valores brasileiras aos investidores internacionais. Além de permitir a entrada dos capitais, o Anexo IV não inclui requerimentos de diversificação nem de capital inicial, garantindo, ainda isenção de tributação sobre os ganhos de capital.

Em relação à segunda característica, o principal mecanismo de captação de recursos externos se dá pela Resolução 1.835 do CMN de 31/07/91. Seu papel foi de regular o processo para que os recursos captados sejam utilizados como *funding* para empréstimos domésticos às empresas corrigidos pela variação do dólar comercial. Houve, também, um aumento da atratividade com a redução em 100% do valor do Imposto de Renda incidente sobre remessas de juros, comissões e despesas (custos operacionais). Nota-se que esta resolução procurou intensificar a abertura com base na já existente Resolução 63. *Euronotes, Commercial Papers, Certificados de Depósito, Títulos e Debêntures conversíveis em ação, Export Securities* estão entre os instrumentos de dívida direta utilizados pelas empresas brasileiras.

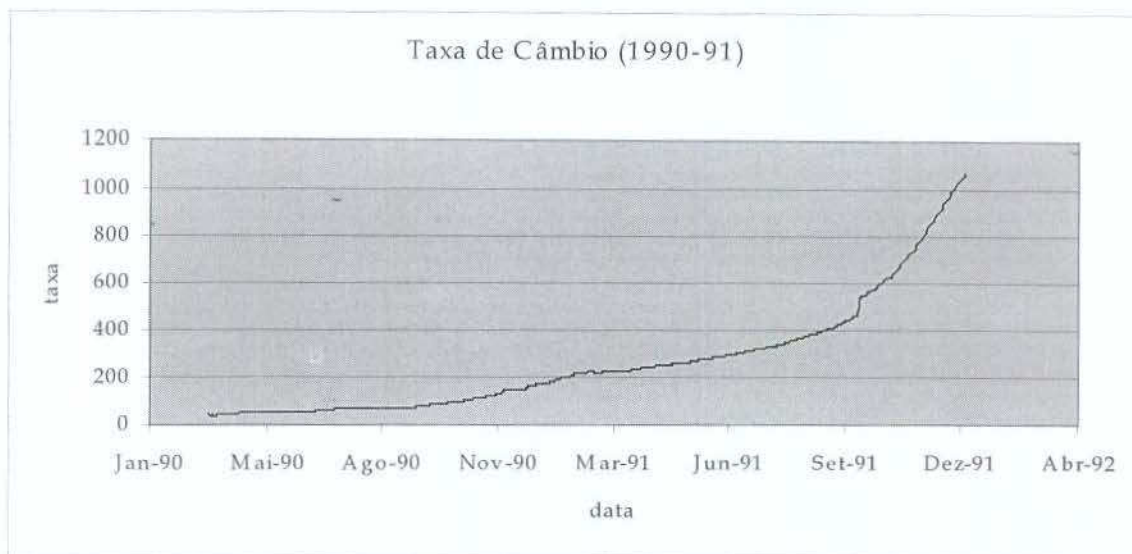
Outra importante característica do período e viabilizadora do processo de abertura é a liberalização cambial. Inicialmente, a regulamentação do segmento flutuante permitiu um nivelamento significativo entre as diferentes cotações do dólar. Além de aproximar as cotações, observa-se uma maior flexibilidade nas condições de remessa de divisas pelos não residentes. A partir de então, ficou estabelecido que se o não residente não é instituição financeira, a compra de moeda estrangeira só pode ser efetuada se o saldo em moeda nacional de sua conta

corrente é contrapartida da venda anterior de moeda estrangeira (CC-5); se o não residente é uma instituição financeira, o saldo em moeda nacional pode ser utilizado para comprar moeda estrangeira sem qualquer restrição (BCB, 1993).

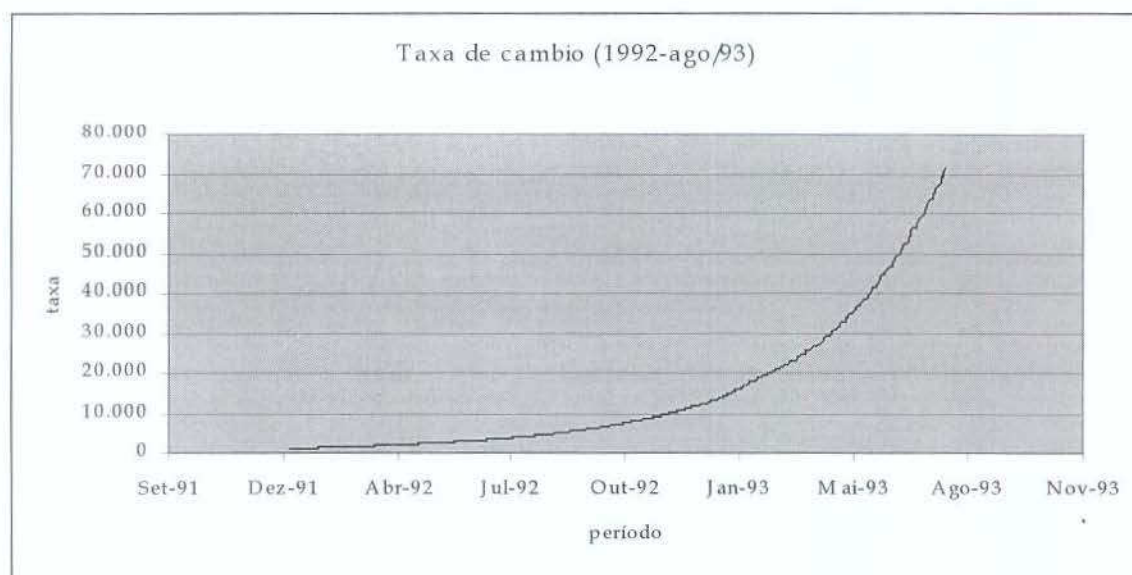
De acordo com dados do Banco Central do Brasil, a trajetória da taxa nominal de câmbio, no período pré-real, se deu conforme o gráfico a seguir.



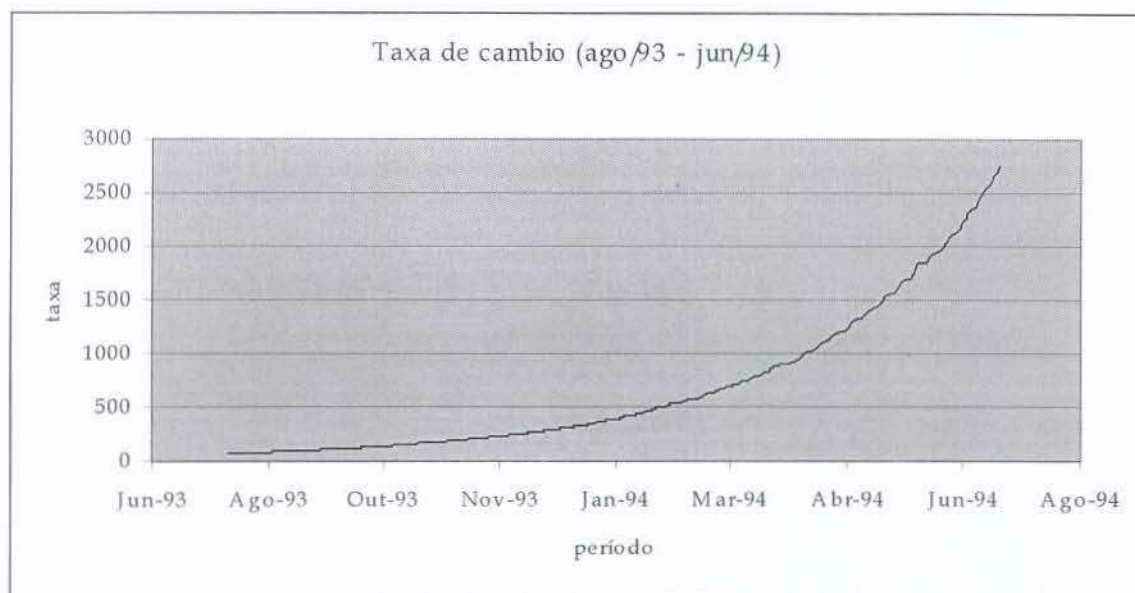
Do gráfico acima, nota-se um constante aumento na taxa de desvalorização nominal do câmbio. A seguir, analisa-se gráficos relativos a períodos menores, afim de identificar possíveis particularidades.



O maior destaque ocorrido no período de janeiro de 1990 a dezembro de 1992 é uma desvalorização cambial acima das taxas anteriormente verificadas; fato ocorrido no segundo semestre de 1992.



Tendo em vista o fracasso do plano Collor II e a aceleração da inflação, o comportamento da taxa nominal de câmbio de janeiro de 1992 a agosto de 1993 foi de acordo com o gráfico anterior; houve um significativo aumento na taxa de desvalorização cambial.



O gráfico acima reflete os últimos meses do período pré-real. Já anunciado o plano, em agosto de 1993 a autoridade monetária proferiu a implementação do Cruzeiro Real, sendo que, 1 cruzeiro real equivalia a 1.000 cruzeiros. Sendo assim, houve uma mudança na taxa nominal de câmbio, entretanto a taxa de desvalorização se manteve crescente até a implementação definitiva do plano de estabilização, como veremos a frente.

2.4. Financiamento e investimento

Tendo em vista as intensas mudanças verificadas na economia citadas anteriormente, é importante destacar dois pontos fundamentais do capitalismo: o financiamento e o investimento. Os anos 90 caracterizam-se por um processo de liberalização financeira, com governos neoliberais buscando uma diminuição do papel do Estado na regulação do financiamento da economia brasileira. Há uma

inflexão no modelo de financiamento do desenvolvimento, até então sustentado em duas grandes fontes internas: o financiamento público, com repasses de recursos fiscais e parafiscais, e o autofinanciamento, tanto de empresas privadas, quanto de estatais. Os desequilíbrios orçamentários da União e dos Estados mobilizaram todos os recursos fiscais, impedindo a continuidade dos repasses. O desemprego esvaziou os fundos sociais. A estabilização inflacionária, a abertura comercial e a contração do mercado consumidor limitaram a elevação dos *mark-ups* das empresas, diminuindo os lucros retidos e, conseqüentemente, o autofinanciamento.

O modelo típico dos países anglo-saxões seria baseado em mercado de capitais, o franco-nipônico em crédito público, e o germânico em crédito privado. Na realidade, a economia brasileira possui traços não plenamente desenvolvidos dos três modelos de financiamento a prazo: mercado de capitais raquítico, crédito público insuficiente, crédito privado incipiente. Um outro modelo, mais adequado ao cenário mundial, há dois regimes macro-financeiros, qualificados de economia de endividamento (ou com cobertura) e economia de autofinanciamento (ou de fundos próprios). Este último regime seria o mais representativo da economia brasileira, embora a emissão de ações, uma das fontes de recursos próprios³, seja extremamente precária.

Um dos motivos por que o *funding* interno não atende todas as necessidades do financiamento a longo prazo é que mais da metade da população brasileira não tem sobra de renda líquida para aplicar no mercado financeiro. A maior especificidade (e perversidade) do capitalismo brasileiro é que ele tem a pior concentração de renda entre os países industrializados. Os trabalhadores com renda familiar inferior a 8 salários mínimos gastam o que ganham. Nas faixas

³ a outra forma deriva-se dos lucros retidos pelas empresas, inclusive as matrizes internacionais

superiores de renda, a fatia destinada a formar uma reserva financeira oscila entre 6,5% (de 8 a 10 salários mínimos) e 26,3% (mais de 30 salários mínimos). Mesmo esse excedente está abaixo do recomendado pelos consultores financeiros (30% da renda) para manter um patrimônio financeiro adequado para a aposentadoria. A dedução lógica é que, ao contrário do que prega a ortodoxia econômica, a restrição aos gastos em consumo, no Brasil, não provoca nenhum aumento da poupança (*ex-ante*). Pelo contrário, é preciso ter um ganho extra de renda para se aplicar no mercado financeiro. Uma melhor distribuição de renda propiciaria ampliação dos gastos em consumo, multiplicação da renda e maior poupança *ex-post*, isto é, elevação das aplicações financeiras propícias a um *funding* de longo prazo.

Também é interessante observar o perfil dos aplicadores. Entre as pessoas físicas, a caderneta de poupança (que propicia *funding* para o sistema financeiro de habitação) ainda é a aplicação mais popular (ver na tabela a seguir).

Nota-se que à medida que as famílias passam para faixas de renda superiores, diminui esse tipo de aplicação e aumenta a diversificação financeira. Contudo, mesmo essa diversificação não os impele a aplicações de longo prazo, pois o que vai crescendo relativamente é a parcela de recursos aplicados em fundos mútuos, que são eminentemente de curto prazo.

APLICAÇÕES FINANCEIRAS DAS FAMÍLIAS BRASILEIRAS - 1996

(em %)

Salários mínimos	Sobra da renda	Poupança	Fundos mútuos	Ações	Dólar e ouro
De 8 a 10	6,5	96,3	3,7	-	-
De 10 a 15	7,6	92,6	6,8	-	-
De 15 a 20	11,1	88,2	9,0	0,1	2,7
De 20 a 30	13,2	89,3	9,9	0,5	0,3
Mais de 30	26,3	49,8	38,8	6,6	4,9

Fonte: IBGE *apud* FSP, 14/02/00, p. 2.4.

A hipótese é que a economia brasileira não dá segurança (inclusive direitos aos acionistas minoritários) para o investidor pessoa física sair das aplicações tradicionais. Um *funding* alternativo teria de ser buscado junto aos investidores institucionais (fundos mútuos de investimento, fundos de pensão, seguradoras). No entanto, os fundos de renda fixa possuíam, em julho de 1999, 76% dos R\$ 160 bilhões de patrimônio líquido concentrados em títulos de dívida pública federais, e 9% em operações compromissadas no *overnight*. Isso corresponde a 32% do total do estoque da dívida mobiliária, o que faz deles um dos grandes financiadores da dívida interna brasileira, ainda que com perfil de curto prazo.

Mesmo após o período de estabilização, houve uma certa mudança na composição da carteira, por tipo de aplicação, dos fundos de pensão. Quando comparada a composição destes em dezembro de 1994, quando tinham um patrimônio líquido de R\$ 46,488 bilhões, e em junho de 1999, quando detinham R\$ 97,742 bilhões, observa-se que as aplicações em ações (de 39,1% para 22,9%), imóveis (de 14,4% para 10,2%) e depósitos a prazo (de 11,5% para 6,9%) declinaram em função da maior participação de fundos de renda fixa (de 12,4% para 28,6%), de renda variável (de inexistente para 11,9%) e títulos públicos (de

3,8% para 7,5%). Fica evidente a preferência por ativos mais líquidos e por terceirização da administração dos seus patrimônios ao aplicarem em fundos mútuos de investimentos.

Considerando-se que $\frac{3}{4}$ das carteiras dos fundos de renda fixa estão também com títulos de dívida pública, verifica-se que os investidores institucionais optam por estes, em desfavor das ações das empresas privadas nacionais e dos títulos de dívida privada. Assim, nem mesmo a aplicação em fundos de pensão, investidores típicos de longo prazo, garante de fato o *funding*, porque aqui esses investidores também se voltam para o curto prazo.

No que diz respeito à emissão de ações, cabe apontar que são muitos os obstáculos enfrentados pelas empresas que queiram capitalizar-se dessa forma. Mas o principal é que as ações de empresas de segunda linha são muito depreciadas (baixo valor de mercado), e não vale a pena então ter sócios tendo em troca poucos recursos face ao valor patrimonial da companhia. Além disso, as emissões internas têm um grande concorrente: os financiamentos no mercado externo. Empresas de médio e grande porte conseguem emitir dívidas no exterior com custos mais baixos que os internos. As empresas não irão emitir ações na bolsa de valores brasileira enquanto puderem fazer uma captação mais barata no exterior, e sem ter que dividir o controle e/ou dividendos com novos sócios. A demanda limitada por ações de empresas privadas nacionais as estimula a buscar capital fora do país. Portanto, a manutenção desse cenário inviabilizaria um possível aumento na capitalização das empresas brasileiras.

Segundo a UNCTAD, o Brasil lidera a atração de capital estrangeiro na América Latina e Caribe. O crescimento do investimentos direto externo (IDE) foi uma das principais características da década de 90 para a América Latina: houve

uma entrada líquida de US\$ 402 bilhões nesse período, num movimento sem precedentes, mesmo levando em consideração o pós-guerra. O Brasil recebeu mais do que os outros países da região, totalizando US\$ 107 bilhões. Diferentemente do que ocorreu nas décadas de 50 e 60, contudo, esse afluxo de capitais esteve associado, especialmente na América do Sul, às aquisições de empresas, principalmente as estatais privatizadas.

Uma dimensão importante e ainda pouco debatida desse recente fluxo de IDE é o seu papel de fonte de financiamento das empresas. Parcela significativa desses investimentos externos constitui-se, diretamente, em capitalização das empresas estrangeiras aqui já estabelecidas, que recebem aportes das matrizes. Dessa forma, tendo acesso a recursos relativamente mais baratos, prescindem do mercado financeiro doméstico. Muitas vezes, recursos que entraram no país, originalmente, sob a forma de empréstimo, acabam sendo convertidos, contabilmente, em investimentos diretos e inflam essa conta. Isto é feito para aproveitar-se, por exemplo, de vantagens fiscais.

Não se pode negar que o IDE tem sido fundamental para a cobertura do *deficit* no balanço de transações correntes do país. Entretanto, a médio ou longo prazo os investimentos implicam em remessa de lucros, como mencionado no capítulo 1. Essa situação só se equilibrará dinamicamente se os investimentos externos continuarem expressivos e/ou se resultarem em aumento de exportações. Na realidade, os efeitos do IDE são bastante determinados pelo grau de soberania nacional da política de financiamento adotada no país.

A análise dos mecanismos de financiamento ao longo da história da economia brasileira mostra um rearranjo, de acordo com a conformação de cada padrão de desenvolvimento, de uma estrutura financeira tripolar, constituída de

setor externo, setor público e setor financeiro privado nacional. Enquanto este último, especialmente na área bancária, restringe-se ao financiamento das necessidades de capital de giro, os dois outros revezam-se na capacidade de financiar os investimentos a prazo maior.

Há, na história econômica brasileira, duas alternativas de financiamento a termo:

1. financiamento indireto via intermediários financeiros, entrada de capital estrangeiro, mecanismo cambial, tributação e/ou outro instrumento governamental;
2. financiamento direto (ou autofinanciamento) via reinversão de lucro da indústria, acumulado em função de redistribuição de renda entre o setor industrial e o agrícola implícita em suas relações de troca, aumento da produtividade industrial acima dos salários reais, etc., e ampliado por remarcação de preços em ritmo superior aos custos.

Esse mecanismo inflacionário também resulta em redistribuição de renda, tanto entre classes sociais (por exemplo, devido à queda de salários reais), quanto entre capitalistas de diferentes setores (por exemplo, entre exportadores e importadores). Agrava-se a concentração de renda, após 1964, quando passa a existir na prática um sistema bi-monetário com a moeda indexada e a moeda desprotegida da corrosão inflacionária, como visto no início deste capítulo. Os que têm aplicações no mercado financeiro lucram com processo inflacionário, recebendo a correção monetária como dividendo.

2.5. Os fluxos de capital e a dívida pública

De um modo geral, a inserção do Brasil no cenário internacional dos grandes fluxos financeiros é observada no início da década de 90. Decorrente do processo de globalização - desregulamentação e livre mobilidade de capitais - e da liquidez internacional, o movimento desenfreado de massa financeira transborda das economias centrais em direção à periferia desprovida de recursos. Em nome da atratividade e da possibilidade de entrada de capital externo que, dentre outras coisas, pode financiar o déficit estrutural da periferia, o fluxo financeiro torna-se cada vez mais liberalizado e a velocidade de abertura, significativa.

A partir do final de 1991, o Brasil passou a receber um enorme volume de recursos em moeda estrangeira, suficientes para mudar o sinal das contas externas. Desde então, o país tem apresentado, na balança de pagamentos, superávites na conta capital. De acordo com o Banco Central do Brasil, enquanto que, em 1990 e 1991, a movimentação líquida de capitais resultou em uma saída de US\$ 4,7 bilhões e US\$ 4,1 bilhões; em 1992 e 1993 houve uma entrada de US\$ 24,9 bilhões e US\$ 9,9 bilhões, respectivamente.

A inexistência de um acordo multi-lateral nos moldes de Bretton Woods não significa liberdade total às autoridades monetárias dos países. Ao contrário, num mundo globalizado, regido pela lógica do mercado, há o paradigma da livre mobilidade de capital. Este se acompanhado de um regime de câmbio fixo, implica na perda da capacidade do banco central exercer uma política monetária efetiva, destarte para poder contar com os mecanismos de política monetária, é preciso liberar a taxa de câmbio. Estas são situações limites: perfeita mobilidade, câmbio totalmente fixo/flutuante; assim é válido analisar o comportamento empírico da macroeconomia brasileira nesse período e observar, principalmente, o

comportamento da política monetária, da taxa de juros e taxa de câmbio frente a entrada de recursos no país.

O volume de recursos em moeda estrangeira recebido pelo América Latina marcou a volta de entrada voluntária de capital externo na região. No ano de 1991, o Brasil obteve US\$ 11,6 bilhões de fluxos brutos de capital, o equivalente a 2,7% do PIB. Comparativamente aos demais países da região, os números brasileiros são inferiores apenas aos US\$ 16,1 bilhões que se destinaram ao México. A Argentina recebeu US\$ 5,1 bilhões, a Venezuela US\$ 4,8 bilhões e o Chile US\$ 1,7 bilhão. O aporte de capitais no país cresceu substancialmente entre 1992 e 1993, US\$ 17,7 bilhões entraram no primeiro ano e US\$ 32,7 bilhões no segundo.

Duas são as razões principais para o monitoramento exaustivo da taxa de câmbio e da taxa de juros: as exportações e a inflação. Todo cuidado é necessário num ambiente de restrição externa e instabilidade de preços - como mostra-se o cenário brasileiro.

No Brasil, a persistência da inflação em patamares elevados levou a uma diminuição substancial da proporção de moeda doméstica no portfólio dos agentes. Nesse cenário adverso, com o objetivo de se evitar o agravamento do processo inflacionário crônico em direção a hiperinflação - fuga para ativos denominados em moeda estrangeira, a atuação das autoridades monetárias foi no sentido de oferecer bons substitutos para moeda doméstica. A manutenção de uma taxa de juros real estável e suficientemente elevada para manter atrativas as aplicações no mercado de capitais brasileiro foi a estratégia adotada para controlar a moeda doméstica.

A exemplo das taxas de juros, as autoridades monetárias procuram manter o câmbio real estável, de modo a evitar o risco de uma queda nas exportações.

Como resultado do controle cambial observou-se uma elevação substancial das reservas internacionais, ao invés de uma apreciação do câmbio, decorrente da entrada de capitais. Ao final de 1991 as reservas estavam em US\$ 9,4 bilhões e aumentaram para US\$ 21, 7 bilhões e US\$ 32,2 bilhões, em junho de 1992 e dezembro de 1993, respectivamente.

Marcada por um iminente processo hiperinflacionário, a frágil economia nacional exigia cuidados referentes à entrada de capitais. Para evitar que o acúmulo de reservas internacionais tivesse em contrapartida uma explosão da reduzida base monetária, pressionando um aumento no nível de preços da economia, o Banco Central adotou uma política de esterilização. A opção escolhida foi a de vender títulos públicos federais no *open market*. Entretanto, o sucesso da venda de títulos impediu que o ingresso de capitais resultasse em uma redução significativa das taxas de juros sobre a dívida pública. Mais ainda, durante 1992 e 1993, o diferencial entre a taxa de remuneração das divisas e a taxa de juros dos títulos públicos emitidos, custaram ao país US\$ 2,3 bilhões e US\$ 1,8 bilhão, respectivamente.

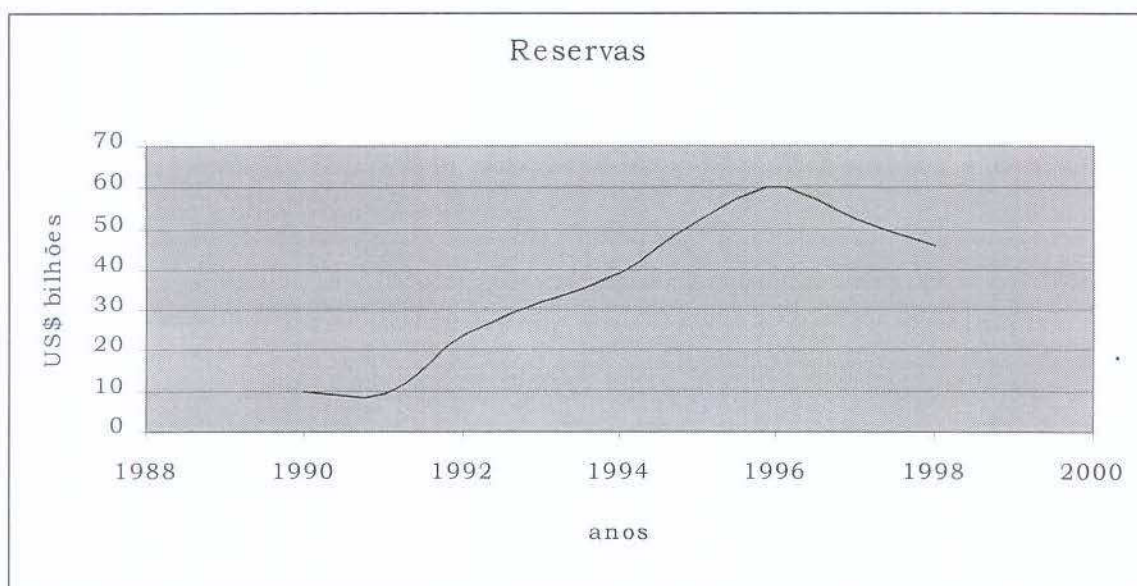
Destarte, as políticas adotadas pelas autoridades monetárias para controlar a liquidez agiram mais para impedir uma explosão da base monetária resultante da entrada de capitais, do que para impedir a oferta de moeda da economia. Como mencionado acima, não houve redução nas taxas de juros, elas continuaram em um patamar elevado; além de incorrer em maior custo da dívida do setor público, as altas taxas de juros continuaram a estimular a entrada de recursos no país, exacerbando os problemas causados por estes fluxos.

Em dezembro de 1992 a dívida mobiliária federal fora do Bacen chegou a R\$55,6 bilhões. Seu crescimento foi significativo, pois em dezembro de 1991 era de apenas R\$ 19,3 bilhões. Os encargos com esta dívida, que haviam sido ligeiramente

negativos em 1991 (R\$ 70 mil), atingiram US 4,7 bilhões em 1992 - a preços de dezembro de 1995 (Prates, 1997).

A volta dos influxos voluntários no Brasil foi crucial para o financiamento e influenciou as decisões de política macroeconômicas. A autoridade monetária utilizou predominantemente a alternativa de intervenção esterilizadora, de acordo com os números acima. Na literatura, o dilema colocado na economia brasileira é conhecido como trindade impossível. Pois, num contexto de mobilidade de capitais, o controle simultâneo do juro e do cambio mostra-se insustentável. Se com esterilização dos impactos monetários oriundos dos fluxos internacionais a política macroeconômica agir com o objetivo de controlar o cambio e o juro, haverá forte pressão do lado fiscal, como o ocorrido. Ou seja, frente ao grande volume de capital entrando no país, a decisão em se controlar o cambio (evitar a valorização para não prejudicar a competitividade) e controlar o juro (evitar sua queda para não acelerar a inflação) estimula a continuidade do ciclo, exacerbando o processo. O diferencial de juros reais entre o Brasil e o exterior cresce, impactando na dívida pública (dívida mobiliária).

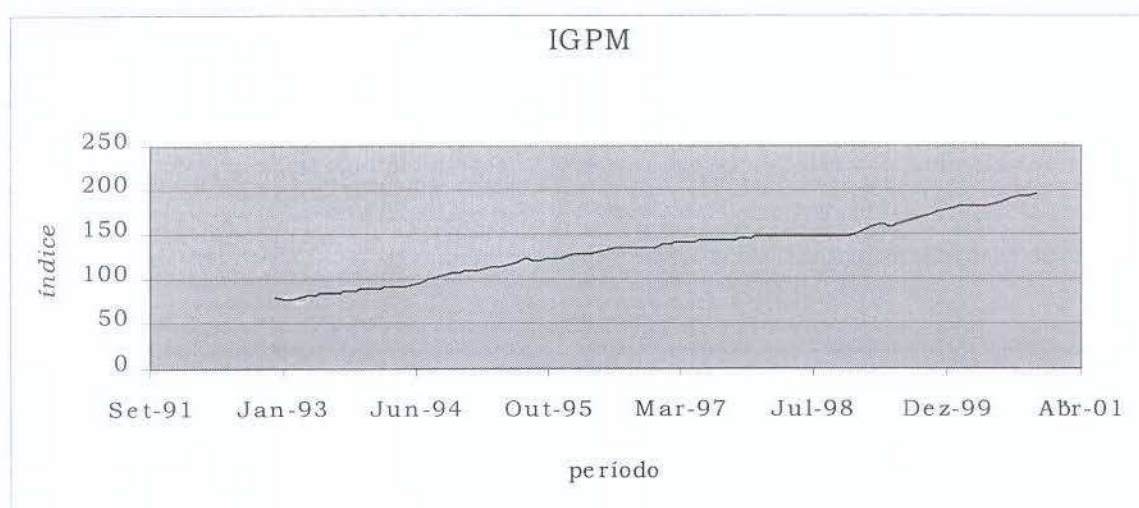
O gráfico abaixo mostra o comportamento das reservas frente a política de esterilização da moeda, descrito anteriormente.



2.6. O período pós-real

Em 1993, diante de uma inflação subindo a taxas crescentes, o governo divulgava seu mais novo plano de estabilização. O plano real pertence ao rol de planos que utilizam a âncora cambial como mecanismo de conseguir mais rapidamente a estabilidade de preços. Sua formulação e implementação envolvem aspectos complexos, como discussão entre taxa real e nominal de câmbio, as diferentes dinâmicas de estabilidade (*bens tradeables* e *non tradeables*), dentre outros⁴.

Para a presente discussão, pretende-se focar no comportamento de algumas variáveis centrais da economia. Primeiramente, observa-se o comportamento do índice IGPM para, assim verificar o comportamento da inflação.



fonte: Fundação Getúlio Vargas

Do ponto de vista da estabilidade dos preços, o plano real foi bem sucedido. O índice IGPM, de 1993 a 2000, cresceu conforme o gráfico acima. Como o esperado, observa-se uma taxa de crescimento bem inferior às verificadas no início da década.

⁴ Ver a esse respeito Carneiro (2000).

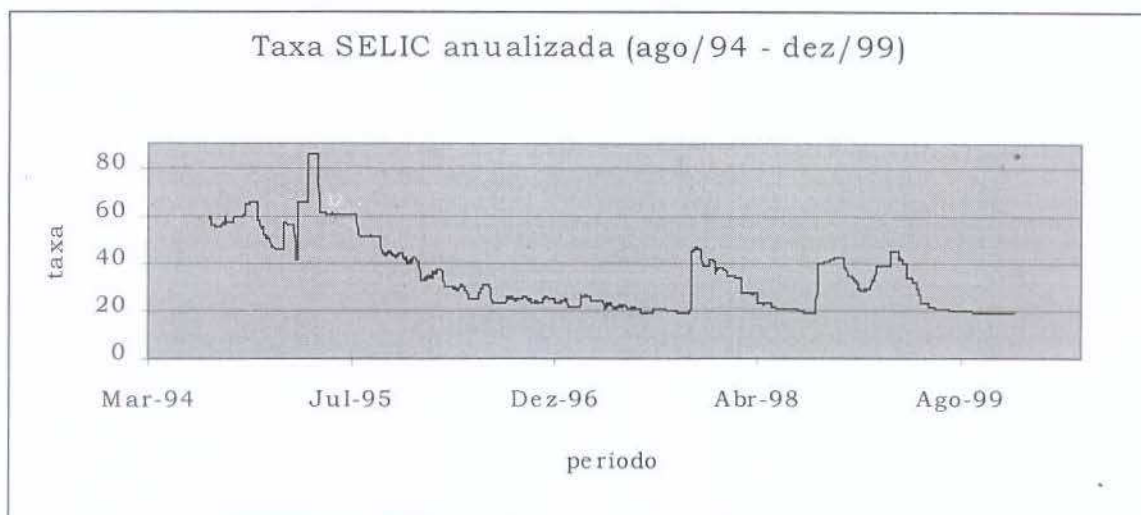
O importante nesse item, visto a estabilidade de preços, é verificar o comportamento das demais variáveis, ou seja, verificar o “custo” da estabilidade de preços. Destaque central deste trabalho, a taxa de juros teve um comportamento conforme o gráfico abaixo.



fonte: Banco Central do Brasil

A redução da taxa é extraordinária. Entretanto, vale lembrar que este gráfico indica a taxa de juros nominal. Durante a fase inicial de implementação do plano, verifica-se 3 impactos imediatos do plano real: nos preços relativos (produtos *tradeables* vs. *non tradeables*), nos preços absolutos (inflação residual) e nos preços macroeconômicos (salários e taxas de câmbio e juros). Assim, para uma análise mais fiel do comportamento da taxa de juros (e demais variáveis), é preciso desconsiderar o período transitório do plano de estabilização, onde o ajustamento de alguns bens e serviços são mais lentos⁵. Dessa forma, o gráfico a seguir representa melhor o comportamento da taxa de juros.

⁵ Ver Carneiro 2000.



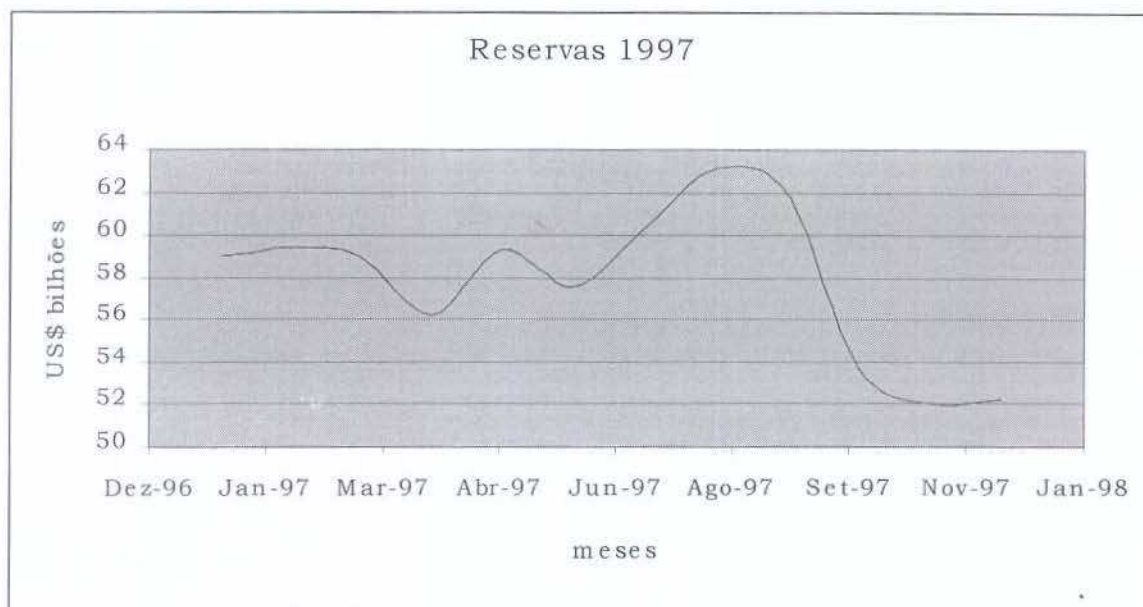
fonte: Banco Central do Brasil

Dentro da trajetória declinante da taxa de juros, os quatro picos merecem destaque em nossa análise. Condizente com a hipótese do trabalho, nota-se o impacto de crises fora do âmbito nacional na taxa de juros.

Em 1994, enquanto o Brasil iniciava seu processo de estabilização, o México – mais avançado no processo – apresentava incompatibilidades nos fundamentos. Houve, neste ano, uma importante desvalorização da moeda mexicana decorrente, dentre outros fatores, da fuga de capital impulsionada por avaliações das contas nacionais deste país. O modelo de estabilização propagado na América Latina como solução ao processo inflacionário crônico sofre seu primeiro forte abalo. Afim de manter o valor externo da moeda (taxa de câmbio), o valor seu valor interno (estabilidade) e minimizar a perda de atratividade (evitar fuga de capitais) o governo brasileiro elevou o prêmio oferecido aos seus credores, e como consequência direta observou-se o aumento da taxa SELIC.

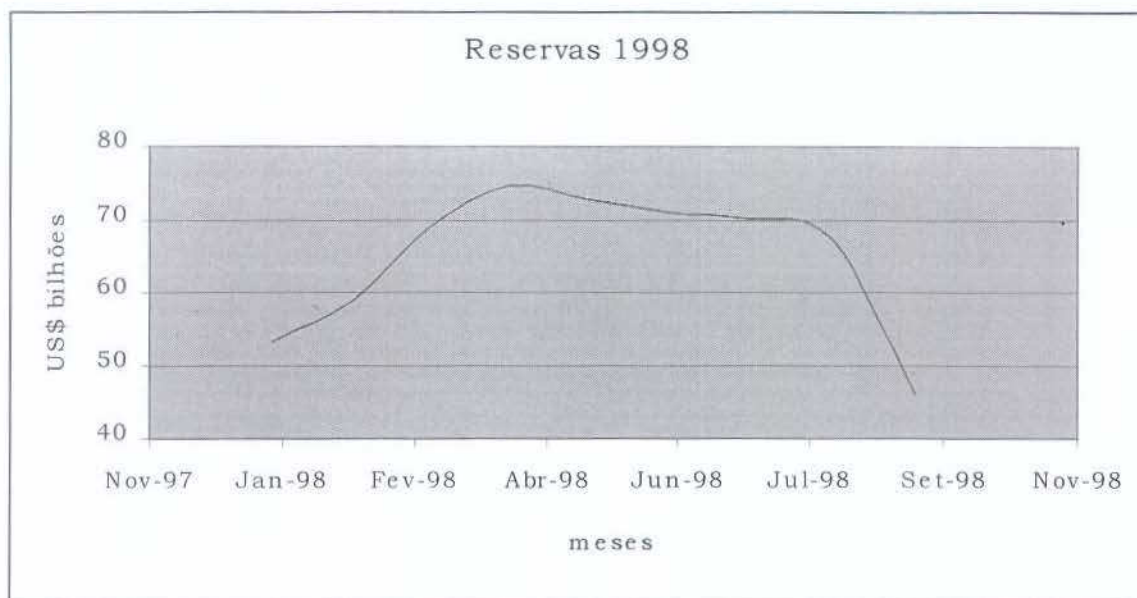
Em 1997 o epicentro da crise foi a Ásia. Originada por fatores complexos que vão desde a especulação imobiliária (expansão imobiliária baseada em créditos com lastro em imóveis) até desequilíbrios entre os fundamentos macroeconômicos (relação entre conta corrente e PIB, dentre outros), a crise se propagou

rapidamente pelos países da periferia. Em 1997, pode-se notar o impacto na economia nacional através do aumento na taxa de juros (gráfico anterior) e nas reservas (gráfico abaixo).



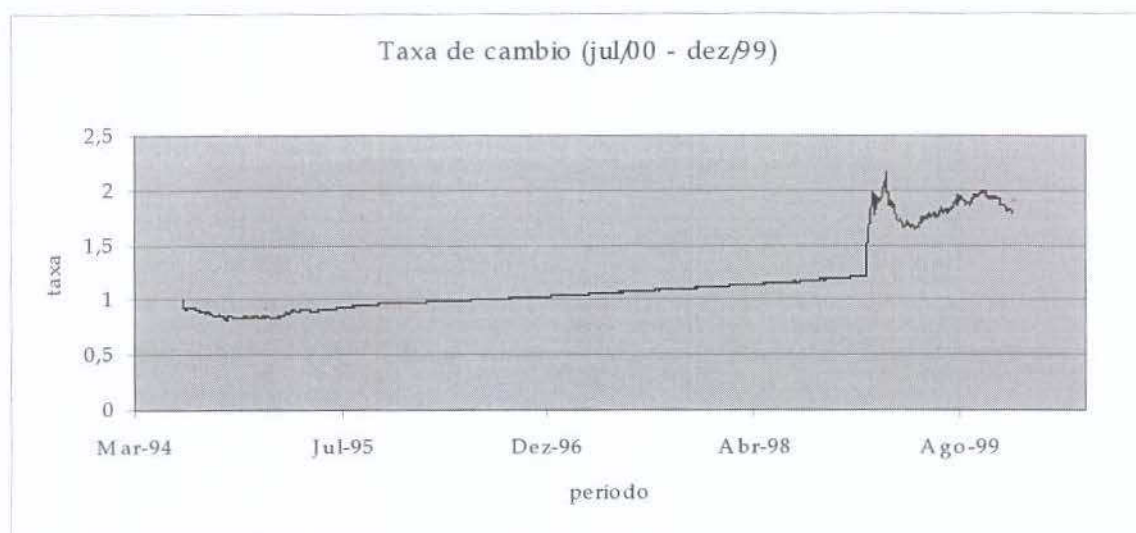
fonte: Banco Central do Brasil

Em 1998 a crise foi mais séria. Neste ano a Rússia decretou moratória, provocando um imenso alarde no mundo financeiro. Houve, como das outras vezes, uma subida imediata das taxas de juros no Brasil, mas seu futuro declínio foi mais lento. Dessa vez houve uma fuga de capitais em massa dos países da periferia para os países do centro (Estados Unidos, principalmente). Nas crises anteriores ao oferecer um prêmio alto pela liquidez, a fuga era menos intensa, dessa vez ocorreu um *"fly to quality"* (busca pela qualidade), ou seja, os investidores estavam mais preocupados com a qualidade dos ativos e menos preocupados com sua remuneração. Esse fato também trouxe consequências imediatas às reservas internacionais, como mostra o gráfico a seguir.



fonte: Banco Central do Brasil

Logo no primeiro momento da implementação do plano real, a moeda brasileira se valorizou frente ao dólar. A valorização nominal foi sendo revertida no dos anos seguintes, mas a taxa de desvalorização real ainda era muita baixa, persistindo, assim, a valorização real. Em janeiro de 1999, após diversas discussões sobre a moeda e as contas nacionais, houve a desvalorização cambial, como mostra o gráfico abaixo.



fonte: Banco Central do Brasil

É importante notar que além de uma desvalorização externa da moeda e um aumento na taxa de juros, houve uma mudança na política cambial. Esta deixou de promover desvalorizações programadas (espécie de câmbio fixo) e passou a adotar flutuações controladas (mais próximo ao câmbio flexível).

Todas essas considerações sobre taxas de câmbio, taxa de juros e reservas contribuem para a análise da economia do Brasil e podem ser consideradas dentre as mais significativas. Para enriquecer e fortalecer a hipótese do trabalho, observa-se o comportamento da dívida líquida do setor público, como mostra a tabela abaixo.

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO										R\$ milhões	
Discriminação	1997 *		1998 *		1999 *						
	Dezembro		Dezembro		Outubro		Novembro		Dezembro		
	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	
Dívida líquida total	308 426	34,6	385 870	42,4	519 084	48,9	517 641	47,7	516 572	46,95	

fonte: Banco Central do Brasil

O grande aumento da dívida líquida do setor público decorreu, principalmente, da alta taxa real de juros interna (aumentou a dívida interna). Este impacto também revela a situação do estoque de dívida pública frente a abertura financeira e a política de estabilização.

Como visto, o Brasil pertence à categoria de países cuja formação da taxa de juros tem forte conotação exógena. Assim, num contexto de participação efetiva do Brasil no processo de globalização financeira, há uma perda de autonomia ligada à vulnerabilidade externa, explicitada neste trabalho através do comportamento de variáveis econômicas, dentre as quais: taxa de juros, câmbio, reservas, dívida líquida do setor público e fluxo de capitais.

Bibliografia

- CANUTO, O. (1997). Mobilidade de capital e equilíbrio de portfólio. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, pp. 1-47.
- CANUTO, O.; LAPLANE, M. (1995). Especulação e instabilidade na globalização financeira. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, pp. 31-60.
- CARNEIRO, R. de M. (2000). *Reformas liberais, estabilidade e estagnação (a economia brasileira na década de 90)*. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Livre-Docência.
- CHESNAIS, F. (1995). A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, pp. 1-30.
- COSTA, F. N. (1995). Mecanismo de transmissão monetária: interação e iteração. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, pp. 159-179.
- COSTA, F. N. (1997). Circuito de financiamento na economia brasileira. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, pp. 69-93.
- COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. de M. (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, pp. 129-154.
- CYPRIANO, M. P. (1994). *Relações entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional*. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- DAVIDSON, P. (1996). Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, pp. 3-27.
- DE LA PEÑA, S. (1997). México: a crise de 1995 em perspectiva histórica. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, pp. 147-158.
- GUTTMAN, R. (1996). A transformação do capital financeiro. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, pp. 51-83.

- KREGEL, J. A. (1996). Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, pp. 29-49.
- KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. (1999). *Economia internacional - teoria e política*. 4ª. ed., São Paulo: MAKRON Books.
- MADI, M. A. C. (1993). *Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana*. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- MINSKY, H. P. (1995). Integração financeira e política monetária. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, pp. 21-36.
- PLIHON, D. (1995). A ascensão das finanças especulativas. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, pp. 61-78.
- PLIHON, D. (1996). Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. In: *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, pp. 85-127.
- PUGA, F. P. (1995). *A entrada de capitais e o controle monetário no Brasil, 1983-1993*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia da PUC/RJ, Dissertação de Mestrado.
- TORRES, M. J. R. (1999). *Operacionalidade da política monetária no Brasil*. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.